



Кристиан Росслер

Старший вице-президент *Clearstream International S.A.*

## ЦЕНТРАЛИЗОВАННАЯ СИСТЕМА ОКАЗАНИЯ УСЛУГ ПО УПРАВЛЕНИЮ РИСКАМИ И ЛИКВИДНОСТЬЮ ДЛЯ УЧАСТНИКОВ РЫНКА

Показатели рынка обеспечения Deutsche Börse Group, а точнее, Clearstream Banking в Люксембурге и Франкфурте, свидетельствуют о том, что операции по отбору, учету и оценке/переоценке активов обеспечения (Collateral Management) стали одним из наиболее динамично развивающихся сегментов международных рынков ценных бумаг, в особенности после начала кризиса на рынке ипотечного кредитования в сегменте subprime кредитов.

Значительный успех, достигнутый Clearstream в области организации кредитно-финансовых операций с ценными бумагами на международных рынках (*Global Securities Financing*), объясняется разнообразием ассортимента финансовых продуктов, предложением различных услуг, отвечающих меняющимся рыночным условиям, а также учетом особенностей клиентов и потребностей их бизнеса.

После того как объявление о банкротстве *Lehman Brothers* 15 сентября 2008 г. повлекло за собой начало глобального финансового кризиса, рыночные условия, в которых приходится работать финансовым посредникам, повсеместно радикально изменились буквально за одну ночь. Теперь ликвидность стала предоставляться исключительно центральными банками и только при наличии высококачественного обеспечения. В этих рыночных условиях функционирование такого сложного механизма, осуществляющего выбор и оценку активов обеспечения, как система *Clearstream Collateral Management Exchange (CMAx)*, оказалось жизненно важным. Для Clearstream это выразилось в достижении исторического максимума в ноябре 2008 г., когда стоимость активов обеспечения, предоставленных через подразделение Clearstream, занимающиеся кредитно-финансовыми операциями с ценными бумагами на международных рынках, достигла 430 млрд евро.

Операции по управлению обеспечением с участием стороннего агента-посредника (*Triparty Collateral Agent*), которые вел Clearstream, динамично развивались на протяжении 10 лет вплоть до второго полугодия 2007 г.; большинство заключаемых сделок составляли сделки трехстороннего РЕПО. Финансирование портфельных операций с использованием механизма трехстороннего РЕПО, где в качестве обеспечения использовались облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (*CDO*), а также ценные бумаги, обеспеченные финансовыми активами (*ABS*), до лета 2007 г. составляли 1/3 всего объема активов обеспечения в Clearstream. Всего за 2 нед. августа 2007 г. объем незакрытых трехсторонних сделок РЕПО сократился на 40 млрд евро. Все перестали принимать ценные бумаги, обеспеченные финансовыми активами, ипотечные ценные бумаги (*MBS*) и облигации, обеспеченные долговыми обязательствами, отдавая предпочтение надежным государственным ценным бумагам. Критерии стали жестче, и любой финансовый инструмент, рейтинг которого понижался, почти сразу же исключался из списка активов, приемлемых в качестве обеспечения. Мы ввели новую модель дисконтирования стоимости обеспечения (*haircut*) для сегмента РЕПО, при которой организациям, предоставляющим или привлекающим денежные средства, давалась информация о «возрасте» цены актива, используемого

в качестве обеспечения. Если участники не определяют формулу расчета динамического дисконта и не устанавливают ограничений в отношении «возраста» цены, Clearstream обычно применяет меры по корректировке оценки.

Почему, несмотря на снижение объемов рынка классических сделок РЕПО, мы наблюдаем рекордный рост общего количества незакрытых сделок в области международных кредитно-финансовых операций с ценными бумагами (*GSF*) в Clearstream? В сущности, происходит переход от применения классической схемы РЕПО к использованию схемы *Euro GC Pooling* и предоставлению обеспечения в ЕЦБ и ФРС, а также новые рекордно высокие объемы операций по управлению обеспечением при кредитовании ценными бумагами. В период кредитного кризиса увеличился спрос на активы, которые ЕЦБ принимает в качестве обеспечения (*ECB eligible collateral*), причем большая их часть была получена участниками рынка в заем под залог ценных бумаг, которые ЕЦБ не принимает.

Сегмент *Euro GC Pooling* позволяет вести торговлю ликвидностью в евро под обеспечение в виде стандартизированной корзины ценных бумаг, принимаемых ЕЦБ. Сочетание электронных торгов на *Eurex Repo* с неттингом через *Eurex Clearing*, выступающим в качестве центрального контрагента, и услугами по управлению обеспечением с участием





агента-посредника, которые предоставляются *Clearstream*, стало самым подходящим продуктом для сложившихся рыночных условий. Ввиду недостатка ликвидности финансовые посредники стремятся ограничить свои риски контрагента и использовать полученное обеспечение для привлечения денежных средств в центральных банках. Сегмент *Euro GC Pooling* является серьезной альтернативой в данных условиях, поскольку позволяет обеспечить анонимность, прозрачность цен и доступ к средствам центральных банков. Более того, это смягчает влияние стоимости капитала, учитывая рекомендации Второго Базельского Соглашения в отношении операций, совершаемых через центрального контрагента.

