



# ПОСТАВКА ПРОТИВ ПЛАТЕЖА В РАСЧЕТНЫХ СИСТЕМАХ

Редакционный обзор подготовлен начальником сектора исследований и позиционирования на международных рынках НДС **Анной Якушевой** на основе доклада Группы Тридцати «Клиринговые и расчетные системы на мировых фондовых рынках» (1989 г.) и отчета «Поставка против платежа в расчетных системах по ценным бумагам», опубликованном в сентябре 1992 г. Комитетом по платежным и расчетным системам, входящим в состав Банка международных расчетов.

**В СТАТЬЕ РАССМАТРИВАЮТСЯ МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ПРИМЕНЕНИЮ ПРИНЦИПА «ПОСТАВКА ПРОТИВ ПЛАТЕЖА» (DELIVERY VERSUS PAYMENT, DVP) ПРИ ПРОВЕДЕНИИ РАСЧЕТОВ СДЕЛОК С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ, А ТАКЖЕ ПРИВОДИТСЯ ОПИСАНИЕ РАЗЛИЧНЫХ МОДЕЛЕЙ РАСЧЕТОВ, ПРИМЕНЯЕМЫХ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ. В ЧАСТНОСТИ, МОДЕЛИ «ПОСТАВКА ПРОТИВ ПЛАТЕЖА» (ППП), ОБОЗНАЧЕННЫЕ В ОТЧЕТЕ БАНКА МЕЖДУНАРОДНЫХ РАСЧЕТОВ (BIS), ОПУБЛИКОВАННОМ В 1992 Г.**

После публикации в 1989 г. Группой Тридцати доклада «Клиринговые и расчетные системы на мировых фондовых рынках» широкое признание профсообщества получила рекомендация №5, данная в этом докладе, а именно: сделки должны исполняться в строгом соответствии с принципом «поставка против платежа» (ППП). Эта тема широко обсуждалась между участниками инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Существенный риск при исполнении сделок по ценным бумагам возникает в тех случаях, когда поставка ценных бумаг происходит без одновременного получения поставляющей стороной причитающейся денежной суммы.

Одновременный обмен активами позволяет избежать риска, связанного с изменением цены и с невозможностью действовать в соответствии с обязательствами. Принцип PPP позволяет устранять уязвимость положения одной стороны, возникающую в результате задержки поставки или платежа другой стороной.

Как совмещающий функции клиринга и хранилища центральный депозитарий

(ЦД), так и независимые клиринговая и депозитарная системы могут быть использованы для обеспечения одновременного обмена ценных бумаг на деньги (в наличной форме или в форме кредита). Действительно, принцип PPP может быть выполнен путем подсоединения Центрального депозитария к системе денежной оплаты, к системе банковских гарантий или к системе финансовых гарантий клирингового или депозитарного агентства.

Даже при отсутствии связанного с системой платежей ЦД могут быть предприняты шаги к уменьшению связанного с поставками ценных бумаг риска. Для этого могут быть разработаны системы, которые гарантируют, что:

- ценные бумаги поставляются только против гарантированного чека или
- механизм поставки ценных бумаг связан с системой денежных расчетов так, что платеж производится одновременно с поставкой бумаг, хотя и через другую систему;
- окончательные расчеты по ценным бумагам и деньгам производятся в конце рабочего дня.

Можно разработать и другие методы уменьшения риска неполучения денежных средств за поставленные ценные бумаги.

В докладе Группы Тридцати дается следующая характеристика PPP: торговлей в соответствии с принципом поставки против платежа называются сделки, при исполнении которых соблюдается следующее условие: продавец для получения платы должен поставить ценные бумаги покупателю (или его уполномоченному агенту). Название PPP связано с тем, что платеж производится одновременно с поставкой бумаг. Перевод платежа может вызвать некоторую задержку, но он должен произойти до конца назначенного для исполнения дня. Принцип PPP традиционно играет основную роль в предохранении интересов инвестора и финансового посредника от рисков, связанных с возможностью нарушения обязательств противоположной стороной. Как именно гарантируется соблюдение этого принципа, зависит от организации связи системы оплаты с системой исполнения по ценным бумагам.



