

**Сергей Майоров**

Директор по биржевым технологиям ЗАО ММВБ

# МИРОВАЯ ИНДУСТРИЯ СРОЧНОГО РЫНКА: ГОД СПУСТЯ

В марте 2010 г. во Флориде (США) прошла ежегодная, тридцать пятая по счету, конференция международной фьючерсной индустрии (*International Futures Industry Conference*), проводимая Ассоциацией фьючерсной индустрии (*Futures Industry Association, FIA*).

Как уже отмечалось<sup>1</sup>, мартовская конференция во Флориде считается одним из самых значимых событий в ежегодном календаре рынка производных инструментов (срочного рынка), прежде всего, благодаря представительному составу участников, что способствует получению наиболее полной и достоверной информации о современных тенденциях и умонастроениях индустрии. Прошлогодня конференция была особо примечательна тем, что, будучи первой конференцией данного формата, про-

водимой после начала полномасштабного финансового кризиса, возможно, впервые обозначила на должном уровне основные направления пост-кризисного развития рынка, прежде всего, в области клиринга и регулирования. Нынешняя конференция небезынтересна как с точки зрения того, насколько в действительности рынок развивался в рамках этих направлений, так и с точки зрения расстановки новых акцентов.

## Проблематика клиринга

Одна из доминантных тем прошлой конференции — распространение организованного (в современных условиях — централизованного) клиринга на операции с внебиржевыми деривативами и, прежде всего, с кредитными дефолтными свопами (*credit default swaps, CDS*) как наиболее проблемными<sup>2</sup>. И действительно, к настоящему времени индустрия сделала несколько крупных шагов в данном направлении — клиринг по операциям с *CDS* уже осуществляется такими организациями как *ICE Trust* и *CME Group* (США), *Eurex* (Германия), *LCH.Clearnet SA* (Франция). Регу-

лятивные аспекты этого процесса рассматриваются ниже, однако уже здесь необходимо отметить, что ожидавшееся законодательное требование об «обязательном» клиринге до сих пор отсутствует (по крайней мере, в США). При отсутствии же нормативного принуждения особенную актуальность приобретает вопрос о наличии экономических стимулов для участников внебиржевых рынков, или — в более широкой постановке — вообще об экономической эффективности централизованного клиринга в пост-кризисный период. В рамках последней конференции данный вопрос рассматривался преимущественно в двух плоскостях — управление рисками в реальном времени и портфельное маржирование.

## УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ В РЕАЛЬНОМ ВРЕМЕНИ

Поскольку основная задача клиринга — это гарантирование (в той или иной форме) исполнения обязательств по заключенным сделкам, то его ключевым элементом является управление рисками, связанными с возможным не-

Ассоциация фьючерсной индустрии (*Futures Industry Association, FIA*) — международная организация (*trade association*), представляющая интересы индустрии производных инструментов, со штаб-квартирой в Вашингтоне (США). Ее членами являются более 30 крупнейших профессиональных участников американского срочного рынка (*futures commission merchants*); более 210 бирж и клиринговых организаций Северной Америки, Южной Америки, Европы, Азии и Австралии; банки, а также юридические и бухгалтерские фирмы, управляющие фондами (*money managers*), крупные клиенты и поставщики сопутствующих услуг. В 2008 г. в члены *FIA* вступило ЗАО ММВБ, несколько ранее членом *FIA* стало ОАО ФБ РТС.

<sup>1</sup> Майоров С. Первая после кризиса // Биржевое обозрение. — 2009. — № 6. — С. 8–12.

<sup>2</sup> Майоров С. Указ. соч., С. 12.

исполнением участниками этих обязательств. При этом управление рисками в конечном счете может быть сведено к двум ключевым элементам: формированию гарантийной системы<sup>3</sup> и установлению лимитов (в широком смысле) — на допуск участников, на цены (как при подаче заявок, так и при заключении сделок, в т.ч. при принудительной ликвидации позиций несостоятельного участника), на размер заявок/сделок/позиций (обязательств) и т. п.

Одна из важнейших задач системы управления рисками (СУР) — поддержание баланса между ее основными элементами, что достигается, в первую очередь:

- по возможности, наиболее точной увязкой всех элементов СУР друг с другом, т. е. развитием СУР как систем «тонкой настройки», что позволяет снизить нагрузку на гарантийную систему за счет минимизации неопределенности. С этой точки зрения принципиальная модель СУР может быть представлена в виде треугольника «гарантийная система — лимиты — уровень рисков», аналогичного т. н. проектному треугольнику «стоимость — время — результаты»<sup>4</sup> и демонстрирующего, в частности, что при постоянстве любого показателя («вершины треугольника») изменение другого показателя возможно лишь при соответствующем изменении третьего показателя (рис. 1);
- постоянной оценкой достаточности гарантийной системы (стресс-тестирование и т. п.), по результатам которой могут приниматься решения о корректировке (в т. ч. ужесточении) лимитов, размеров гарантийной системы и других инструментов СУР<sup>5</sup>. Чем чаще проводится подобная оценка, тем ниже нагрузка на гарантийную систему при приемлемом уровне рисков за счет снижения вероятности их накопления.

