Международный научно-исследовательский журнал
«Прогрессивная экономика»
№ 4 / 2024 https://progressive-economy.ru/vypusk_1/funkczionalnaya-sovmestimost-mezhdu-czentralnymi-kontragentami/
Научная статья / Original article
Шифр научной специальности ВАК: 5.2.4
УДК 336.761.6
DOI: 10.54861/27131211_2024_4_121



ФУНКЦИОНАЛЬНАЯ СОВМЕСТИМОСТЬ МЕЖДУ ЦЕНТРАЛЬНЫМИ КОНТРАГЕНТАМИ

Апостолов А., *аспирант, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Россия*

Аннотация. Целью настоящего исследования является оценка потенциала и перспектив обеспечения функциональной совместимости между центральными контрагентами, действующими на рынке ценных бумаг Российской Федерации. Основным методом исследования, используемым в настоящей статье, является метод сравнительного анализа. В рамках настоящего исследования проанализированы преимущества и риски, свойственные модели нескоординированной клиринговой деятельности и модели функциональной совместимости центральных контрагентов. По результатам исследования заключено, что модель функциональной совместимости является перспективной моделью организации клиринговой инфраструктуры на рынке ценных бумаг Российской Федерации, однако труднореализуемой в краткосрочной перспективе. Показано, что при внедрении модели совместимого клиринга произойдет консолидация клиринговой функции в одном центральном контрагенте в зависимости от сегмента рынка для каждого участника клиринга. В результате не только повысится эффективность использования клирингового обеспечения и снизится кредитный риск, но и усилится конкуренция между действующими на рынке центральными контрагентами. Тем не менее, гетерогенность процедур риск-менеджмента и продуктовая неоднородность бирж являются препятствиями для обеспечения функциональной совместимости между центральными контрагентами. Предложенные авторские рекомендации предназначены для мегарегулятора, организаторов торгов, клиринговых организаций, а также профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Ключевые слова: клиринг, клиринговая деятельность, центральный контрагент, функциональная совместимость, рынок ценных бумаг.

CENTRAL COUNTERPARTY INTEROPERABILITY

Apostolov A., *Postgraduate student, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia*

Abstract. The purpose of this study is to assess the potential and prospects for ensuring interoperability between central counterparties operating in the securities market of the Russian Federation. The main research method used in this article is the method of comparative analysis. Within the framework of this study, the advantages and risks inherent in the uncoordinated clearing activity model and the interoperability model of central counterparties are analyzed. According to the results of the study, it is concluded that the interoperability model is a promising model for organizing clearing infrastructure in the securities market of the Russian Federation, but difficult to implement in the short term. It is shown that when the compatible clearing model is implemented, the clearing function will consolidate in one central counterparty, depending on the market segment for each clearing participant. As a result, not only will the efficiency of using clearing collateral increase and credit risk decrease, but competition between central counterparties operating in the market will also increase. Nevertheless, the heterogeneity of risk management procedures and the product heterogeneity of exchanges are obstacles to ensuring interoperability between central counterparties. The proposed author's recommendations are intended for the mega-regulator, trading organizers, clearing organizations, as well as professional participants in the securities market.

Keywords: clearing, clearing activities, central counterparty, interoperability, securities market.

JEL classification: G15, G23, G32.

Для цитирования: Апостолов А. Функциональная совместимость между центральными контрагентами // Прогрессивная экономика. 2024. № 4. С. 121–129. DOI: 10.54861/27131211_2024_4_121.

Статья поступила в редакцию: 14.04.2024 г. Одобрена после рецензирования: 29.04.2024 г. Принята к публикации: 30.04.2024 г.

For citation: Apostolov A. Central Counterparty Interoperability // Progressive Economy. 2024. No. 4. pp. 121–129. DOI: 10.54861/27131211_2024_4_121.

The article was submitted to the editorial office: 14/04/2024. Approved after review: 29/04/2024. Accepted for publication: 30/04/2024.