Произведенная в соответствии с принципом ППП сделка может считаться завершённой, когда ценная бумага (либо на предъявителя, либо должным образом перерегистрированная именная) получена покупателем в обмен на плату в какой-либо признанной форме. На некоторых рынках продавец может иметь право потребовать назад входящие в уже совершенную поставку бумаги, но в этом случае требуется согласие покупателя.

Комитет по платежным и расчетным системам (*Committee on Payment and*

(платеж) происходит в конце цикла обработки.

Модель № 3 предусматривает исполнение поручений на перевод ценных бумаг и денежных средств с использованием неттинга. При этом окончательный переход права собственности на ценные бумаги от продавца к покупателю происходит в конце цикла обработки.

Далее в статье более детально описываются эти три модели расчетов, обозначаются потенциальные риски каждой модели, а также способы ограничения этих рисков.

ли продавец не обладает достаточным количеством ценных бумаг или если у покупателя недостаточно денежных средств.

Система с моделью № 1 позволяет депонентам избежать риска потери основных средств. Однако в таких системах депонентам может быть необходимо постоянно иметь существенный объем денежных средств на счете, чтобы гарантировать проведение расчетов, особенно если депоненты не могут корректировать баланс денежных средств (или ценных бумаг) в течение цикла обработки, или в случае большого объема и сумм переводов. Если невозможна корректировка баланса в течение цикла обработки, депоненты должны хранить достаточно денежных средств не только для покрытия чистой стоимости всех списаний и зачислений денежных средств в дату расчетов, но также и для покрытия наибольшего баланса на списание в течение обработки. Размер наибольшего баланса на списание во время обработки часто очень тяжело предсказать с приемлемым уровнем точности. Даже если бы баланс на списание после обработки был достоверно известен, наибольший баланс на списание во время обработки может быть существенно больше, так как порядок, по которому производятся переводы, устанавливается наличием ценных бумаг, что невозможно предсказать заранее. Если депоненты не поддерживают существенный объем денежных средств на счету и не могут корректировать баланс денежных средств во время цикла расчетов, это может привести к высокому уровню неисполненных сделок в системе с моделью № 1. Высокий уровень неисполненных сделок повышает риск возникновения затрат на замену за счет задержки в расчетах и риск ликвидности за счет добавления неопределенности, какой баланс денежных средств и ценных бумаг будет в конце обработки. В экстремальном случае высокий уровень неисполненных сделок может перерасти в цепную реакцию неплатежей.

Чтобы избежать высокого уровня неплатежей, системы с моделью № 1 часто применяют некий вид технологии по управлению очередью и могут также предоставлять средства кредитования ценными бумагами. Любая система, не допускающая перерасход ценных бумаг или денежных средств, должна принять

## Как именно гарантируется соблюдение принципа ППП, зависит от организации связи системы оплаты с системой исполнения по ценным бумагам.

*Settlement Systems, CPSS*), функционирующий в рамках Банка международных расчетов<sup>1</sup>, создал исследовательскую группу по расчетам на условиях ППП, которая рассмотрела расчеты в странах Группы Десяти (G10). По итогам проведенного исследования в сентябре 1992 г. был опубликован отчет «Поставка против платежа в расчетных системах по ценным бумагам». В отчете были выделены 3 модели проведения расчетов на условиях ППП.

Модель № 1 предусматривает исполнение поручений на перевод ценных бумаг и денежных средств отдельно для каждой сделки (по принципу «сделка за сделкой», *gross settlement*). При этом окончательный (безусловный) переход права собственности на ценные бумаги от продавца покупателю происходит одновременно с окончательным переводом денежных средств от покупателя продавцу.

Модель № 2 предусматривает исполнение поручений на перевод ценных бумаг отдельно для каждой сделки («сделка за сделкой»), при этом окончательный переход права собственности на ценные бумаги от продавца к покупателю происходит на протяжении всего цикла обработки (*processing cycle*); перечисление денежных средств осуществляется с использованием неттинга, причем окончательный перевод денег от покупателя продавцу

### МОДЕЛЬ № 1

Основной характеристикой систем с моделью № 1 является синхронное исполнение индивидуальных поручений на перевод ценных бумаг и соответствующих им поручений на перевод денежных средств.

