



Денис Гаригов

Заместитель директора Департамента фондового рынка
ЗАО ММВБ

НОВАЯ УСЛУГА НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ ММВБ: СОВЕРШЕНИЕ СДЕЛОК НА УСЛОВИЯХ ПРОСТОГО КЛИРИНГА И ПРОВЕДЕНИЕ РАСЧЕТОВ ПО НИМ В ХОДЕ ТОРГОВОГО ДНЯ

ОСНОВНЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ И ФАКТОРЫ ВЛИЯНИЯ

В I кв. 2008 г. ЗАО ММВБ совместно с Фондовой биржей ММВБ, НДЦ и ЗАО «Расчетная палата ММВБ» завершило подготовительные работы по внедрению нового дополнительного сервиса для участников фондового рынка, и с 17 марта 2008 г. Группа ММВБ обеспечивает своим клиентам возможность совершения сделок и исполнения по ним обязательств на условиях простого клиринга. Простой клиринг, согласно Положению о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг РФ, означает определение обязательств участника клиринга и расчеты по каждой совершенной им сделке в отдельности, т. е. без использования неттинга. Расчеты по сделкам, включаемым в простой клиринг, проводятся на валовой основе (на условиях *trade by trade*, или «сделка за сделкой») уже в ходе торгового дня, а не по его окончании в рамках общего клирингового пула. При этом обязательно контролируется соблюдение принципа «поставка против плате-

жа» (тип *DVP* 1 по международной классификации).

По новой технологии уже прошли первые сделки (только за первую неделю торгов совокупный объем таких сделок составил почти 6 млрд руб.), причем процесс расчетов по ним в ходе торгов занимал около 1 минуты. Это означает, что совершение сделки на Бирже на условиях простого клиринга и проведение соответствующих транзакций по ценным бумагам в расчетном депозитарии (НДЦ) и по денежным средствам в расчетной организации (ЗАО «Расчетная палата ММВБ») осуществляются фактически в режиме реального времени.

До 17 марта текущего года расчеты по всем сделкам, совершаемым на Фондовой бирже ММВБ, проводились после окончания торгового дня и единого неттинга, а заканчивались ближе к 19:00 по московскому времени. Такая технология проведения расчетов позволяла участникам рынка получить экономический эффект от неттирования их обязательств — чем больший объем сделок включается в процедуру неттинга, тем выше коэффициент неттинга и меньше размер «чис-

тых» обязательств к исполнению (нетто-обязательств)¹. Вместе с тем такая схема предопределяла невозможность для участников рынка использовать на других биржевых или внебиржевых рынках активы, приобретенные в ходе торгового дня на Фондовой бирже ММВБ, до момента завершения торгов. Разумеется, вывести ценные бумаги и денежные средства с торговых счетов в ходе биржевых торгов можно было и раньше. Однако размер такого списания не мог превышать величину предварительно зарезервированных для торгов соответствующих активов на торговом счете (к тому же за вычетом сумм тех активов, которые составляют обеспечение открытых позиций участников по активным заявкам, совершенным сделкам и зарегистрированным отчетам на исполнение в течение текущего дня).

Отсутствие внутрಿದневных клиринговых сессий на фондовом рынке ММВБ (неудачный опыт введения которых в 2006 г. достаточно широко обсуждался) создавало для многих участников дополнительное препятствие для управления ликвидностью в ходе

¹ Коэффициент неттинга по денежным средствам на фондовом рынке (отношение разницы между валовыми обязательствами участников и их суммарных нетто-обязательств к валовым обязательствам) в течение последнего года не опускался ниже 90%. Это означает, что суммарные нетто-обязательства всех участников, калькулируемые в результате многостороннего неттинга, в 10 раз меньше размера их валовых обязательств. Коэффициент неттинга по ценным бумагам зависит от уровня ликвидности инструмента. Тем не менее по наиболее ликвидным акциям коэффициент неттинга, как правило, превышает 60%. Таким образом, объем нетто-обязательств по таким акциям в среднем в 2,5 раза меньше величины валовых обязательств.