Введение

Современный опыт организации клиринговой инфраструктуры на рынке ценных бумаг свидетельствуют о том, что в развитых экономиках применяются преимущественно модель совместимого клиринга (interoperability model) и модель предпочтительного клиринга (user choice model) [3]. Действительно, в западных странах распространенным методом антимонопольного регулирования является обеспечение

скоординированности клиринговой деятельности. Модель скоординированного клиринга представляет собой консенсуальную модель между моделью монопольного клиринга (sole CCP model) и моделью конкуренции (моделью нескоординированного клиринга). В настоящее время на европейском рынке функциональная совместимость обеспечивается между Cboe Clear, LCH Ltd, SIX x-clear (рис. 1). Центральные контрагенты действуют на рынках Швеции (Nasdaq Stockholm), Финляндии (Nasdaq Helsinki), Дании (Nasdaq Copenhagen) [10], Норвегии (Euronext Oslo) [11], Великобритании (London Stock Exchange) [7] и Швейцарии (SIX Swiss Exchange) [9].

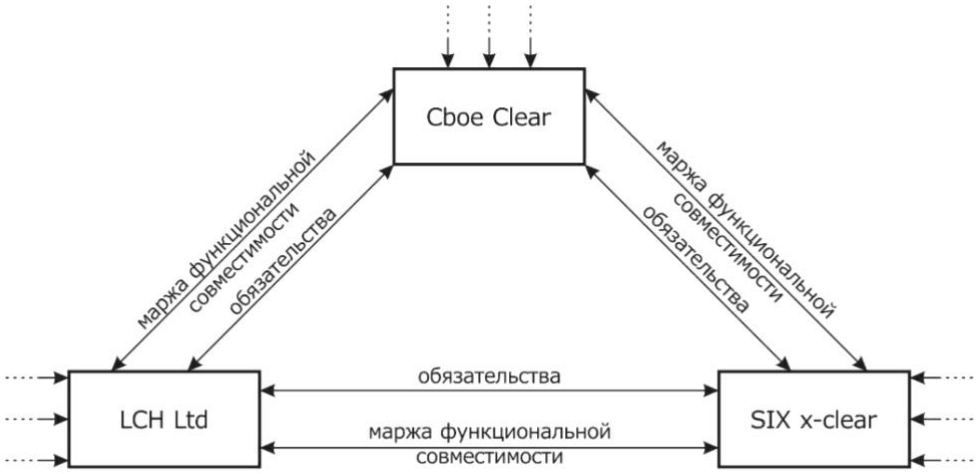


Рис. 1. Функциональная совместимость между Cboe Clear, LCH Ltd, SIX x-clear

Источник: составлено автором

Развивающиеся экономики постепенно переходят от модели нескоординированного клиринга к модели совместимого клиринга (рис. 2). На рынке Аргентины центральные контрагенты ByMA и MAE-Clear с 2018 г. функционально совместимы [6]. В Индии с 2018-2019 гг. деятельность CCIL и NSE Clearing и также отличается скоординированностью [8].

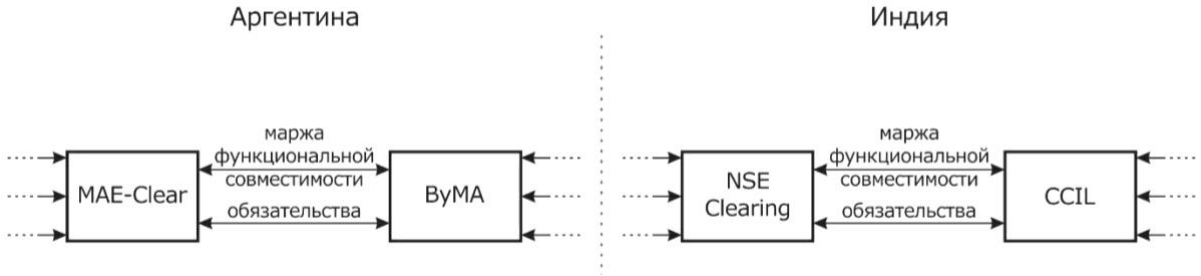


Рис. 2. Функциональная совместимость между ByMA и MAE-Clear (слева) и между CCIL и NSE Clearing (справа)