Система обычно ведет как денежные счета, так и счета депо депонентов и проводит все расчеты путем внесения соответствующих записей на счетах<sup>2</sup>. Поручение на перевод «против платежа» обрабатывается посредством синхронного списания со счета депо продавца и зачисления на счет депо покупателя, списания с денежного счета покупателя и зачисления на денежный счет продавца<sup>3</sup>. Все переводы окончательны (безотзывные и безусловные) в момент списания и зачисления на/со счетов депо и денежных счетов. Превышение баланса (отрицательный баланс) на счетах депо не допускается. Несмотря на то что перерасход денежных средств допускается в большинстве систем, использующих модель № 1, исследовательская группа пришла к выводу, что характеристики систем с моделью № 1 проще изучить, если будет сделано допущение, что перерасход денежных средств также не допускается. В такой системе поручение на перевод ценных бумаг против платежа не будет исполнено в обоих случаях: ес-

<sup>1</sup> Bank of International Settlements (BIS). Международная организация, способствующая международному валютному и финансовому сотрудничеству, действует как банк для центральных банков (bank for central banks). Создана в 1930 г. Центральный офис расположен в Базеле (Швейцария).

<sup>2</sup> В случае если денежные средства хранятся на счетах в другой организации, необходимо создание канала связи между оператором системы расчетов по ценным бумагам и другой организацией для того, чтобы предоставлять в систему расчетов по ценным бумагам в режиме реального времени информацию о завершении переводов денежных средств.

<sup>3</sup> Система также может позволять депонентам делать «свободный перевод», т. е. перевод ценных бумаг без соответствующего перевода денежных средств, или «свободный платеж», т. е. перевод денежных средств без соответствующего перевода ценных бумаг.



решение, как обрабатывать поручения на перевод, которые не могут быть исполнены из-за недостаточного баланса. Возможные варианты зависят от того, могут ли депоненты взаимодействовать с системой в течение цикла обработки. Если это возможно, то ответственность за управление очередью может лежать на депонентах. Контрагенты по неисполненной сделке могут получить сразу же уведомление, и им может быть предоставлена возможность взять в кредит ценные бумаги или денежные средства, необходимые для исполнения поручения. Система может повторно возвращать неисполненные поручения в порядке поступления до момента, пока депоненты не предпримут шагов, которые позволят исполнить поручение. Однако в некоторых системах с моделью № 1 переводы проводятся во время одного или нескольких «циклов пакетной обработки операций» в которых депоненты не имеют возможности скорректировать баланс ценных бумаг или денежных средств, что необходимо для завершения расчетов. Такие системы обычно используют сложные «цепные процедуры», которые влияют на порядок обработки поручений таким образом, который максимизирует количество или сумму перемещенных ценных бумаг и минимизирует количество и объем неисполненных транзакций. Эти системы могут также предоставлять автоматические программы по кредитованию ценными бумагами, т. е. программы, в которых депоненты могут заранее дать поручения предоставлять свободные ценные бумаги в кредит другим депонентам, у которых недостаточно ценных бумаг для исполнения передаточных поручений.

Механизмы организации очереди и кредитования ценными бумагами (автоматического или в другом режиме) могут снизить неопределенность депонентов в отношении балансов, необходимых для исполнения поручений на перевод. Даже при наличии данных механизмов депоненты часто оказываются перед непривлекательным компромиссом между более высоким объемом денежных средств на счете или более высоким уровнем неисполненных сделок, особенно в системах с достаточно большим объемом переводов. Для того чтобы ограничить объем денежных средств на счету и при этом поддерживать долю неисполненных транзакций на допустимом уровне, системы с моделью № 1 предоставляют краткосрочные кредиты в течение дня

или кредит овернайт для своих депонентов, позволяя им превышать остаток средств на своих денежных счетах в некоторых случаях на достаточно большую сумму. Предоставление таких кредитов снижает необходимость в денежных средствах и за счет снижения доли неисполненных транзакций уменьшает связанные с этим расходы и риск ликвидности. Однако это приводит к новому источнику риска — неспособности депонента выплатить кредит. Если такой кредит предоставляется без обеспечения, возникает риск потери основных средств. Потери от неспособности выплатить заем лягут на оператора системы или на других депонентов.