В настоящее время наблюдается очевидная тенденция к развитию современных СУР как систем «тонкой настройки», которые работают в реальном времени, т. е. могут предусматривать

как оперативную (раз в несколько минут, либо действительно в онлайн) переоценку рисков портфелей с последующим предъявлением *intra-day margin calls*, так и вообще предварительную проверку заявок на обеспеченность (в широком смысле)<sup>6</sup>.

Отдельные участники последней конференции *FIA*, возможно, не без некоторого преувеличения, отмечали, что современные биржевые инновации вообще должны быть направлены не на торговые услуги, а на подобный «*true risk management*», ведущий к экономии, измеряемой миллиардами долларов США<sup>7</sup>.

### ПОРТФЕЛЬНОЕ МАРЖИРОВАНИЕ (PORTFOLIO MARGINING)

Под портфельным маржированием (ПМ) понимается определение клиринговой организацией (КО) требований к индивидуализированному обеспечению (в терминологии Группы ММВБ — «депозитной марже») на основе оценки рисков всего портфеля позиций (обязательств) участника<sup>8</sup>. В принципе можно выделить три базовых схемы ПМ в зависимости от того, как формируются портфели (рис. 2). Первая из них явля-

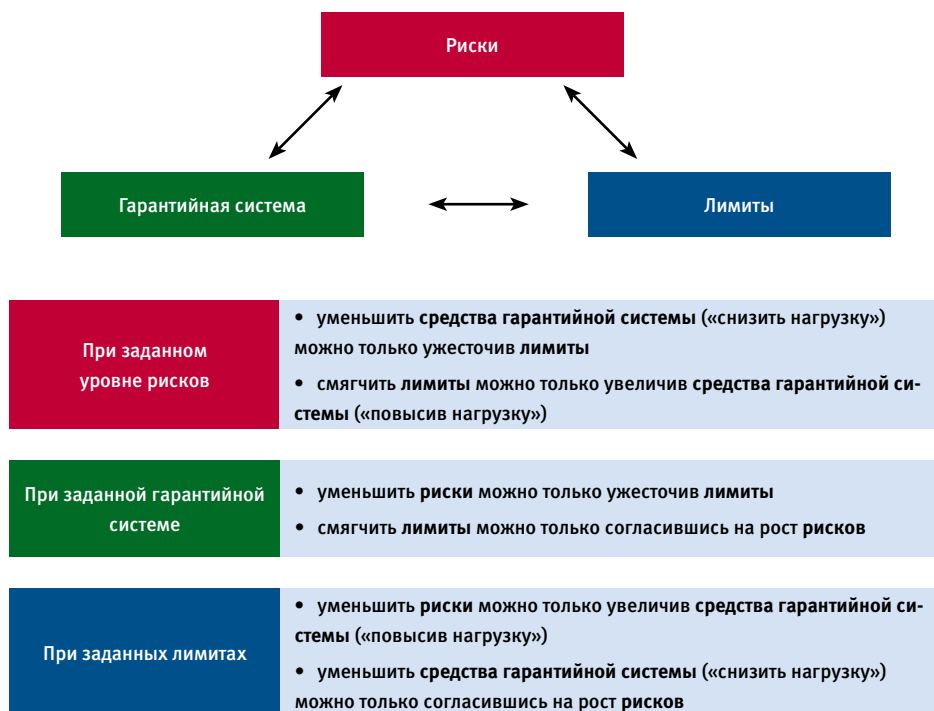
ется повсеместной практикой, поэтому неудивительно, что на конференции *FIA* обсуждались отдельные инициативы по развитию портфельного маржирования в рамках второй и третьей схем.

### В рамках второй схемы

Вторая схема, является, пожалуй, наименее распространенной в мировой практике. Даже когда одна КО обслуживает сразу несколько рынков, это еще не означает, что она непременно осуществляет единый клиринг, т.е. клиринг и в т.ч. управление рисками применительно к единому портфелю (см. ниже). Рассмотрение вопроса, почему такое имеет место, выходит за рамки статьи, здесь же пока достаточно отметить, что попытки развития в данном направлении (т.е. по второй схеме) заслуживают, пусть хотя бы из-за своей еще пока что относительной малочисленности, особого внимания.