торгового дня². В качестве одного из примеров, подтверждающих негативное влияние такой ситуации на бизнес участников рынка, можно вспомнить о существовавшей (до внедрения на фондовом рынке ММВБ простого клиринга) фактической невозможности использования в рамках одного торгового дня ценных бумаг из Ломбардного списка Банка России, приобретаемых участниками рынка на Фондовой бирже ММВБ, в операциях рефинансирования Банка России. Причина этого заключалась в имевшихся ограничениях на переводы ценных бумаг в ходе торгового дня с торговых разделов «для клиринга на фондовом рынке ММВБ» в торговые разделы «для торгов на рынке ГЦБ» (обратные переводы не были редкостью в силу того, что на рынке ГЦБ уже несколько лет проводятся внутрисуточные клиринговые сессии).

Очевидно, что в связи с существенным расширением масштабов биржевого фондового рынка на ММВБ в последние годы, приходом на рынок новых категорий участников и инвесторов, появлением нового продуктового ряда проведение единого клиринга и расчетов по совершенным сделкам только после завершения торгов (как это было предусмотрено еще на стадии становления рынка более 10 лет назад) стало достаточно узким местом.

Особую актуальность использованию простого клиринга по биржевым сделкам придает продолжающийся кризис ликвидности. Его отражением стали и качественные сдвиги на рынке РЕПО на Фондовой бирже ММВБ в конце 2007 — начале 2008 г. В частности, резко выросла доля сделок РЕПО, совершаемых без контроля обеспечения в момент заклю-

чения сделок (главным образом, используется код расчетов SO). Если в начале 2007 г. таких сделок на Фондовой бирже ММВБ было около 4% (с долей в торговом обороте РЕПО менее 5%), то за первые 2 месяца 2008 г. количество «необеспеченных» сделок РЕПО превысило 17% от всех совершаемых сделок РЕПО на Бирже (а их доля в торговом обороте составляет уже более 30%). Такая технология позволяет участникам рынка сначала заключить сделку, а уже затем обеспечивать ее фондирование. Следует также отметить, что указанная тенденция наблюдается на фоне значительного роста объемов биржевого рынка РЕПО: среднесуточное значение объема всех совершаемых сделок РЕПО с акциями и облигациями на Фондовой бирже ММВБ достигло 140 млрд руб.

² В той или иной форме вопрос проведения нескольких клиринговых сессий на биржевом фондовом рынке ММВБ в ближайшие 1–2 года еще потребует своего положительного решения.

НОВОСТИ

Центральные депозитарии подготовили совместный проект для повышения эффективности обработки постторговых операций в Европе

Семь лидирующих центральных депозитариев — *Clearstream Banking AG Frankfurt* (Германия), *Hellenic Exchanges S.A.* (Греция), *IBERCLEAR* (Испания), *Oesterreichische Kontrollbank AG* (Австрия), *SIS SegalInterSettle AG* (Швейцария), *VP Securities Services* (Дания) и *VPS* (Норвегия) — 2 апреля 2008 г. подписали договор о создании совместного проекта «Объединение рынков» для повышения эффективности и снижения издержек при обработке трансграничных сделок с ценными бумагами в Европе.

Инициатива «Объединение рынков» является ответом на изменение ситуации на рынке и нацелена на продвижение упрощенного трансграничного бизнеса, что было предписано Лиссабонским планом. Улучшение операционного взаимодействия между центральными депозитариями и предоставление единой точки входа для клиентов приведет к существенному снижению расходов.