Таким образом, уровень защиты от риска ликвидности и риска взаимодействия (контрагентов) в системах с моделью № 1 часто зависит от методов контроля, устанавливаемых системой для ограничения возможности неплатежа депонентом по краткосрочному кредиту или кредиту овернайт и недопущения потенциальных убытков и затруднений с ликвидностью в случае неплатежа<sup>4</sup>. Кредитный риск обычно ограничивается с помощью членских стандартов и возможности блокировки ценных бумаг депонентов, включая ценные бумаги, полученные во время текущего цикла обработки. Чтобы гарантировать наличие адекватного залога, в системе необходимо ограничить свободную поставку ценных бумаг, выплаты без поставки, и в случае документарных ценных бумаг — снятие ценных бумаг с хранения в системе. Также во многих случаях ценные бумаг клиентов депонентов должны быть разделены и не могут быть приняты в качестве залога. Даже если кредиты обеспечены залогом, потери по ним могут быть вызваны незапланированным снижением стоимости залога.

В существующих системах с моделью № 1 такие остаточные потери (аналогично стоимости замены) покрываются оператором системы, но системы могут устанавливать правила разделения потерь, распределяющие потери между депонентами<sup>5</sup>. Оператор системы обычно гарантирует своевременную выплату денежных средств за предоставленные ценные бумаги и старается соблюсти эту гарантию за счет организации кредитных линий от третьих сторон (коммерческих банков или центрального банка). В принципе, проблемы с ликвидностью оператора системы могут быть ограничены за счет установки лимитов для каждого депонента по превышению денежных средств на

счету, но в существующих системах с моделью № 1 залоговые требования обычно являются единственным фактором, ограничивающим объем кредита. Если центральный банк является оператором системы, очевидно, что он может покрыть любые потребности в ликвидности, связанные с невозможностью выплатить кредит. Тем не менее он может посчитать необходимым ограничить объем таких кредитов для того, чтобы не подрывать инициативы депонентов по управлению риском взаимодействия (контрагентов) и рисками ликвидности и для ограничения масштабов операций, которые будут необходимы для компенсации эффекта от действий ЦБ на денежную базу.

В дополнение к устанавливаемым лимитам, некоторые частные системы ограничивают потенциальные проблемы с ликвидностью, запрещая депонентам выводить денежные средства, полученные во время цикла обработки, до следующего дня. Это дает системе дополнительное время для решения проблем с ликвидностью, вызванных неплатежами, однако потенциально подвергает участников системы существенному риску в случае неплатежеспособности оператора системы. Данный риск, который Группа Тридцати затронула в своей рекомендации зачислять денежные средства «в тот же день», будет особенно важен, если оператор системы не очень хорошо капитализирован или занимается другим, потенциально более рискованным видом бизнеса в дополнение к предоставлению расчетных услуг.

## МОДЕЛЬ № 2

Основной характеристикой систем с моделью № 2 является то, что расчеты по ценным бумагам проводятся по принципу «сделка за сделкой» в течение цикла обработки, тогда как расчеты по денежным средствам проводятся на основе неттинга в конце цикла обработки. Система ведет счета депо для депонентов, но денежные счета обычно ведутся другой организацией — коммерческим или центральным банком. Переводы ценных бумаг осуществляются посредством внесения записей на счетах, т. е. посредством списания со счета депо продавца и зачисления на счет депо покупателя. Такие переводы являются окончательными в момент внесения записей в регистры системы. Соответствующие переводы денежных средств являются безотзывными, но не окончательными. В те-

<sup>4</sup> Предоставление в кредит ценных бумаг депонентам также создает кредитные риски, которые ограничивают обычно через использование похожих методов контроля.