И с этой точки примечателен совместный проект *DTCC* и *NYSE Euronext* под названием «Портфельный клиринг в Нью-Йорке» (*New York Portfolio Clearing, NYPC*). Планируется, что, начиная с третьего квартала 2010 г. одно-

Рис. 1. Принципиальная модель СУР



<sup>3</sup> Майоров С. Предварительная проверка заявок: российская экзотика или мировая тенденция? // Биржевое обозрение. — 2010. — № 3. — С. 7–8

<sup>4</sup> См., например: Грей К., Ларсон Э. Управление проектами. — М.: Дело и Сервис, 2003. — С. 79.

<sup>5</sup> Майоров С. Указ. соч., С. 7–8.

<sup>6</sup> Майоров С. Указ. соч., С. 9–11.

<sup>7</sup> Майоров С. Указ. соч., С. 10.

<sup>8</sup> Майоров С. Указ. соч., С. 7.



именное СП поэтапно приступит к осуществлению единого клиринга по операциям с процентными деривативами и с облигациями, обещающего, по замыслу авторов проекта, существенную экономию на обеспечении в результате максимальной взаимокompенсации рисков. Причина же того, что данная, по-видимому, перспективная идея не была реализована на американском рынке ранее, в значительной степени заключается в разных позициях регуляторов рынков (*SEC* и *CFTC*) в условиях исторически разделенного регулирования<sup>9</sup>:

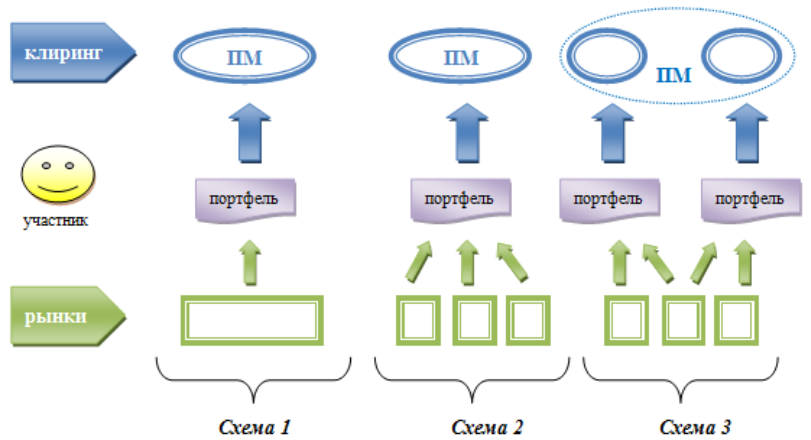
- *принципиальное отношение к портфельному маржированию* — тогда как *CFTC* разрешала широкое использование ПМ на подконтрольном ему сегменте срочного рынка, *SEC* на «своих» рынках допускала ПМ только на уровне клиринговых членов. При этом, правда, последним было разрешено осуществлять ПМ для своих клиентов, однако эффективность и востребованность подобного ПМ оказалась достаточно низкой, в т. ч. из-за отсутствия юридической защиты клиринговых членов, адекватной той, что есть у лицензированных клиринговых организаций;
- *разграничение полномочий* — спорный вопрос и заключается в следующем: если различные части портфеля исходят из рынков разных регуляторов (применительно, к проекту *NYPC* — из рынка индексных деривативов, регулируемых *CFTC*, и из рынка облигаций, регулируемого *SEC*), то кем будет регулироваться единый клиринг?

Нерешенность данных вопросов подогревает интерес к проекту — используя распространенный штамп, можно сказать, что «публика с интересом ждет развязки».

### В рамках третьей схемы

Данная схема достаточно распространена в международной практике — причем не только в форме кросс-маржирования и т.п. соглашений между различными КО (см. вставку), но и как деятельность отдельных КО на разных рынках в тех случаях, когда она хотя и не осуществляет единого клиринга по второй схеме (см. выше), но принимает определенные действия по оптимизации СУР.