Источник: составлено автором

В настоящее время на российском рынке, в отличие от рынка европейского, используются традиционные методы антимонопольного регулирования клиринговой деятельности. В рамках настоящего исследования поднимается проблема обеспечения функциональной совместимости между центральными контрагентами, действующими на отечественном рынке ценных бумаг.

Материалы и методы

Информационная база исследования включает электронные ресурсы (официальные сайты) торговых и постторговых институтов финансового рынка, а также авторскую базу данных. В рамках настоящей научной статьи применяются общенаучные методы исследования. Основным методом исследования является метод сравнительного анализа.

Результаты и обсуждение

Для цели обеспечения совместимости центральные контрагенты «НКЦ» и «СПБ Клиринг» должны установить одноранговую связь (рис. 3). Совместимость между клиринговыми организациями позволит участникам клиринга консолидировать в одном центральном контрагенте обеспечение под исполнение обязательств независимо от биржи, на которой осуществляется торговля. Модель предполагает взаимодействие между «НКЦ» и «СПБ Клиринг», которое позволяет участнику одного центрального контрагента использовать «домашнюю» клиринговую организацию для клиринга сделок, заключенных с участником другого центрального контрагента. Таким образом, участники рынка получают доступ к «НКЦ» и «СПБ Клиринг», подключенным к разным биржам, и при этом имеют членство только в одном центральном контрагенте.

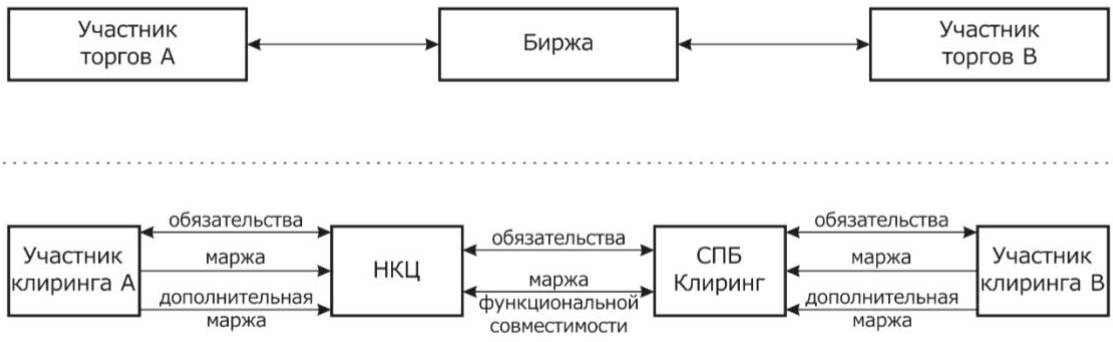


Рис. 3. Функциональная совместимость между «НКЦ» и «СПБ Клиринг»
Источник: составлено автором

Участники рынка должны назначить центрального контрагента в зависимости от сегмента рынка ценных бумаг. Другими словами, у участника клиринга может быть один центральный контрагент для кассового рынка и другой – для срочного рынка. Однако в то же время участники клиринга наделяются правом сохранить клиринговое членство в нескольких клиринговых организациях по своему усмотрению.

Модель совместимого клиринга смягчает проблему «too big to fail», поскольку рынок сохраняется в фрагментированном состоянии. Кроме того, конкурирующие центральные контрагенты пользуются эффектом масштаба, однако при этом не приобретают монопольную власть над отраслью. Модель скоординированного клиринга имеет преимущества по сравнению с моделью клиринга нескоординированного.