<sup>5</sup> Конечно, если владельцами оператора являются сами депоненты, потери в любом случае ложатся на них.



чение цикла обработки система рассчитывает динамический баланс по списанию и зачислению денежных средств. Расчеты согласно динамическому балансу проводятся в конце цикла обработки, когда позиции передаются для исполнения в коммерческий или центральный банк, ведущий денежные счета. Таким образом, окончательный перевод ценных бумаг (поставка) предшествует окончательному переводу денежных средств (платеж). Как в системах с моделью № 1, системы с моделью № 2 обычно запрещают превышать баланс по ценным бумагам, но перерасход по денежным средствам разрешается, так как динамический баланс может быть негативным. Поручение на перевод ценных бумаг не принимается к исполнению только в том случае, если для его исполнения недостаточно ценных бумаг.

Без дополнительных мер предосторожности системы с моделью № 2 подвергают продавцов ценных бумаг риску потери основной суммы. Риск дополнительных трат на замену и риск ликвидности также присутствуют, но при разрешении депонентам проводить расчеты на основе неттинга частота неисполнения сделок будет снижена. Тем не менее неисполнение сделок может произойти из-за недостаточности денежных средств. Поэтому необходимо создавать механизмы формирования очереди, однако они обычно не должны быть такими сложными, как в системах с моделью № 1, которые запрещают превышение баланса на денежном счете и счете депо. Все же система должна решить, отходить ли от правила обработки поручений на перевод ценных бумаг по принципу простой очереди (обслуживания в порядке поступления, в бухгалтерии это называется методом ФИФО) или применять более сложные процедуры, максимально увеличивающие количество или объем завершенных переводов.

Операторы системы с моделью № 2 осознают опасность, присущую поставке ценных бумаг до проведения платежа, и эти системы созданы таким образом, который гарантирует, что продавец получит денежные средства за поставленные ценные бумаги. В большинстве случаев, используется гарантированная платежная система, т. е. система, в которой продавец поставляет ценные бумаги взамен безотзывного обязатель-

ства банка продавца произвести выплаты в банк покупателя в конце цикла обработки.

В системах с моделью № 2, которые включают гарантированные платежные системы, убираются риски потери основной суммы контрагентов, но, тем не менее, депоненты подвергаются риску банкротства гаранта одного или нескольких участников. Обычно гарантами выступают коммерческие банки с высокой кредитоспособностью. Гарант обычно защищает себя от кредитных рисков, устанавливая право удержания ценных бумаг депонентов, учитываемых в системе, включая ценные бумаги, переводимые на счет депо депонентов в течение цикла обработки. Однако кредитные риски такого же масштаба, как и риски потери основной суммы, могут возникать в результате покупки ценных бумаг депонентами от лица клиентов, обратного перевода ценных бумаг по принципу свободной поставки, свободные выплаты или в случае документарных ценных бумаг, физического извлечения ценных бумаг из системы. Даже если гарант успешно получает право удержания ценных бумаг депонента, он все равно подвергается кредитному риску, аналогичному риску возникновения расходов на замену и риску ликвидности, если депонент не может покрыть нетто денежную позицию.

Кроме того, необходимо отметить возможность банкротства банка покупателя в гарантированной платежной системе. Как и в модели № 1, этот риск может быть ограничен требованием, чтобы денежные средства, полученные за поставленные ценные бумаги, были доступны в тот же день.