Рис. 2. Базовые схемы портфельного маржирования



Описание	Портфель позиций участника формируется в единой КО по его операциям на каждом рынке.	Портфель позиций участника формируется в единой КО по всем его операциям на всех рынках.	Портфели позиций участника, формируемые разными КО, явно или виртуально комбинируются в целях ПМ (см. вставку)
Международная практика	Повсеместная практика.	См. в тексте.	Соглашения о кросс-маржировании и т. п. См. также в тексте.
Российская практика	Срочный рынок ММВБ/ФБ ММВБ. Срочный рынок РТС (FORTS).	Интеграция клиринга по различным рынкам Группы ММВБ (планируется). Единый клиринг по рынкам <i>RTS Standard</i> и <i>FORTS</i> .	-

Так, практика *LCH.Clearnet*, осуществляющей клиринговое обслуживание целого ряда фондовых и срочных рынков (но без единого клиринга!), является примером того, что одна и та же организация может выступать де-факто в виде нескольких КО, осуществляющих изолированный клиринг по каждому из рынков.

Другим примером такой реализации третьей схемы является ситуация с клирингом по операциям с *CDS*. Особый характер рынка этих инструментов (относительно низкая ликвидность, высокие риски и т. п.) не способствуют объединению клиринга по операциям с ними с клирингом по «стандартным» срочным

### Портфельное маржирование при взаимодействии между несколькими клиринговыми организациями

вставка

Если один и тот же участник обслуживается сразу несколькими клиринговыми организациями, то они могут совместно рассматривать его позиции в качестве единого портфеля, подлежащего портфельному маржированию и иной обработке.

Для осуществления этого клиринговые организации обычно заключают соглашения, предусматривающие кросс-маржирование (*cross margining*), кросс-обеспечение (*cross collateralization*) и нетто-платежи (*cross endorsement*):

Процедура	Определение	Примеры применения
<i>Cross margining</i>	Определение требований к размеру обеспечения ( <i>margin requirements</i> ) участника с учетом его позиций во всех КО.	Каждая КО может снизить (или — в ряде случаев — наоборот, увеличить) требования к размеру обеспечения участника в зависимости от его позиций в другой КО.
<i>Cross collateralization</i>	Снижение требований к размеру обеспечения ( <i>margin calls</i> ) с учетом обеспечения, предоставленного им другим клиринговым организациям.	Каждая КО вправе передать другой КО обеспечение участника для урегулирования его проблем в этой КО. Каждая КО вправе принудительно закрыть позиции участника при возникновении у него соответствующих проблем в другой КО.
<i>Cross endorsement</i>	Возможность для участника оплатить требования к нему со стороны нескольких КО единым переводом на нетто-основе в адрес одной из КО.	Любая из КО вправе предъявить участнику требование с учетом его позиций и обеспечения в другой КО. В дальнейшем КО, получившая единый платеж от участника, переправит соответствующие средства в другую КО.

<sup>9</sup> С этой точки зрения, небезынтересно, что *NYPC* предполагает лицензироваться как клиринговая организация срочного рынка (*Derivatives Clearing Organization*) в зоне регулирования *CFTC*, а руководителем *NYPC* назначен Уолтер Луккен (*Walter Lukken*), еще в недавнем прошлом исполнявший обязанности Председателя *CFTC*.



инструментам, т.е. развитию в рамках второй схемы. Однако соответствующие клиринговые организации, фактически действующие по третьей схеме, предпринимают попытки по оптимизации CUP, прежде всего, за счет той или иной интеграции гарантийных средств. Так, *CME Group* объявила о планах по реструктурированию коллективных фондов, предусматривающих их деление на четыре части («транша»):

- фонд для покрытия убытков на рынке *CDS* (80% соответствующих взносов участников этого рынка);
- фонд для покрытия убытков на рынках «стандартных» срочных инструментов (80% соответствующих взносов участников этих рынков);
- фонд для покрытия убытков на рынке «альтернативных продуктов»;
- фонд для покрытия остаточных убытков по всем рынкам (оставшиеся 20%).

В связи с этими планами *CME Group* обратилась в *CFTC* за соответствующим разрешением. Реакция на эти планы как со стороны регулятора, так и со стороны индустрии пока не однозначна. С одной стороны, попытки диверсифицировать риски клиринговой организации и увеличить размер доступных гарантийных средств приветствуются. С другой стороны, отдельные участники рынков «стандартных» инструментов возражают против того, чтобы их средства и средства их клиентов направлялись на преодоление проблем на тех рынках, на которых они не присутствуют<sup>10</sup>.

## Тенденции регулирования<sup>11</sup>

События года, прошедшего после предыдущей конференции *FIA*, подтвердили точку зрения, согласно которой весь или, как минимум, основной кризисный потенциал современного срочного рынка (если о таком потенциале можно вообще говорить) сосредоточен в его внебиржевом сегменте. Поэтому главная тенденция регулирования в настоящее время — это регулирование внебиржевого рынка, как об этом прямо заявил на последней конференции Председатель *CFTC* Гарри Дженслер (*Garry Gensler*).