Во-первых, функциональная совместимость позволит участникам клиринга проводить клиринг по сделкам, заключенным на «Московской бирже» и «СПБ Бирже», через одного центрального контрагента – «НКЦ» или «СПБ Клиринг». Таким образом, обеспечение под исполнение обязательств и коллективное клиринговое обеспечение депонируются у одного центрального контрагента, а не распределяются в клиринговых организациях каждой биржи. В результате повышается эффективность использования ликвидных активов за счет снижения их фрагментации.

Во-вторых, благодаря положительному сетевому эффекту повышаются возможности зачета взаимных требований и, следовательно, снижается кредитный риск. В условиях отсутствия функциональной совместимости, если рынок не разделится на два сегмента, которые не будут заключать сделки друг с другом, участники рынка должны быть участниками клиринга двух центральных контрагентов и, соответственно, принимать кредитный риски обоих центральных контрагентов (при ограниченных возможностях зачета взаимных требований).

В-третьих, функциональная совместимость позволит участникам клиринга упростить процедуры взаимодействия с постторговой инфраструктурой. Вместо организации взаимодействия с двумя центральными контрагентами участники клиринга могут поддерживать связь только с приоритетным. В-четвертых, гибкость, доступная участникам рынка при выборе центрального контрагента, повышает конкурентоспособность клиринговых организаций, поскольку участники клиринга могут выбрать центрального контрагента, который предлагает более предпочтительные условия. В результате должны снизиться издержки и перераспределиться объемы клиринга между клиринговыми организациями.

Для цели обеспечения эффективной функциональной совместимости «НКЦ» и «СПБ Клиринг» должна учитываться проблема взаимных рисков между центральными контрагентами. Функциональная совместимость приводит к тому, что центральные контрагенты принимают на себя риски друг друга. Поскольку неплатежеспособность одной клиринговой организации может поставить под угрозу платежеспособность другой, процедуры риск-менеджмента центральных контрагентов должны быть усовершенствованы.

Во-первых, соглашения о функциональной совместимости должны обеспечиваться маржой функциональной совместимости (inter-CCP margin, interoperability margin), которую центральные контрагенты перечисляют друг другу и которая является платой участников клиринга (additional margin) за совместимость центральных контрагентов.

Во-вторых, при обмене маржой функциональной совместимости должен учитываться риск ликвидности (вероятность несвоевременности платежа). В этой связи методологии расчета риска ликвидности должны быть гармонизированы. В-третьих, методологии уровней защиты центральных контрагентов должны учитывать потенциальную неплатежеспособность совместимых центральных контрагентов. Проблема принимает принципиальное значение, когда маржа функциональной совместимости не покрывает убытки, понесенные в результате неисполнения обязательств участником совместимого центрального контрагента.

В-четвертых, между центральными контрагентами должны устанавливаться лимиты риска концентрации. В-пятых, центральный контрагент и его члены должны быть в полной мере осведомлены о процессах управления рисками в совместимом центральном контрагенте. В этой связи между клиринговым организациями должна быть организована соответствующая технологическая и информационная инфраструктура.

Продуктовая неоднородность бирж (табл. 1), а также гетерогенность процедур риск-менеджмента (табл. 2) являются препятствиями для обеспечения функциональной совместимости между «НКЦ» и «СПБ Клиринг».

Таблица 1

Продуктовая специализация «Московской биржи» и «СПБ Биржи»

Инструмент	Московская биржа	СПБ Биржа
Российские ценные бумаги		
Обыкновенные и привилегированные акции	241	30
ОФЗ, РО, МО, ОБР	165	-
Корпоративные и биржевые облигации	2061	19
Инвестиционные паи	181	2
Депозитарные расписки на акции	-	-
Ипотечные сертификаты участия	1	-
Иностранные ценные бумаги		
Обыкновенные и привилегированные акции	628	1873
Облигации государств	-	17
Корпоративные еврооблигации	180	7
Депозитарные расписки на акции	27	52
Еврооблигации МинФина	13	1
Примечание. Облигации иностранных государств (14) доступны на внебиржевом сегменте Московской биржи (OTC: облигации с ЦК – двусторонние внебиржевые сделки).		

