

Оглавление

Предисловие партнера книги	12
Предисловие	17
Часть I. «Расчищая» последствия кризиса	21
1. Сомнительные герои	22
2. Клиринговая палата — центральный контрагент нового времени	30
2.1. Уникальное конкурентное преимущество центрального контрагента	30
2.2. Торговые площадки и клиринговые рынки	31
2.3. Управляя рисками	34
2.4. Клиринг по сделкам с деривативами и ценными бумагами	39
2.5. Центральный контрагент с коммерческой точки зрения	43
2.6. Неттинг сделок и открытых позиций	45
2.7. Вертикальная и горизонтальная системы клиринга в США	50
2.8. Вертикальная структура против горизонтальной в Европе	54
2.9. Риски и ответственность	57
2.10. «Расчищая» последствия кризиса	59
3. Самое крупное банкротство	61
3.1. Неутешительное начало	61
3.2. LCH.Clearnet на передовой	64
3.3. Проблемный дефолт LBIE	67
3.4. В центре внимания — SwapClear	74
3.5. Ситуация в Париже — LCH.Clearnet SA	80
3.6. Другие компании в борьбе с последствиями дефолта	84
3.7. Уроки, извлеченные непосредственно из дефолта	92
3.8. LCH.Clearnet выдержала проверку на прочность	97
Часть II. Клиринг с участием центрального контрагента: становление системы	103
4. Ранняя история клиринговых операций	104
4.1. Первые трейдеры и посттрейдинговые технологии	104
4.2. Клиринг в Голландии во времена «золотого века»	107
4.3. Распространение клиринговых палат	109
4.4. Рисовый рынок Дэдзима	112
4.5. Форварды и фьючерсы	114
4.6. Хлопковые операции в Ливерпуле: трейдинг и клиринг	117
4.7. Фьючерсная торговля и клиринг в Чикаго	121
4.8. Борьба с игорным бизнесом в США	128

5. Европейские новшества	131
5.1. Гаврский прорыв.	131
5.2. Как работала Caisse	135
5.3. Европа идет по стопам Гавра	138
5.4. Антиигорные настроения в Европе	142
6. Лондонская продуктовая клиринговая палата.	148
6.1. Клиринг для получения прибыли	148
6.2. Учреждение Лондонской продуктовой клиринговой палаты . . .	149
6.3. Лондонская продуктовая клиринговая палата: сахар и связи с Германией.	156
6.4. Разделенный рынок и клиринговый конкурент	158
6.5. Лондонская продуктовая клиринговая палата и Первая мировая война	164
6.6. Лондонская продуктовая клиринговая палата: нерешительное возрождение.	168
6.7. Вынужденное бездействие и продажа Лондонской продуктовой клиринговой палаты	173
7. Полный клиринг в Северной Америке.	176
7.1. Клиринговая ассоциация Миннеаполиса.	176
7.2. Миннеаполис: непризнанный новатор	180
7.3. Становление полного клиринга	182
7.4. Центральный контрагент для СВОТ.	189
7.5. Клиринговая корпорация Товарной биржи	194
7.6. Процветание и депрессия	196
7.7. Глобальное послесловие: слабость и сила	198
Часть III. Годы становления	201
8. Распад Бреттон-Вудской системы и изобретение финансовых фьючерсов	202
8.1. Возврат к мирному времени и экономический рост.	202
8.2. LPSH возобновляет клиринг.	204
8.3. Новые виды деятельности и появление компьютеров	207
8.4. Плавающие курсы валют и финансовые фьючерсы.	211
8.5. Опционы, процентные фьючерсы и оплата наличными	214
8.6. Влияние органов регулирования.	219
8.7. Горизонтальная интеграция для клиринга акций в США.	223
8.8. Финансовые фьючерсы в Великобритании	225
8.9. Неудачи центральных контрагентов	233
9. Крах 1987 года, регулирование и центральные контрагенты	238
9.1. Крах 1987 года	238
9.2. Реакция США.	246
9.3. Кросс-маржинальные соглашения, теоретическая система межрыночной маржи (TIMS) и анализ риска стандартного портфеля (SPAN).	249