Операции с корзиной активов обеспечения *GC Basket*, совершаемые в сегменте *Euro GC pooling*, соответствуют общим рыночным тенденциям, которые характеризуются скоординированной совместной работой торговых платформ и центральных контрагентов. Еще один шаг в сторону расширения пула активов обеспечения, которые могут использоваться в сегменте *Euro GC Pooling*, был сделан в октябре 2008 г., когда в состав корзины *Euro GC pooling* были включены французские облигации. Общее количество ценных бумаг, приемлемых в качестве обеспечения, превышает 8 тыс.; они могут быть перезаложены в ЕЦБ, что дает возможность доступа к системе *Euro* ЕЦБ.

*Clearstream* обеспечил возможность повторного использования активов обеспечения в ЕЦБ и ФРС с помощью системы, которая осуществляет операции по автоматическому распределению и автоматической замене обеспечения с использованием разных валют и активов. Таким образом, организация, предоставившая денежные средства в рамках *Euro GC Pooling*, может в полностью автоматическом режиме в течение нескольких секунд использовать полученное обеспечение для привлечения денежных средств у центрального контрагента, в роли которого выступает центральный банк. Благодаря этому объем незакрытых сделок в сегменте *Euro GC Pooling* вырос с 10 млрд евро в феврале 2007 г. до более чем 60 млрд евро в ноябре 2008 г. Столь высокие темпы роста объясняются способностью *Clearstream* перенаправлять активы обеспечения в центральные банки, в частности в ЕЦБ и ФРС.

После наступления кризиса краткосрочной ликвидности *Clearstream* смог предложить банкам удобную, полностью документированную и безопасную форму доступа к ликвидности центральных банков. В настоящее время целый ряд бан-

ков в Европе и Северной Америке могут получить доступ к ликвидности в рамках срочных кредитных аукционов (*Term Auction Facility, TAF*), которые ФРС проводит с декабря прошлого года, внося обеспечение на счет американского центрального банка, открытый в *Clearstream*. Клиенты *Clearstream* давно пользуются услугами по управлению обеспечением, которые предоставляет *Clearstream Banking Frankfurt*, для передачи германских активов в залог в ЕЦБ через Бундесбанк. Однако выход данной услуги на международные рынки в сентябре 2007 г. позволил банкам во всех странах Европы передавать в залог активы, приемлемые в качестве обеспечения, в ЕЦБ через *Clearstream Banking Luxembourg*. Данная услуга не только освобождает европейские банки от необходимости перемещения активов обеспечения через систему *Correspondent Central Banking Model (CCBM)* ЕЦБ, но и дает им возможность использовать в качестве обеспечения не только международные активы, принимаемые ЕЦБ, но и внутренние ценные бумаги.

*Clearstream* также развивал операции кредитования ценными бумагами в качестве принципала, предоставляя участникам рынка займы активы, включенные в список, одобренный ЕЦБ, под обеспечение активов, не включенных в указанный список. Основной целью при этом являлось повышение ликвидности рынка, а не обеспечение закрытия коротких позиций или поставки активов по контрактам, либо предотвращение неисполнения сделок. Кредитование ценными бумагами, которое первоначально рассматривалось как вспомогательная функция, выполняемая кастодианом, в настоящее время является одним из основных источников роста объемов операций по управлению обеспечением в *Clearstream*. Пакет услуг, включающий кредитование ценными бумагами, а также учет и оценку активов, предоставленных в качестве обеспечения (так называемое «управление обеспечением»), доступен сегодня для сделок с финансовыми инструментами с фиксированным доходом, обслуживаемых *Clearstream Banking Luxembourg*. В скором времени планируется начать обслуживание международных сделок с акциями. Потребность в предоставлении акций займы или в качестве обеспечения обязательств быстро возросла после начала кризиса ипотечного кредитования в сегменте *subprime*. Акционерное финансирование, тем не менее, продолжало расти, причем кризис ликвидности способствовал росту интереса кредиторов к обеспечению в виде акций. Отчасти это объяс-

няется процессом замещения акциями ценных бумаг, обеспеченных финансовыми активами, большинство которых больше не принимаются в качестве обеспечения, за исключением случаев, когда они удовлетворяют самым строгим критериям, а также более высокой ликвидностью акций и возможностью быстро получить цены на акции для оценки обеспечения. В сущности, именно нежелание кредиторов принимать в качестве обеспечения ценные бумаги, обеспеченные финансовыми активами, а также нежелание заемщиков предоставлять денежное обеспечение вынудили заемщиков к более широкому использованию своих портфелей акций в качестве обеспечения обязательств. Предоставление услуг по управлению обеспечением в настоящее время растет более быстрыми темпами, чем услуги по управлению обеспечением в рамках сделок РЕПО. Столь быстрые темпы свидетельствуют о том, что *Clearstream* не только помогает своим клиентам получить максимальную стоимость за активы, предоставляемые ими в качестве обеспечения, но и гарантирует кредиторам надлежащий контроль за кредитными рисками контрагента. Это обстоятельство также позволяет заемщикам более эффективно получать доступ к заемным ценным бумагам через *Clearstream*.