Источник: составлено автором по материалам [1; 5]

Кроме того, в условиях обеспечения функциональной совместимости между центральными контрагентами представляет проблему высокоскоростная предварительная проверка обеспечения, применяемая

обоими институтами. «Московская биржа» специализируется на российских ценных бумагах, в то время как «СПБ Биржа» – на иностранных ценных бумагах. Динамические и статические риск-параметры, используемые для оценки рыночных и процентных рисков ценных бумаг и расчета размера обеспечения, не гомогенны, то есть не однородны по происхождению.

Гетерогенность процедур риск-менеджмента на «Московской бирже» и «СПБ Бирже» проявляется в следующем:

– в «НКЦ», в отличие от «СПБ Клиринг», действует единый пул обеспечения на фондовом, валютном и срочном рынках;

– в «НКЦ» и «СПБ Клиринг» отличаются системы использования обеспечения и капитала при дефолте одного или нескольких участников клиринга.

Таблица 2

Системы использования обеспечения и капитала при дефолте одного или нескольких участников клиринга «НКЦ» и «СПБ Клиринг»

<table>
<tr><th>№</th><th>Каскадная модель «НКЦ»</th><th>№</th><th>Каскадная модель «СПБ Клиринг»</th></tr>
<tr><td>VI</td><td>Распределение убыток и позиций между добросовестными участниками</td><td rowspan="2">VIII</td><td rowspan="2">Уменьшение размера обязательств по возврату средств обеспечения добросовестным участникам клиринга на рынке на общую сумму, равную оставшейся погашенной задолженности должника, путем увеличения требования по доп. обеспечению добросовестных участников на рынке</td></tr>
<tr><td>V</td><td>Дополнительный капитал клирингового центра</td></tr>
<tr><td rowspan="2">IV</td><td rowspan="2">Взносы добросовестных участников в Гарантийный фонд</td><td>VII</td><td>Взносы участников клиринга, не являющихся должниками, в гарантийный фонд на рынке</td></tr>
<tr><td>VI</td><td>Взносы гарантов в специальный Гарантийный фонд на рынке</td></tr>
<tr><td>III</td><td>Выделенный капитал клирингового центра</td><td>V</td><td>Выделенный капитал клирингового центра</td></tr>
<tr><td rowspan="2">II</td><td rowspan="2">Взнос дефолтера в гарантийный фонд</td><td>IV</td><td>Взносы должника в Гарантийные фонды на других рынках</td></tr>
<tr><td>III</td><td>Средства обеспечения должника на других рынках</td></tr>
<tr><td rowspan="2">I</td><td rowspan="2">Обеспечение дефолтера и под стресс</td><td>II</td><td>Взносы должника в Гарантийные фонды на рынке</td></tr>
<tr><td>I</td><td>Средства обеспечения должника на рынке</td></tr>
</table>

Источник: составлено автором по материалам [2, с. 53-54; 4]

Обеспечение функциональной совместимости будет являться оправданным при подтверждении окупаемости капиталовложений (при наличии соответствующего рыночного спроса) и гармонизации процедур риск-менеджмента центральных контрагентов.

Заключение

По результатам проведенного исследования заключено, что модель скоординированной клиринговой деятельности является перспективной моделью организации клиринговой инфраструктуры на фондовом рынке

России, однако труднореализуемой в краткосрочной перспективе. Действительно, при трансформации от модели нескоординированного клиринга к модели совместимого клиринга произойдет консолидация клиринговой функции в одном центральном контрагенте в зависимости от сегмента рынка для каждого участника клиринга. В результате не только повысится эффективность использования капитала и снизится кредитный риск, но и усилится конкуренция между действующими на рынке клиринговыми организациями. Тем не менее, гетерогенность процедур риск-менеджмента, а также продуктовая неоднородность бирж являются препятствиями для обеспечения функциональной совместимости между центральными контрагентами.