9.4. На пороге катастрофы в Гонконге	252
9.5. Крах банка Barings	257
9.6. Реакция органов регулирования	261
10. Континентальная Европа: центральные контрагенты и стремительное развитие бирж	264
10.1. Изобилие акронимов	264
10.2. Европейский союз, Валютный союз и единый рынок Европы ..	267
10.3. Три биржевых лидера	272
10.4. Корпоративное маневрирование во Франции	277
10.5. Биржи Eurex и Clearnet	279
11. Пользователи и расчетные организации	283
11.1. Центральные контрагенты, управляемые пользователями, в США и Великобритании	283
11.2. Великобритания: от ICCN к LCH	284
11.3. Новые продукты: RepoClear и SwapClear	291
11.4. Создание DTCC	295
11.5. Опционная клиринговая корпорация (ОСС)	302
Часть IV. Центральные контрагенты в десятилетие бума и краха	307
12. Факторы перемен	308
12.1. Вызовы нового тысячелетия	308
12.2. Требование снизить затраты	312
12.3. Первичное размещение акций финансовых инфраструктур ...	315
12.4. Консолидация и разделение европейских провайдеров посттрейдинговых услуг	318
12.5. Отсутствие трансатлантических клиринговых решений	320
12.6. Регулирующие органы разрываются между безопасностью и конкурентоспособностью финансовых рынков	322
12.7. Финансовая инновация	327
12.8. Концентрация участников клиринга	333
13. Чикагские горки	336
13.1. Общий клиринг для электронных трейдеров	336
13.2. Быстро жениться — долго каяться	339
13.3. СВОТ и ВОТСС: пути расходятся	342
13.4. Возвышение СМЕ	346
13.5. После принятия решения CFTC	350
13.6. Вертикальная интеграция и открытые позиции	356
14. Риски и новые возможности	359
14.1. Необходимость снизить риски	359
14.2. Операционные риски и 11 сентября	360
14.3. Международные стандарты для центральных контрагентов ...	362
14.4. Конфликты и инновации в Азии	367
14.5. Euron, ICE и клиринг внебиржевых энергетических деривативов	371

14.6. Проблемы с внебиржевыми контрактами	374
14.7. Центральный контрагент по кредитным деривативам?	379
15. Международный клиринг в Европе	386
15.1. Центральный контрагент по сделкам с акциями.	386
15.2. Clearnet: первый международный центральный контрагент Европы	388
15.3. LCH и Clearnet подумывают о брачных узах.	392
15.4. Борьба за единого центрального контрагента	396
15.5. LCH и Clearnet наконец-то объединяются.	400
16. Посттрейдинговая политика Европы.	406
16.1. Фрагментарное регулирование: пример LCH.Clearnet	406
16.2. Контуры посттрейдинговой политики ЕС.	409
16.3. Стандарты ESCB–CESR	413
16.4. Еврокомиссия приближается к принятию законодательства	415
16.5. Маккриви настаивает на невмешательстве в работу отрасли	419
16.6. Антимонопольные органы против вертикально интегрированных структур.	421
16.7. Закат идеи о создании единого центрального контрагента.	426
16.8. Операционное взаимодействие в повестке дня	428
16.9. Кодекс деловой этики	430
16.10. Проблемы с Кодексом деловой этики.	436
17. LCH.Clearnet под угрозой.	440
17.1. Отставка Дэвида Харди.	440
17.2. Власть переходит к Тапкеру и Лидделу	445
17.3. Turquoise и EuroCCP.	452
17.4. ICE, LIFFE, Rainbow и LSE	455
17.5. LCH.Clearnet: поиск союза ради безопасности	463
17.6. Вертикальное восхождение	465
17.7. Трансатлантические перспективы	470
Часть V. Новая парадигма: клиринг после кризиса.	473
18. Снижение рисков на внебиржевом рынке	474
18.1. Слишком великие и влиятельные, чтобы рухнуть	474
18.2. Клиринг-политика на высшем уровне.	479
18.3. Бурная деятельность Федерального резервного банка Нью-Йорка	481
18.4. Недоверие по ту сторону Атлантики и внутри ЕС	484
18.5. Совместная работа.	488
18.6. Дорога к законодательству: реверсивное движение.	490
18.7. Питтсбургские договоренности	493
18.8. Очерчивая границы	496
19. Клиринг свопов	502
19.1. Новые продукты, новые соперники, новые горизонты	502
19.2. Клиринг по кредитным деривативам	506