Проект «Объединение рынков» создаст единую инфраструктуру, которая позволит легко установить междепозитарные связи между рынками центральных депозитариев и предоставит эффективные возможности для обработки трансграничных сделок. За счет присоединения к единой инфраструктуре каждый из центральных депозитариев, участвующих в проекте, получит доступ к услугам других причастных центральных депозитариев по всем классам активов (кроме производных инструментов). Проект абсорбирует любые различия в стандартах соединения по всем рынкам, используя при этом уже существующую инфраструктуру и процессы центральных

депозитариев. В результате данное решение может быть внедрено быстро и с наименьшей адаптацией участвующих в проекте рынков.

Проект «Объединение рынков», который планируется запустить в первой половине 2009 г., будет содействовать текущим европейским инициативам, таким как *MiFID*, Европейский кодекс поведения по клирингу и расчетам и *TARGET2-Securities*. Он будет способствовать созданию более эффективного европейского рынка ценных бумаг, предоставляя органичный и экономичный доступ и возможности для взаимодействия, интегрируя процессы и гармонизируя процедуры по всем рынкам, участвующим в проекте.

Клиенты выиграют от единой точки доступа к почти 50% европейского рынка ценных бумаг, и им будут предоставлены высококачественные услуги по расчетам и хранению. Централизованный доступ, основанный на существующей локальной инфраструктуре центральных депозитариев, способствует снижению стоимости трансграничных сделок и экономии от гармонизации процедур.

Семь центральных депозитариев, принимающих участие в проекте, в 2006 г. провели 156 млн транзакций, что составляет почти 50% европейского рынка ценных бумаг; стоимость активов на хранении — 12 трлн евро.

Центральные депозитарии предоставляют на локальных рынках услуги по обработке сделок после торгов. Основные задачи включают расчеты по сделкам с ценными бумагами, хранение и управление ценными бумагами, учитываемыми в интересах клиентов.



Немаловажно также и то, что внедрение услуги по проведению простого клиринга и прямых расчетов по сделкам в ходе торгов на фондовом рынке ММВБ не только предоставляет участникам новые возможности по гибкому управлению внутридневной ликвидностью, но и обеспечивает новую схему ускоренных расчетов по сделкам в ходе первичного размещения или выкупа ценных бумаг.

ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ И УСЛОВИЯ ПРИМЕНЕНИЯ НОВОГО СЕРВИСА

Совершение сделок на условиях простого клиринга в настоящее время обеспечивается только в адресных режимах торговли Фондовой биржи ММВБ: в модифицированных режимах торгов РЕПО, в режиме переговорных сделок и в режимах торгов «Размещение: адресные заявки», «Выкуп: адресные заявки». Для заключения сделки на условиях простого клиринга на Бирже предусмотрен новый код расчетов Z0, который должны определить оба контрагента по сделке. Таким образом, услуга простого клиринга задействуется только при обоюдном согласии сторон по сделке.

Совершение сделки РЕПО с кодом расчетов Z0 означает, что простой клиринг будет применяться только по первой части этой сделки, т. е. расчеты по первой ее части пройдут незамедлительно (в течение ближайших минут) после ее заключения на Бирже. Вторая же часть сделки РЕПО с кодом расчетов Z0 может быть исполнена либо на условиях простого клиринга, либо на условиях многостороннего клиринга (по обычной процедуре) — все определяется договоренностью контрагентов по сделке.

В целях обеспечения участникам рынка возможности инициировать простой клиринг не на стадии совершения сделки на Бирже, а на этапе исполнения по ней обязательств в Системе клиринга ЗАО ММВБ на фондовом рынке предусмотрен новый вид отчета на исполнение — Срочный отчет на исполнение. Регистрация такого отчета по сделке обоими ее контрагентами определяет включение обязательств по такой сделке в простой клиринг и незамедлительное проведение расчетов по ней на валовой основе.

Срочные отчеты на исполнение могут применяться не только по вторым частям сделок РЕПО, но и по сделкам адресных режимов торгов с кодами расчетов B0—B30, т. е. по сделкам, которые были ранее заключены без проведения процедуры контроля обеспечения и предусматривали форвардное (отложенное во времени) исполнение по ним обязательств. Кроме того, Срочные отчеты на исполнение доступны для использования и при исполнении первых частей сделок РЕПО с кодом расчетов S0—S2, которые, как уже отмечалось ранее, получают все большее распространение на рынке.