### МОДЕЛЬ № 3

Основной характеристикой систем с моделью № 3 является проведение одновременных расчетов как по ценным бумагам, так и по денежным средствам с использованием неттинга. Расчеты могут проводиться один или несколько раз в день. Система ведет счета депо депонентов. Денежные счета могут находиться в другой организации — коммерческом или центральном банке. Ценные бумаги переводятся посредством внесения записей в регистрах, т. е. списания со счета депо продавца и за-

числения на счет депо покупателя. В течение цикла обработки рассчитывается динамический баланс активов для списания и зачисления на счета депо и денежные счета, и в некоторых системах эта информация может быть доступна депонентам<sup>6</sup>. Однако внесение соответствующих записей о переводе ценных бумаг не происходит до конца цикла обработки. До этого момента все переводы ценных бумаг и денежных средств считаются предварительными (условными). В конце цикла обработки (и, возможно, также в моменты цикла обработки) система проверяет, имеют ли депоненты достаточно ценных бумаг или денежных средств для списания<sup>7</sup>. Если у депонента недостаточный баланс, ему приходит уведомление и дается возможность пополнить счет ценными бумагами или денежными средствами. Только в том случае, если у всех депонентов достаточно денежных средств и ценных бумаг для покрытия нетто балансов, происходит окончательный перевод денежных средств и ценных бумаг.

Системы с моделью № 3 исключают риск потери основной суммы. Исключение составляют системы, в которых в некоторых случаях допускается, чтобы предварительные переводы ценных бумаг становились окончательными до проведения расчетов по денежным средствам. Например, одна из систем позволяет депонентам, получившим ценные бумаги, переуступить ценные бумаги без платежа третьей стороне и рассматривает перевод третьей стороне как окончательный в момент списания и зачисления ценных бумаг на счета. В сущности она действует в отношении данных переводов как система с моделью № 2. Но наличие риска потери основной суммы в системах с моделью № 3 является исключением, а не правилом. Однако, как и в остальных системах, риск возникновения издержек на возмещение и риск ликвидности не устранены. Количество неисполненных транзакций и связанные с этим риски снижаются за счет предоставления краткосрочных кредитов, что заложено в возможности исполнения поручений на перевод денежных средств по итогам неттинга, и также проведения переводов ценных бумаг<sup>8</sup>. Также, если денежные счета находятся не в центральном

<sup>6</sup> В других системах такая информация не передается депонентам. В некоторых из этих систем поручения на перевод обрабатываются в пакетном режиме, что не дает возможности передавать результаты депонентам до конца цикла. Даже в системах, которые обрабатывают передаточные распоряжения по отдельности, информация может не предоставляться депонентам до конца цикла, так как согласно законодательству перевод ценных бумаг считается окончательным в момент уведомления депонентов (и, таким образом, до того, как перевод денежных средств становится окончательным).

<sup>7</sup> В некоторых системах передаточное поручение не будет исполнено, если это приведет к негативному балансу по ценным бумагам. Однако в других системах недостаточный баланс ценных бумаг будет обнаружен только в дальнейшем в цикле обработки или в конце цикла обработки.

<sup>8</sup> Но в большинстве систем расчеты не состоятся в случае недостаточного количества ценных бумаг, и поэтому необходима установка механизма организации очереди.



банке, существует риск банкротства расчетного банка.

Наиболее серьезное беспокойство в отношении рисков в системах с моделью № 3 вызывают потенциальные существенные проблемы с ликвидностью, возникающие в случае невозможности депонента провести расчеты по нетто-позициям. С несколькими исключениями, неттинг по ценным бумагам и денежным средствам в системах с моделью № 3 не имеет юридической силы. Скорее всего в случае, если депонент не может провести расчеты по своим нетто-позициям, некоторые или все переводы с участием этого депонента могут быть отозваны (процедура называемая «распутывание», — операция отмены неисполненных сделок) либо, что менее вероятно, все переводы могут быть отложены до следующего дня или на неопределенное время. В случае отмены обязательства по расчетам остальных депонентов будут рассчитаны заново. Если возможен частичный отзыв переводов депонентов, которые не смогли провести расчет (скажем, если может быть отменено достаточное количество переводов ценных бумаг для покрытия позиции), проблемы с ликвидностью будут ограничены, но в большинстве систем (иногда по причине законодательных ограничений) необходима полная отмена всех переводов депонента.