19.3. Депозитарная трастовая и клиринговая корпорация и LCH.Clearnet объявляют о слиянии	512
19.4. Попытка Lily	516
19.5. Сражение за LCH.Clearnet	519
19.6. Вражда стихает	522
19.7. Соперники SwapClear	527
19.8. Гарантии для инвесторов	531
20. Перемена мест	535
20.1. Конкуренция, рост и развитие	535
20.2. Падающие тарифы на клиринг по сделкам с европейскими акциями	537
20.3. Клиринг по алгоритмическому и высокочастотному трейдингу	542
20.4. Операционное взаимодействие в Европе: успехи и неудачи	544
20.5. NYSE Euronext создает собственную клиринговую палату	550
20.6. Вызов Чикагской товарной бирже	553
20.7. Клиринг на Лондонской фондовой бирже: «брожение» в индустрии	558
20.8. Другое будущее для LCH.Clearnet	561
21. Движение вперед	564
21.1. Закон Додда–Франка	564
21.2. EMIR. Проект правил регулирования инфраструктуры европейского финансового рынка	572
21.3. «Базель III» и центральные контрагенты	584
21.4. Размышления о банкротствах центральных контрагентов	588
21.5. Центральные контрагенты по всему миру	595
21.6. Азиатская эра клиринговых палат	597
22. Выводы и размышления	602
Приложения	613
Приложение 1	614
Часть I. «Расчищая» последствия кризиса	614
Часть II. Клиринг с участием центрального контрагента: становление системы	620
Часть III. Годы становления	635
Часть IV. Центральные контрагенты в десятилетие бума и краха	643
Часть V. Новая парадигма: клиринг после кризиса	655
Приложение 2	673
Глоссарий	673
Приложение 3	688
Аббревиатуры компаний, промышленных групп и названия регуляторов	688

1

Сомнительные герои

Кризис — время появления сомнительных героев. Банкротство империи Lehman Brothers 15 сентября 2008 года не стало исключением.

В тот день, когда Леман объявил о своем банкротстве в США, многочисленная группа финансовых организаций моментально начала действовать, чтобы мировые фондовые биржи и биржи деривативов могли продолжать работать.

Сначала в Европе, а затем и по всему миру центральные клиринговые палаты с участием центрального контрагента (известные как центральные контрагенты) бросились спасать триллионы долларов, зависшие в различных сделках в результате краха Lehman. Если бы не они, угроза обвала мирового финансового рынка, вызванная крахом инвестиционного банка со 158-летней историей, моментально стала бы реальностью.

Эти мало кому известные организации успешно справились со своими обязанностями в чрезвычайной ситуации, закрыв все сделки, по которым они несли обязательства. И это позволило мировым биржам продолжить работу в условиях многократно возросших объемов торгов вследствие резких колебаний цен на акции, облигации и другие биржевые инструменты.

Крах Lehman Brothers изменил мир во многих отношениях. После заявления Lehman Brothers Holdings о предоставлении защиты от кредиторов в случае банкротства, поданного в суд США по делам о банкротстве Южного округа Нью-Йорка, постепенно нараставший международный финансовый кризис стремительно перерос в глобальную экономическую катастрофу. Крах инвестиционного банка похоронил все надежды на возможность постепенного решения финансовых проблем, начавшихся летом 2007 года из-за роста убытков сектора ипотечного кредитования на американском рынке жилья.

Это банкротство подорвало доверие к рыночным инструментам финансирования. В ситуации утраты доверия перестали нормально работать инструменты межбанковского кредитования, без которого не может функционировать глобальная экономика. Денег стало мало. Их стоимость взлетела до небес.

Решение американских властей отказать Lehman Brothers в помощи опровергло распространенное мнение, будто крупные игроки, имеющие большое значение для международной финансовой системы, не могут обанкротиться. Тот факт, что те же власти в течение суток после краха Lehman решили поддержать недееспособную страховую группу AIG, только добавил сумятицы. Никто не понимал, кого государство будет спасать, а кого — нет. На первое место по важности вышел риск невыполнения обязательств — никто теперь не знал, с какими из финансовых организаций безопасно вести дела вне зависимости от их репутации.