Следует особо обратить внимание на то, что подача Срочного отчета на исполнение одним контрагентом и подача обычного Отчета на исполнение другим контрагентом не приведут к исполнению обязательства по сделке. При этом виновной стороной, действия которой привели к неисполнению обязательств по сделке, согласно биржевым правилам, будет признана та сторона, которая подала Срочный отчет на исполнение. Для исключения подобной несогласованности в действиях сторон была введена новая версия удаленного рабочего места участника рынка, позволяющая раскрывать информацию о действиях его контрагентов по адресным сделкам в ходе их исполнения.

Возможность подачи Срочных отчетов на исполнение реализована в последних версиях рабочих мест *MICEX Trade SE* (версия 3.2, сборка 7) и фирмы *CMA* (версия 3.22). Для совершения сделок с кодом расчетов Z0 новые рабочие места не требуются.

Время заключения сделок с кодом расчетов Z0 и регистрации Срочных отчетов на исполнение ограничено пределами 10:00—17:00 по московскому времени.

Новая услуга ММВБ ориентирована прежде всего на сегмент крупных сделок, поэтому на первом этапе применение простого клиринга на фондовом рынке ограничено сделками, минимальный объем которых равен или превышает 10 млн руб.

КОНТРОЛЬ ОБЕСПЕЧЕНИЯ

Сделки, включаемые в простой клиринг (на стадии либо их совершения, ли-

бо регистрации срочных отчетов на исполнение), проходят контроль достаточности их обеспечения на условиях фактического полного преддепонирования и полной предоплаты. В момент подачи заявки на заключение сделки с кодом расчетов Z0, а также регистрации Срочного отчета на исполнение проводится процедура контроля обеспечения — в пределах минимального значения из контрольной и плановой позиций по денежным средствам для покупателя (или позиций депо для продавца). Контрольная позиция отражает количество зарезервированных денежных средств (или ценных бумаг) на торговых счетах в Расчетной палате ММВБ (торговых разделах в НДЦ) за вычетом величины денежных средств (ценных бумаг), требуемых для исполнения обязательств:

- по активным заявкам в Системе торгов Биржи с кодом расчетов Z0;
- по заключенным сделкам с кодом расчетов Z0 и/или по зарегистрированным Срочным отчетам на исполнение сделок, расчеты по которым еще не завершены.

Таким образом, в отличие от иных сделок, совершать которые можно с обеспечением активами по еще нерассчитанным сделкам³, технология простого клиринга предусматривает, что совершение сделки с возникновением обязательства по денежным средствам должно обеспечиваться зарезервированными денежными средствами на торговых счетах в Расчетной палате ММВБ, а совершение сделки с возникновением обязательства по ценным бумагам — зарезервированными соответствующими ценными бумагами на торговых разделах в НДЦ.

ТАРИФНАЯ ПОЛИТИКА

Действующие ставки комиссионного вознаграждения ЗАО ММВБ за клиринговое обслуживание по сделкам с ценными бумагами дифференцированы в зависимости от актива, с которым проводятся операции (акции, облигации, паи), а также от вида сделки, совершенной в том или ином режиме торгов на Фондовой бирже ММВБ. Учитывая, что проведение простого клиринга по сделкам с ценными бумагами является дополнительной услу-