Основными направлениями такого регулирования являются регулирование участников («дилеров») внебиржевого рынка, введение обязательности клиринга по операциям с теми инструментами, которые «готовы» для клиринга, а также обязательности торговли внебиржевыми инструментами на биржах и иных организованных рынках. В той или иной степени все эти сюжеты так или иначе упоминались уже год назад<sup>12</sup>, однако сейчас они оформились в нечто, похожее на относительно осмысленную программу действий. При этом год оказался слишком малым сроком для того, чтобы такая программа была принята и начала реализовываться.

В значительной степени это связано с особенностями законодательного процесса — для подобных нововведений недостаточно новой редакции отраслевого регулирования, а требуются изменения в законы. При этом изменения, связанные с проблематикой срочного рынка, предполагается принять в одном пакете с другими антикризисными новеллами, над которым параллельно (и, как говорят, независимо друг от друга) работают два комитета Сената США, что также не убыстряет процесса.

Вместе с тем, в то, что намерения регуляторов еще далеки от воплощения, вносит свой вклад существующая до сих пор нерешенность ряда базовых проблем — даже если воздержаться от вопросов типа «ЗАЧЕМ», остаются неясности из области «КАК». Так, пока не определено, кто будет принимать решения о пригодности или непригодности тех или иных внебиржевых инструментов для клиринга. С одной стороны, это выглядит очевидной прерогативой клиринговых организаций, уже хотя бы потому, что именно они принимают на себя соответствующие риски. С другой стороны, непонятно что делать в таком случае с «отвергнутыми» инструментами — запретить, отрезав определенным участникам, возможно, последний выход на рынок капитала, или «оставить как есть» с перспективой появления тех же рисков (существует вероятность того, что отвергнуты-то будут как раз са-

мые рискованные инструменты).

Если же решения о пригодности инструментов, пусть даже не для клиринга, а для биржевой торговли будет принимать регулятор, стремящийся направить как можно большую долю внебиржевого рынка в организованную инфраструктуру, то есть серьезные сомнения в том, что он будет в состоянии это сделать. Известно, что современное западное законодательство не содержит исчерпывающей дефиниции срочных (производных) инструментов, поэтому регулятор не может вынести подобного решения относительно всех деривативов вообще, а вынужден всякий раз указывать какие именно имеются в виду в каждом конкретном случае. При этом, по-видимому, практически всегда есть возможность, несколько видоизменив дизайн инструмента, создать похожий, но формально новый дериватив, не подпадающий под решение регулятора<sup>13</sup>.

## Вопросы алгоритмической торговли

В рамках последней конференции *FIA* обсуждались также вопросы, связанные с алгоритмической торговлей (в терминологии *high-frequency trading*, *HFT*). Наиболее интересным был, пожалуй, вопрос о том, нарушает ли практика *co-location*<sup>14</sup> равноправия участников (*level playing field*) или нет. В целом, ответ был отрицательным — равноправие соблюдается, если право на такую услугу формально доступно для всех, и, кроме того, использование *co-location* нивелирует различия участников в географическом расположении.

Следует признать, что с точки зрения проблематики алгоритмической торговли данная конференция (пока еще?) не столь интересна, как более специализированные мероприятия<sup>15</sup>. Однако примечательно, что до этого года эта проблематика на конференциях *FIA* не присутствовала вообще. Будущее покажет, было ли ее появление в повестке дня случайностью или, наоборот, признанием как вопроса, который уже должен постоянно находиться в поле зрения индустрии срочного рынка. ■

<sup>10</sup> *The Magazine of the futures industry*. — March 2010. — P. 12–14.

<sup>11</sup> Современные тенденции регулирования рассматриваются здесь на примере США.

<sup>12</sup> Майоров С. Первая после кризиса // Биржевое обозрение. — 2009. — №6. — С.9, 11–12.

<sup>13</sup> Любопытно, что данный контр-аргумент на конференции — в ответ на прямой вопрос Председателя *CFTC* «должны ли все внебиржевые инструменты торговаться на бирже?» — привел Крэйг Донохью (*Craig Donohue*), руководитель *CME Group*, т.е. организации, которая вроде бы должна быть заинтересованной в ограничении внебиржевого рынка.

<sup>14</sup> Под *co-location* понимается размещение технических средств участников, поддерживающих их торговые ситемы, непосредственно на территории биржевых вычислительных центров (Майоров С. О современных тенденциях развития торговых технологий // Биржевое обозрение. — 2009. — № 10. — С.17).

<sup>15</sup> См., например: Майоров С. Указ. соч. — С.14–17.