В последующие недели правительства США, Великобритании и континентальной Европы были вынуждены поддержать банковскую и финансовую системы с помощью антикризисных пакетов, вливая в них миллиарды долларов, фунтов стерлингов и евро. Процентные ставки рухнули. Дефицит бюджета резко вырос. Многие ведущие банки выжили только потому, что получили от правительства средства налогоплательщиков для рекапитализации. В течение нескольких безумных недель некогда мощные и влиятельные финансовые структуры, созданные за последние тридцать лет, либо рухнули, либо — чтобы выжить — стали дочерними компаниями более сильных конкурентов или перешли под опеку государства. В итоге рыночная финансовая система, распространявшаяся из США по всему миру с начала 1980-х годов, теперь состоит из банков, которыми либо полностью, либо частично владеет государство.

Из-за банкротства Lehman Brothers триллионы долларов «зависли» в незакрытых сделках инвестбанка и его многочисленных дочерних структур. Активы оказались заморожены, что, в свою очередь, вызвало финансовые трудности у компаний-контрагентов, а для некоторых обернулось банкротством. Всем было ясно, что, пока конкурсные управляющие по обе стороны Атлантики будут спасать остатки компании, ее многомиллиардные активы на месяцы, а может быть, и годы останутся недосыгаемыми для кредиторов.

При этом ситуация по сделкам, заключенным через фондовые биржи и биржи деривативов, а также по небольшой части нестандартных двусторонних сделок, заключенных напрямую между финансовыми институтами на внебиржевых рынках, была кардинально другой. На этих сделках катастрофа с Lehman никак не отразилась по той простой причине, что расчеты по ним проводились через клиринговые палаты с участием центрального контрагента. Все убытки по этим сделкам после краха Lehman компенсировал центральный контрагент, который выступал покупателем для каждого продавца и продавцом для каждого покупателя на том рынке, где он оказывал клиринговые услуги.

Через неделю после банкротства Lehman Brothers обязательства по большинству открытых позиций по таким сделкам были оплачены или «хеджированы». Таким образом, эти сделки не грозили дальнейшими убытками для кредиторов и не добавляли хаоса в мировую финансовую систему.

В течение двух недель счета большинства клиентов Lehman Brothers были переведены в другие инвестиционные компании.

К концу октября 2008 года центральные контрагенты, работавшие на крупнейших финансовых рынках, доложили о том, что им удалось разобраться с последствиями самого крупного дефолта в истории мировых финансовых рынков без убытков для участников клиринга.

О результатах своей работы эти не слишком известные организации говорили с откровенной гордостью, что нечасто встречается в мире бизнеса, где нормой являются весьма сдержанные высказывания.

В Нью-Йорке Дональд Донахью, СЕО* Депозитарной трастовой и клиринговой корпорации США (DTCC), сообщил, что его компания смогла «обеспечить надежную работу отрасли и снизить риски», несмотря на «беспрецедентную волатильность и подрыв доверия» к сектору финансовых услуг¹.

Терренс Даффи, управляющий директор Группы Чикагской товарной биржи CME Group, заявил, что «ни один клиент, занимающийся торговлей фьючерсами, не потерял ни пенни и не пострадал от перерывов в торговой деятельности», когда Lehman Brothers объявил о банкротстве. «Огромные позиции Lehman Brothers были

* Chief Executive Officer (англ.) — высшая исполнительная должность в компании. В принятой в России иерархии аналог генерального директора. *Прим. ред.*

закрыты или проданы без потерь для клиринговой палаты и без каких-либо помех для работы рынка деривативов. Это свидетельствует о том, что наша система работает даже в периоды серьезнейших потрясений для финансовых рынков», — заявил Даффи на заседании Комитета Сената².