Литература

1. Инструменты фондового рынка // MOEX URL: https://www.moex.com/msn/stock-instruments.
2. НКО-ЦК «СПБ Клиринг». Правила осуществления клиринговой деятельности // Протокол № 13/2022 от «29» июля 2022 г. Москва: Совет Директоров НКО-ЦК «СПБ Клиринг», 2022. 150 с.
3. Свидетельство о государственной регистрации базы данных № 2023624787 Российская Федерация. База данных классификации моделей организации постторговой инфраструктуры финансового рынка в 105 странах мира : № 2023624681 : заявл. 05.12.2023 : опубл. 20.12.2023 / А. Апостолов.
4. Управление рисками // MOEX URL: https://www.moex.com/s1541.
5. Ценные бумаги // СПБ Биржа URL: https://spbexchange.ru/stocks/.
6. BYMA y MAE firman acuerdo para la liquidación de operaciones entre mercados // ByMA URL: https://www.byma.com.ar/noticias/byma-y-mae-firman-acuerdo-para-la-liquidacion-de-operaciones-entre-mercados/.
7. CCP Interoperability // LCH URL: https://www.lch.com/services/equityclear/equityclear-ltd/essentials/ccp-interoperability.
8. Circular inter-operability // NSE URL: https://www.nseindia.com/nse-clearing/interoperability-circulars.
9. General Clearing Members // Six-Group URL: https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/trading/participation/reporting-and-general-clearing-members.html.
10. Nasdaq Nordic Post-Trade Arrangements in Cash Markets // Nasdaq URL: https://www.nasdaq.com/solutions/post-trade-arrangements.
11. Preffered Clearing: Euronext // Cboe Clear URL: https://clear.cboe.com/europe/services/equities/preferred_clearing/euronext/.

References

1. Instrumenty fondovogo rynka // MOEX URL: https://www.moex.com/msn/stock-instruments.

2. NKO-CK «SPB Kliring». Pravila osushchestvleniya kliringovoj deyatel'nosti // Protokol № 13/2022 ot «29» iyulya 2022 g. Moskva: Sovet Direktorov NKO-CK «SPB Kliring», 2022. 150 s.

3. Svidetel'stvo o gosudarstvennoj registracii bazy dannyh № 2023624787 Rossijskaya Federaciya. Baza dannyh klassifikacii modelej organizacii posttorgovoj infrastruktury finansovogo rynka v 105 stranah mira : № 2023624681 : zayavl. 05.12.2023 : opubl. 20.12.2023 / A. Apostolov.

4. Upravlenie riskami // MOEX URL: https://www.moex.com/s1541.

5. Cennye bumagi // SPB Birzha URL: https://spbexchange.ru/stocks/.

6. BYMA y MAE firman acuerdo para la liquidación de operaciones entre mercados // ByMA URL: https://www.byma.com.ar/noticias/byma-y-mae-firman-acuerdo-para-la-liquidacion-de-operaciones-entre-mercados/.

7. CCP Interoperability // LCH URL: https://www.lch.com/services/equityclear/equityclear-ltd/essentials/ccp-interoperability.

8. Circular inter-operability // NSE URL: https://www.nseindia.com/nse-clearing/interoperability-circulars.

9. General Clearing Members // Six-Group URL: https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/trading/participation/reporting-and-general-clearing-members.html.

10. Nasdaq Nordic Post-Trade Arrangements in Cash Markets // Nasdaq URL: https://www.nasdaq.com/solutions/post-trade-arrangements.

11. Preffered Clearing: Euronext // Cboe Clear URL: https://clear.cboe.com/europe/services/equities/preferred_clearing/euronext/.