³ Использование полного предварительного резервирования денежных средств и ценных бумаг, как основного способа обеспечения исполнения обязательств на фондовом рынке ММВБ при проведении многостороннего клиринга, не означает требования полной предоплаты по денежным средствам или полного преддепонирования ценных бумаг, когда участники рынка получают возможность совершать сделки только в пределах тех активов, которые зарезервированы ими для торгов. Действующие механизмы установления и ведения лимитов (позиций) по денежным средствам и по ценным бумагам в Системе клиринга ММВБ в ходе торгов позволяют участникам использовать для контроля обеспечения актива, полученные ими в позицию по еще нерассчитанным (неисполненным) сделкам, но уже прошедшим контроль обеспечения, т. е. либо по сделкам, совершенным в ходе текущей торговой сессии на Бирже на условиях полного контроля обеспечения, либо по сделкам, включенным в клиринговый пул текущего дня через подачу обоими контрагентами отчетов на исполнение в Систему клиринга. Таким образом, участник торгов даже при отсутствии акций X на его торговом разделе счета депо в депозитории может совершить сделку продажи этих ценных бумаг в основном (анонимном) режиме торгов, если до этого в ходе текущего торгового дня на Фондовой бирже ММВБ он заключил сделку по их покупке на условиях полного контроля обеспечения либо если он и его контрагент-продавец по другой, ранее заключенной сделке с акциями X зарегистрировали в Системе клиринга ММВБ Отчеты на ее исполнение текущим днем.

гой, ориентированной в первую очередь на крупные сделки (объем которых превышает 10 млн руб.), на базе действующей структуры Тарифов ЗАО ММВБ за клиринговое обслуживание участников клиринга установлено:

- при заключении сделки с кодом расчетов Z0 сумма клиринговой комиссии для каждой стороны по сделке дополнительно увеличивается на 0,003% от объема сделки;

- ставка комиссионного вознаграждения ЗАО ММВБ за регистрацию Срочного отчета на исполнение установлена в размере 0,003% от объема сделки (для сделок РЕПО — от объема соответствующих обязательств/требований по денежным средствам по первой/второй части сделки РЕПО) с каждой стороны по сделке.

Кроме того, для сделок с облигациями, заключаемых на Фондовой бирже ММВБ в режиме переговорных сделок, введено ограничение на максимально допустимую величину клиринговой комиссии по одной сделке с кодом расчетов Z0 в размере 800 руб. с каждой стороны по сделке. Для сделок РЕПО с кодом расчетов Z0 минимальный уровень ставки клиринговой комиссии установлен в размере 30 руб. с каждой стороны по сделке.

Другие виды тарифов (комиссия Фондовой биржи ММВБ и вознаграждение ЗАО ММВБ по договорам о предоставлении интегрированного технологического сервиса (ИТС)) практически не изменились и будут применяться по сделкам, включаемым в простой клиринг, в обычном размере. Исключение составляют только сделки РЕПО с кодом расчетов Z0 — по таким сделкам введена минимальная ставка вознаграждения по ИТС в размере 7 руб.

Система клиринга и расчетов по сделкам является одной из важнейших характеристик качества рынка, определяющих ликвидность и привлекательность работы на нем. В качестве важнейшего принципа запуска новой технологии простого клиринга на фондовом рынке ММВБ следует отметить внедрение нового сервиса не через замещение новым сервисом старого, а путем создания опциональных условий для применения разных услуг. В связи с этим очевидно, что востребованность новой системы исполнения обязательств по совершаемым сделкам со стороны участников рынка будет напрямую зависеть от их готовности «настроить» собственные процедуры торговых и бэк-офисных операций с учетом нового сервиса, предоставляемого Группой ММВБ. ■



КОММЕНТАРИЙ СПЕЦИАЛИСТА

Галина Аксенова

Начальник Управления взаимодействия с торговыми, клиринговыми и расчетными системами НДЦ

ЗАПУСК ПРОСТОГО КЛИРИНГА НА ММВБ — ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЙ МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ

Идея внедрения на ММВБ механизма простого клиринга (расчет сделок на валовой основе, или «сделка за сделкой») родилась несколько лет назад. Цель — предоставить участникам клиринга дополнительный механизм управления ликвидностью, позволяющий осуществить адресную сделку, по которой расчеты и окончательная поставка активов будут совершены до сеанса многостороннего клиринга, происходящего по окончании торгового дня. Это позволяет сократить период резервирования, в течение которого активы, с которыми совершаются сделки, не могут быть выведены из клиринговой системы ММВБ. Данная возможность особенно актуальна в период кризиса ликвидности, с которым российские профучастники столкнулись в настоящий период. Запуск простого клиринга, возможно, и не состоялся бы вообще, если бы был успешно реализован проект организации промежуточной клиринговой сессии, решавший во многом схожие задачи. Но, поскольку дополнительная клиринговая сессия в середине дня породила достаточно много проблем для участников, особенно для тех, кто осуществляет маржинальные сделки, от ее внедрения отказались. В результате был завершен проект простого клиринга.

Для участников рынка, а также для НДЦ, аудит которого ежегодно проводит международная рейтинговая компания *Thomas Murray*, это знаменательное событие. Следует отметить, что общий рейтинг НДЦ, который в прошлом году был установлен на уровне А+ («низкая степень риска»), складывается не только из показателей операционной и финансовой надежности и устойчивости самой компании, но и из показателей Группы ММВБ в целом. В связи с этим очень важны любые позитивные изменения в технологии проведения торгов и клиринга, по итогам которых происходит движение ценных бумаг по счетам депонентов в НДЦ.

Одним из факторов, снижающих потенциальную возможность повышения рейтинга НДЦ, является используемая на ММВБ система 100%-ного преддепонирования ценных бумаг на торговых разделах. Считается, что чем продолжительнее клиринговая сессия, основанная на подобной системе, тем выше риск резервирования активов. Депонент утрачивает контроль над своими ценными бумагами и денежными средствами на длительный период времени, в течение которого они блокируются в депозитории и в платежной системе до проведения расчетов по итогам сделок с этими ценными бумагами.

Благодаря внедрению механизма простого клиринга депонент при необходимости сможет сократить продолжительность расчетов и таким образом уменьшить период резервирования (преддепонирования) активов. Тем самым клиринговая и расчетная системы предоставляют участникам инструмент для управления риском резервирования активов.

Окончательный расчет по сделке осуществляется в течение нескольких минут после получения НДЦ и РП ММВБ соответствующих поручений от ММВБ. НДЦ в свою очередь немедленно направляет депоненту отчет о проведенных в результате простого клиринга зачислениях или списаниях ценных бумаг. Получив подобный отчет, депонент может инициировать операцию вывода данных ценных бумаг с торгового раздела. Для этого необходимо направить в НДЦ поручение, которое будет исполняться в режиме динамического списания. Напомним, что между НДЦ и ММВБ установлено взаимное действие, которое позволяет в режиме реального времени осуществить в период торгов дополнительное зачисление ценных бумаг на торговые разделы либо их списание. При этом списание возможно после получения НДЦ разрешения от ММВБ. Для ценных бумаг, зачисленных покупателем на торговый раздел по итогам проведения простого клиринга, подобное разрешение практически гарантировано, поскольку автоматически в системе клиринга происходит увеличение начальной позиции по ценным бумагам, в пределах которой допускается вывод активов из системы.

Первые несколько недель с момента начала расчетов на основе простого клиринга показали, что депоненты используют данный сервис, он им необходим. В то же время хотелось бы подчеркнуть, что наличие простого клиринга не может гарантировать полного отсутствия для депонентов риска резервирования активов. Необходимо начать разработку системы, позволяющей отказаться от 100%-ного преддепонирования ценных бумаг и резервирования денежных средств, т. е. такой системы, которая в наибольшей степени соответствовала бы мировым стандартам. Конечно, снижая одни виды рисков, мы увеличиваем другие, прежде всего кредитные риски и риски взаимодействия контрагентов. Но для управления данными видами рисков в мировой практике применяются достаточно эффективные меры, в том числе использование центрального контрагента, кредитование ценными бумагами и др. Естественно, все новое внедрять непросто, но без этого российскому фондовому рынку будет сложно позиционировать себя в качестве мирового финансового центра.