Приведем отрывок из воспоминаний председателя LCH.Clearnet Group Криса Тапкера о дне, когда британское операционное подразделение этой международной группы в Лондоне объявило о дефолте Lehman Brothers вскоре после начала торгов 15 сентября 2008 года: «В тот момент, когда Lehman Brothers объявил о банкротстве, все фондовые биржи проводили клиринг по своим сделкам через нас. Ни у одного другого центрального контрагента не было на балансе такого количества самых разных позиций. Я с ужасом думаю о том, что могло случиться с рынком, если бы мы не справились»³.

Успешное преодоление LCH.Clearnet и другими клиринговыми палатами последствий дефолта Lehman Brothers позволило многим финансовым институтам пережить один из самых тяжелых периодов мирового экономического кризиса. Благодаря клиринговым палатам фондовые биржи по всему миру продолжили привлекать столь необходимый для бизнеса капитал, а биржи фьючерсов и опционов — предоставлять инвесторам, трейдерам и предпринимателям средства защиты от рыночных рисков.

События сентября 2008 года кардинально изменили статус центральных контрагентов на финансовых рынках, благодаря чему они попали в центр внимания политических деятелей. После долгих лет безвестности они оказались одними из немногих финансовых институтов в мире, которые достойно пережили дни хаоса.

Эта книга рассказывает о клиринге с участием центральных контрагентов, детально анализируя их деятельность в чрезвычайной ситуации, возникшей после подачи Lehman Brothers петиции о банкротстве.

В главе 3 части I особое внимание уделяется эффективным ответным действиям группы LCH.Clearnet в момент объявления о банкротстве, несмотря на неожиданно возникшие серьезные проблемы с ее центральными контрагентами в Лондоне и Париже. Являясь компанией-оператором центральных контрагентов в нескольких странах, LCH.Clearnet первой из крупных клиринговых палат объявила дефолт по компаниям из группы Lehman 15 сентября. Она

предоставляла клиринговые услуги на большем количестве рынков и по большему числу классов активов, чем любой другой центральный контрагент. Она первой начала закрывать очень большие позиции на рынке свопов на процентные ставки, где за последние 10 лет уникальный опыт работы накопила компания SwapClear — именно она специализировалась на клиринговых услугах по сделкам с этими внебиржевыми инструментами.

Показав, насколько важную роль сыграли центральные контрагенты во время кризиса, книга исследует историю возникновения этого института, корни которого уходят в далекое прошлое. Активное развитие центральных контрагентов началось в конце XIX века. А сегодня на них возлагают большие надежды. В части II рассказывается о том, как в конце XIX — начале XX века первые клиринговые палаты испробовали самые разные структуры собственности и управления и прошли путь от паевых компаний до коммерческих организаций, чьи акции успешно торгуются на бирже. Им пришлось столкнуться со сложностями, которые прекрасно знакомы и современным руководителям центральных контрагентов. Тогда, как и сейчас, их решения во многом были обусловлены развитием технологий, в первую очередь в области связи и коммуникаций, и политической обстановкой.

Часть III рассказывает о том, как на фоне потрясений конца XX века рождались современные центральные контрагенты, и об их растущем взаимодействии с политиками и регулирующими органами.

В части IV представлена история развития клиринга с участием центральных контрагентов до дефолта Lehman Brothers в сентябре 2008 года, когда на смену оптимизму, порожденному глобализацией экономики, пришел мировой финансовый кризис.

В части V рассказывается, как клиринг и центральные контрагенты вышли на первый план в политической повестке дня благодаря успешной «расчистке» последствий дефолта Lehman Brothers, а также прослеживаются некоторые уроки, которые преподал кризис.

В заключительной части книги представлен обзор инициатив участников рынка и правительств различных стран по использованию центральных контрагентов для обеспечения большей прозрачности и снижения рисков на финансовых рынках для того, чтобы избежать повторения тяжелейшего мирового экономического кризиса со времен Великой депрессии. К числу таких инициатив относится

ведущая роль центральных контрагентов на рынке внебиржевых деривативов — именно эти финансовые инструменты привели к грандиозным потерям AIG, американской страховой группы, спасенной на деньги американских налогоплательщиков сразу после банкротства Lehman Brothers. С центральными контрагентами связаны большие надежды. Но возникает серьезный вопрос: не слишком ли много ожидают от институтов, которые, с одной стороны, снижают риски, а с другой — их аккумулируют?