Отмена всех переводов даже одного депонента, который не смог исполнить обязательства по расчетам, потенциально может привести к существенному системному риску. Ключевым является вопрос: смогут ли депоненты выдержать проблемы с ликвидностью, которые могут возникнуть. Это будет зависеть от величины потенциальных изменений в их позициях по денежным средствам и ценным бумагам и от того, насколько свободно они смогут приспособиться к данным изменениям. Потенциальные изменения зависят не только от размера нетто-позиций депонента, не исполнившего расчеты, но и насколько его переводы затрагивают других депонентов. Неттинг переводов по денежным средствам и ценным бумагам в системе с моделью № 3 обычно является многосторонним. В случае отмены позиции, установленной по итогам многостороннего неттинга, депоненты, чьи расчеты включали депонента, не исполнившего свои обязательства, по итогам которых они должны были получить деньги или ценные бумаги от такого депонента, теряют

эти активы; после пересчета их позиции по итогам многостороннего неттинга по отношению к системе изменятся.

Возможность других депонентов справиться с данными изменениями в позиции будет зависеть частично от того, насколько умело они управляли балансом своих денежных средств и ценных бумаг и, в частности, насколько они зависели от активов, причитающихся им по итогам переводов от депонента, не исполнившего свои обязательства по расчетам. В случае с денежными позициями, если они рассчитывали на денежные средства к зачислению для покрытия своих обязательств, их возможность справиться с ситуацией будет зависеть от ликвидности денежного рынка (или их доступа к кредитной линии в коммерческом банке или центральном банке) на момент, когда стало ясно, что расчеты не будут исполнены. На денежных рынках ликвидность к концу рабочего дня снижается, поэтому у депонентов могут возникнуть сложности при урегулировании неисполненных расчетов, если расчеты происходят в конце дня.

В отношении ценных бумаг отмена может привести к тому, что другие депоненты не смогут исполнить свои обязательства по поставке ценных бумаг, если они зависели от ценных бумаг, которые они рассчитывали получить от депонента, не исполнившего свои обязательства. Более того, в случае отмены система может не аннулировать все последующие переводы, сделанные депонентом, получившим ценные бумаги от депонента, не исполнившего свои обязательства. В этом случае у депонента может произойти перерасход по ценным бумагам, которые он рассчитывал получить от другого депонента<sup>9</sup>. Если депонент не может покрыть недостачу, он может быть признан неплатежеспособным, что приведет к дополнительным отзывам переводов.

Способность депонентов, затронутых полным или частичным отзывом переводов, выполнить свои обязательства по поставке ценных бумаг зависит от возможности получения кредита по ценным бумагам (или наличия автоматических механизмов кредитования ценными бумагами). Рынок кредитов по ценным бумагам часто достаточно неликвиден в течение рабочего дня, однако ликвидность рынка по различным ценным бумагам существенно различается. Ликвидность рынка кредитов по ценным бумагам еще больше снизится, если отмена переводов приведет к приходу на этот

рынок нескольких участников одновременно.

На большинстве рынков операторы систем с моделью № 3 пришли к выводу, что риски, связанные с отзывом переводов, являются неприемлемыми, и внедрились различные механизмы контроля за риском, чтобы дополнить или заменить отзыв переводов. В этих системах завершение расчетов обычно гарантируется оператором системы (или клиринговой организацией, которая выполняет юридически обязательный многосторонний неттинг сделок, выступая центральным контрагентом). Механизмы контроля за риском направлены на защиту гаранта, а также на то, чтобы гарантия была реальной для депонентов. Среди механизмов контроля, которые применяются для снижения кредитных рисков требования по членству, — требования предоставлять залог по нетто денежным средствам к перечислению, участие в пуле обеспечения.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Все рассмотренные модели присутствуют на рынках разных стран, и участники находят способы защиты от имеющихся рисков, при этом принцип «поставка против платежа» позволяет избежать рисков непоставки активов (ценных бумаг или денежных средств) при исполнении заключенных сделок, что делает ППП оптимальной технологией организации расчетов. ■

<sup>9</sup> Перерасход по ценным бумагам также может произойти в системах, которые позволяют депонентам снимать ценные бумаги, начисленные на их счет в течение дня. Однако в большинстве расчетных систем по ценным бумагам это не разрешено.