

Эта книга принадлежит

Контакты владельца

Эту книгу хорошо дополняют:

Сантехники и провидцы

Питер Норман

Путь черепах

Куртис Фейс

Вышел хеджер из тумана

Бартон Биггс

Peter Norman

The Risk Controllers

Central Counterparty Clearing
in Globalised Financial Markets

Wiley

[Почитать описание, рецензии и купить на сайте МИФа](#)

Питер Норман

Управляя рисками

Клиринг с участием центральных
контрагентов на глобальных
финансовых рынках

Перевод с английского

Издательство «Манн, Иванов и Фербер»
Москва, 2013

[Почитать описание, рецензии и купить на сайте МИФа](#)

УДК 336.761(4)

ББК 65.264

Н11

Перевод с английского О. Александровой, О. Антоновой, О. Поборцевой, Л. Сумм

Издано с разрешения John Wiley & Sons Limited
и литературного агентства Александра Корженевского

Норман, П.

Н11 Управляя рисками. Клиринг с участием центральных контрагентов на глобальных финансовых рынках / Питер Норман ; перевод с англ. — М. : Манн, Иванов и Фербер, 2013. — 704 с.

ISBN 978-5-91657-547-7

Эта книга — продолжение знаменитого труда Питера Нормана «Сантехники и провидцы», посвященного становлению европейского рынка ценных бумаг. На этот раз британский журналист обращается к некогда малоизвестной области финансовой инфраструктуры — клирингу с участием центральных контрагентов, обеспечивающих закрытие сделок с деривативами и ценными бумагами в случае дефолта одной из сторон.

Норман анализирует историю клирингового бизнеса, рассказывает о принципах его работы и на примере драматичных событий, в том числе 2008 года, когда центральным контрагентам пришлось «расчищать» последствия банкротства Lehman Brothers, объясняет, какую роль эти организации играют в обеспечении бесперебойной работы мировой финансовой системы.

Книга адресована в первую очередь специалистам отрасли, а также всем, кто интересуется экономикой, финансами, бизнесом и их взаимовлиянием на политику и законодательство.

УДК 336.761(4)

ББК 65.264

Все права защищены.

Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

Правовую поддержку издательства обеспечивает юридическая фирма «Вегас-Лекс»

VEGAS LEX

© Peter Norman, 2011

© Перевод на русский язык, издание на русском языке, оформление. ООО «Манн, Иванов и Фербер», 2013

ISBN 978-5-91657-547-7

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. LPSN 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 узлах.	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

Предисловие партнера книги

Уважаемые читатели!

Московская Биржа спонсирует российское издание очередной книги Питера Нормана. При поддержке Биржи год назад в России вышла и его книга «Сантехники и провидцы» (Plumbers & Visionaries), посвященная европейской биржевой индустрии в послевоенные годы — становлению вертикально интегрированных групп, возросшей роли клиринга и расчетов на фоне сложного пути развития международных финансовых рынков.

Следующая книга Питера Нормана «Управляя рисками», которую вы держите в руках, продолжает этот рассказ. На этот раз в фокусе автора — клиринг, риск-менеджмент, функционирование центральных контрагентов. Это профессиональный, местами захватывающий рассказ о видоизменениях и идентификации рисков расчетной инфраструктуры, креативном поиске адекватных методов их контроля и минимизации, в частности в период финансового кризиса 2008 года, когда удар дефолта Lehman Brothers поставил новые, трудно прогнозируемые вызовы перед финансово-расчетной индустрией. Выполняющие функции центральных контрагентов клиринговые компании расчистили обломки рухнувшего банка, предотвратили цепную реакцию дефолтов, сохранили функционирование рынков по всему миру.

Глубокие преобразования происходят и на российском финансовом рынке — создан центральный депозитарий, возрастает роль центрального контрагента, функции которого охватывают все больший круг операций и секторов биржевого рынка, меняются продукты и регулирование. Во всех этих процессах и преобразованиях активно участвует Московская Биржа и ее дочерние компании — Национальный

расчетный депозитарий, Национальный клиринговый центр. Международный опыт, в котором есть и преодоления, и ошибки, и замечательные находки, необходим для принятия верных решений участниками российского финансового рынка.

Мне хочется верить, что книги Питера Нормана, признанного эксперта в области финансовой журналистики, талантливого рассказчика и свидетеля многих излагаемых событий, помогут участникам российского финансового рынка успешно преодолеть сегодняшние и будущие вызовы на пути к формированию современной конкурентоспособной рыночной инфраструктуры и созданию у нас Международного финансового центра.

*Председатель Правления Московской Биржи
Александр Афанасьев*

*Посвящается Дженис Норман
и памяти Фрэнка Нормана*

Предисловие

Это издание об истории и функциях клиринга с участием центрального контрагента — моя вторая книга, посвященная важнейшей финансовой инфраструктуре. Она рассказывает о бизнесе, который вышел на первый план после банкротства Lehman Brothers.

Я начал ее писать еще до катастрофических событий сентября 2008 года. Как и предыдущий мой труд «Сантехники и провидцы»*, эта книга — результат трехстороннего сотрудничества между мной, бывшим руководителем LCH.Clearnet Крисом Тапкером и компанией John Wiley & Sons.

Идея написать «Управляя рисками», так же как и идея предыдущей книги, возникла во время обеда с Крисом в марте 2008 года, как раз когда мы делились впечатлениями от публикации «Сантехников и провидцев».

Тапкер предложил мне подготовить тезисы для новой книги той же серии, которая была бы посвящена малоизвестному и сложному бизнесу центральных контрагентов, обеспечивающих закрытие сделок с деривативами и ценными бумагами в случае дефолта одной из сторон.