История деятельности центральных контрагентов на мировых финансовых рынках — это история постоянных изменений, которые порой осложнялись отсутствием единой терминологии. Терминология клиринга постоянно менялась по мере развития бизнеса на протяжении последних 125 лет. Такие термины, как «клиринг с участием центрального контрагента» или «центральный контрагент», появились сравнительно недавно и стали широко использоваться лишь с начала 1990-х годов.

Анализируя историю появления и развития центральных контрагентов, книга рассказывает о финансовых институтах, которые существовали до того, как придумали термины «клиринг с участием центрального контрагента» и «центральный контрагент», и выполняли аналогичные функции. В книге также приводится обзор ранних форм клиринга, чтобы дать читателям некоторое представление о том, в каком контексте развивался институт центральных контрагентов. При этом обзор никоим образом не претендует на то, чтобы стать исчерпывающей историей всех форм клиринга.

Институты, аналогичные центральным контрагентам, впервые появились в XVIII веке в Японии как часть инфраструктуры рисовой биржи Додзима в Осаке. Однако современные центральные контрагенты восходят к клиринговым системам, защищавшим партнеров от риска невыполнения обязательств при торговле товарными фьючерсами в конце XIX века в Европе.

Технологии, превосходящие клиринг с участием центрального контрагента, появились в 80-х годах XVIII века в исторических торговых центрах Европы в помощь трейдерам, работавшим с фьючерсами и опционами, которые позволяли зарабатывать на сезонных изменениях и циклах инвестиционной, производственной и коммерческой деятельности на рынках сельскохозяйственной продукции и сырья.

Вскоре после этого клиринговые операции появились и в Северной Америке, где «полноценные» клиринговые палаты стали выступать в роли покупателя для каждого продавца и продавца для каждого покупателя на национальных товарных биржах. Новая услуга набирала популярность не слишком быстро отчасти из-за негативного отношения к биржевым спекуляциям. Но вскоре полный клиринг стал нормой для всех сделок, заключаемых на товарных биржах в годы стремительного экономического роста после Первой мировой войны и до Великой депрессии.

За последние 40 лет значимость центральных контрагентов росла в геометрической прогрессии. В начале 1970-х годов в связи с переходом к плавающему обменному курсу стала стремительно развиваться торговля деривативами и, как следствие, резко вырос спрос на услуги центральных контрагентов. Изобретение фьючерсов, вызвавшее спекулятивный бум, и необходимость управления рисками, ассоциированными с колебаниями курсов валют, стоимости ценных бумаг и изменениями процентных ставок, привели к возникновению новых рынков, что, в свою очередь, сдерживало дальнейшее развитие товарных бирж, для обслуживания которых изначально и создавались центральные контрагенты.

В еще большей степени развитию центральных контрагентов способствовал расцвет компьютерных технологий. Серьезное влияние на этот процесс оказал крах Уолл-стрит 1987 года, продемонстрировавший возрастающую важность клиринговых палат и тех рисков, от которых они защищали, что повлекло за собой усиление регулирования деятельности центральных контрагентов.

Чрезвычайно важным моментом последних десятилетий стало осознание того, что центральные контрагенты могут создавать дополнительную стоимость в цепочке сделок между продавцами и покупателями ценных бумаг и фьючерсных контрактов. Это стало побудительным мотивом для акционирования фондовых бирж и обслуживающих их инфраструктур.

До недавнего времени считалось, что центральные контрагенты занимаются исключительно клирингом по сделкам со стандартизованными товарами и финансовыми инструментами. Услуги центральных контрагентов по-прежнему используются в основном при совершении сделок с облигациями, акциями и фьючерсными контрактами,

которые котируются и торгуются на обычных биржах. Но уже предпринимались попытки создать центрального контрагента для кредитных инструментов, торгующихся на внебиржевых рынках. А это означает, что клиринг с участием центрального контрагента на финансовых рынках стоит на пороге новой эры.

Но прежде чем перейти к рассказу о роли центральных контрагентов в прошлом, настоящем и будущем, давайте поближе познакомимся с современным центральным контрагентом, посмотрим, как он работает, разберемся, какие особенности отличают клиринг с участием центрального контрагента, и определим его место на современных финансовых рынках.