Роль услуг по управлению обеспечением станет еще важнее, если растущий интерес участников международного рынка кредитования ценными бумагами к идее участия в подобных сделках центрального контрагента (*CCP*) позволит реализовать данную идею на практике. Обеспечивая заключение анонимных сделок с центральным контрагентом и осуществляя неттинг сделок между одними и теми же контрагентами, центральный контрагент по кредитованию ценными бумагами будет играть роль, аналогичную той, которую играют центральные контрагенты на рынках спот производных финансовых инструментов и РЕПО. Эта идея по-прежнему остается предметом споров, однако институт центрального контрагента получает все большее распространение на всех рынках ценных бумаг. Кроме того, участие центрального контрагента в операциях займа ценных бумаг имеет ряд очевидных преимуществ. Возможность осуществления сделок кредитования ценных бумаг с использованием электронной системы, которая уже предусматривается в ряде операционных платформ, едва ли сможет обеспечить достаточную ликвидность, если в этом процессе не будет участвовать центральный контрагент, позволяющий исключить кредитный риск контрагента.

Идея использования в данной сфере центрального контрагента становится еще более привлекательной ввиду растущей концентрации в сегменте операций займа ценных бумаг, вызванной сокращением количества финансовых организаций, работающих в этом сегменте, поскольку вопросы кредитоспособности в конечном счете будут иметь решающее значение, накладывая ограничения на возможности роста индустрии ценных бумаг. Участие центрального контрагента позволит исключить кредитный риск контрагента и тем самым будет способствовать росту операций между кредиторами, их агентами и конечными заемщиками. При этом у кредиторов-агентов появится возможность повысить свою роль в качестве организаций, предоставляющих расчетные услуги и сервисы по управлению обеспечением как кредиторам, так и заемщикам. Сочетание возможности заключения сделок с использованием электронной системы и осуществления неттинга через центрального контрагента, а также предоставление

расчетных услуг и услуг по учету и оценке (переоценке) активов агентами по управлению обеспечением (*triparty agents*) позволит выстроить цепочку создания стоимости, подобную той, которая уже существует на рынке РЕПО.

Сейчас наступил благоприятный момент для введения подобного комплекса услуг. Банки, неуверенные в кредитоспособности других банков, будут рады получить возможность заключать анонимные сделки с центральным контрагентом. Институциональные кредиторы, будучи обеспокоены рисками, связанными с кредиторами-агентами (которые осуществляют хранение активов, предоставляемых займы, а также управление денежными средствами, полученными в качестве обеспечения), также будут заинтересованы в получении услуг центрального контрагента в сочетании с более эффективными услугами по проведению расчетов и управлению обеспечением. Кроме того, взаимосвязь между качеством обеспечения и доступом к ликвидности, а также вклад операций кредитования

ценными бумагами в обеспечение такого доступа сейчас очевидны как никогда. Таким образом, кредитование ценными бумагами сегодня играет ключевую роль на краткосрочных денежных рынках.

*Clearstream Banking* обеспечивает возможность осуществления расчетов в режиме реального времени и взаимодействует с другими организациями, позволяя привлекать активы для обеспечения обязательств на 45 различных рынках по всему продуктовому ряду. В условиях, когда привлекать кредитные линии становится все труднее, когда риск-менеджеры и управляющие ликвидностью стремятся задействовать все портфели ценных бумаг, имеющиеся в их распоряжении, чтобы получить доступ к ликвидности, так необходимый для осуществления текущих операций, наблюдается трансформация бизнес-модели *Clearstream* в сторону формирования бизнеса по централизованному предоставлению услуг управления ликвидностью и рисками участникам глобальной индустрии ценных бумаг. ■



## НДЦ поздравляет с Днем рождения

### Государственный Центральный Депозитарий Ценных Бумаг Республики Узбекистан

### ЗАО «Центральный депозитарий» Кыргызской Республики

Уважаемые коллеги!

Компании, в которых Вы работаете, являются ведущими инфраструктурными институтами и принимают активное участие в работе Ассоциации центральных депозитариев Евразии. Многолетняя практика сотрудничества позволила установить между Вашими компаниями и ЗАО НДЦ конструктивные отношения. Любая организация — это прежде всего коллектив, люди, которые создают ее особый облик и репутацию. Жизнеспособность центрального депозитария, его сила и потенциал — в их профессионализме, опыте и увлеченности своим делом.

Искренне поздравляем Вас, желаем процветания и стабильности.

Доброго здоровья и неиссякаемой энергии Вам, Вашим коллегам и партнерам!