Как и с «Сантехниками и провидцами», Крис Тапкер хотел, чтобы эта книга доступно рассказала широкому кругу читателей о клиринговом бизнесе, о принципах его работы и о том, как развивалась эта некогда малоизвестная область финансового рынка в контексте общественных, политических и законодательных изменений последнего времени.

После некоторых опасений (не будучи специалистом в этой области, я боялся, что тема клиринга потребует слишком многих технических деталей) я согласился. Взвесив все «за» и «против», мы оба решили,

* Норман П. Сантехники и провидцы. Расчеты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок. М. : Манн, Иванов и Фербер, 2012. *Прим. ред.*

что написать книгу «Управляя рисками» будет не так уж сложно, поскольку она будет основываться на аналитических разработках, выполненных для предыдущего издания.

Наш разговор состоялся за шесть месяцев до банкротства Lehman Brothers, которое перевернуло финансовый мир вверх дном и способствовало стремительному выходу клиринговой деятельности из бэк-офиса на первые страницы прессы.

Банкротство Lehman и его последствия серьезно повысили интерес общества к теме клиринга и значительно усложнили книгу. В результате объем работы заметно вырос по сравнению с первоначальным, поскольку в части III мы решили привести примеры того, как клиринговые палаты в целом и LCH.Clearnet в частности расчищали последствия дефолта Lehman. Часть V посвящена изменениям, произошедшим в политической, законодательной и корпоративной сферах после сентября 2008 года, которые определили будущее клиринговой индустрии на годы вперед. Книга охватывает события до октября 2010-го и содержит некоторые позднейшие дополнения, внесенные в марте 2011 года. Таким образом, она освещает послекризисные законодательные инициативы, направленные на реформирование американской, европейской и мировой финансовых систем.

Уделяя должное внимание событиям прошедших трех лет, мы постарались, чтобы книга по-прежнему отвечала своим первоначальным целям — рассказать об истории клиринга. В результате идея вылилась в довольно масштабный проект, о чем свидетельствует подзаголовок книги: «Клиринг с участием центральных контрагентов на глобальных финансовых рынках». Цель книги — показать читателю, что деятельность центральных контрагентов — это сложный бизнес-процесс, уходящий корнями глубоко в историю, и развивался он параллельно на нескольких континентах.

Насколько я знаю, это первая попытка за многие годы рассказать о клиринге в целом и об истории его становления и развития. Клиринговым палатам уделялось значительное внимание на протяжении двух десятилетий после их основания в Европе в 1880 году. Затем интерес к ним угас и не проявлялся большую часть XX столетия, поскольку их значение в глобальной экономике снизилось из-за мировых войн и Великой депрессии. С начала 1980-х стало появляться много литературы о клиринге и центральных контрагентах, в основном

в виде официальных отчетов или специальных исследований отдельных аспектов клиринга, но не в виде обзора общей истории его становления и развития.

Я надеюсь, что эта книга будет интересна специалистам, но в особенности рассчитываю, что она откроет мир центральных контрагентов для широкой аудитории, включая всех тех, кто интересуется экономикой, финансами, бизнесом и их взаимовлиянием на политику и законодательство.

Эта книга не претендует на исчерпывающее описание центральных контрагентов и клиринга с их участием. Войны, технический прогресс и переезды компаний словно нарочно способствовали утрате документальных сведений, необходимых для создания данного труда, если это в принципе возможно. Центральные контрагенты, подобно многим другим структурам, связанные с информационными технологиями, пренебрежительно относятся к своим корням и истории. Мой опыт свидетельствует: архив компании — это первое, что выбрасывается на помойку, когда в офисе не хватает места или компания переезжает.

Тем не менее я убежден, что в забытых или ожидающих каталогизации архивах можно обнаружить еще многое об истории клиринга. Вдохновляет тот факт, что некоторые компании, например ICE Futures в Канаде, безвозмездно передали в университетские архивы исторические материалы, полученные в ходе поглощений. Если их пример или эта книга вдохновят другие компании или подвигнут исследователей на то, чтобы заняться изучением истории финансовой инфраструктуры, то это только пойдет на пользу дела.

Написание этой книги стало возможным благодаря поддержке LCH.Clearnet Group, предоставившей финансирование, без которого исследовательская работа была бы невозможна. История клиринговых палат, которые в конечном счете объединились в LCH.Clearnet, стала частью повествования. Однако данная книга не является официальной историей ни LCH.Clearnet, ни какой-либо другой клиринговой палаты. Мои отношения с этой организацией всегда оставались сугубо деловыми.

Любая книга пишется при участии большого числа помощников, и «Управляя рисками» не исключение. Я выражаю особую благодарность Крису Тапкеру, чье терпение, вдохновение и рекомендации

всегда оказывали мне незаменимую помощь. Я также признателен Рори Каннингэму, который помог мне досконально разобраться в технологиях современного клиринга (и почти и овладеть ими самому). Деннис Даттерер совершенно бескорыстно разрешил мне пользоваться своей коллекцией документов по ранней истории Клиринговой корпорации Товарной биржи и согласился вычитывать черновые редакции первых глав, а также предоставил ценный материал о развитии клиринга в США. Майкл Марч, Наташа де Теран, Рори Каннингэм, Эд Уотс, Андреа Шлайфер, Питер Макларен, Дэвид Райт и Бен Норман согласились прочитать отдельные части книги и внесли много полезных замечаний (само собой разумеется, что, не смотря на огромную помощь, за все ошибки в этой книге, равно как и за оценочные суждения, отвечаю только я).

Наконец, эта книга *не* была бы написана без Дженис, моей супруги, чье терпение, чувство юмора и поддержка помогли мне во время исследований и писательской работы.



[Почитать описание, рецензии
и купить на сайте](#)

Лучшие цитаты из книг, бесплатные главы и новинки:

