

Книга о финансах, которая читается как захватывающий детектив.

А. Афанасьев, Председатель Правления Московской Биржи

Питер Норман

УПРАВЛЯ РИСКАМИ

*Клиринг с участием
центральных контрагентов
на глобальных финансовых
рынках*

Peter Norman

The Risk Controllers
Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets

[Хороший перевод!]

Питер Норман
Управляя рисками. Клиринг с участием
центральных контрагентов на
глобальных финансовых рынках

© Peter Norman, 2011

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

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

Все права защищены. Никакая часть электронной версии этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, для частного и публичного использования без письменного разрешения владельца авторских прав.

Правовую поддержку издательства обеспечивает юридическая фирма «Вегас-Лекс»

Эту книгу хорошо дополняют:

[Сантехники и провидцы](#)

Питер Норман

[Путь черепах](#)

Куртис Фейс

[Вышел хеджер из тумана](#)

Бартон Биггс

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»^[1], 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, 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, несмотря 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.

Часть I. «Расчищая» последствия кризиса

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, немногочисленная 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, CEO^[2] 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 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, предвосхищающие 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.

2. Клиринговая палата – центральный контрагент нового времени

2.1. Уникальное конкурентное преимущество центрального контрагента

Когда после банкротства Lehman Brothers чуть было не рухнула вся международная финансовая система, участники рынка и регуляторы вспомнили о первоначальном уникальном предназначении центрального контрагента.

Предшественники современных центральных контрагентов были созданы в XIX веке для нейтрализации риска невыполнения обязательств одним из участников сделки на товарных рынках. Аналогично основной задачей современных клиринговых палат стало гарантировать, что сделка с ценными бумагами или деривативами, заключенная между двумя участниками центрального контрагента, не сорвется в случае, если покупатель или продавец будут не в состоянии выполнить свои обязательства. Выступая в роли покупателя для каждого продавца и продавца для каждого покупателя, центральный контрагент обеспечивает закрытие сделки в том случае, если один из ее участников объявляет дефолт.

Торговая сделка может заключаться на бирже, на альтернативной электронной торговой площадке или между двумя партнерами на внебиржевом рынке. Юридическая передача обязательств клиринговой палате как контрагенту в двух новых сделках, где продавец продает финансовые инструменты клиринговой палате, а покупатель их у нее покупает, называется *новацией*.

Благодаря современным информационным технологиям сейчас в процессе клиринга с участием центрального контрагента новация происходит моментально, в момент исполнения сделки. При использовании традиционных методов, которые по-прежнему

применяются для внебиржевых сделок, новация сделки регистрируется центральным контрагентом сразу после того, как была заключена первоначальная сделка и ее детали прошли процедуру сверки. Новация происходит до этапа закрытия сделки или проведения расчетов по ней – этим обычно занимается другая структура.

Последние пятнадцать лет до краха Lehman Brothers риск невыполнения обязательств не сильно беспокоил участников финансовых рынков. В эти годы большинство участников сделок гораздо больше ценили возможность снизить с помощью центрального контрагента свои затраты, повысить эффективность работы за счет неттинга позиций по сделкам, а также обеспечить анонимность торговых операций.

Гарантии, которые давали центральные контрагенты, привлекали пользователей прежде всего потому, что это сокращало их расходы. Согласно принятым международным стандартам достаточности банковского капитала, участие в сделке центрального контрагента с высоким кредитным рейтингом позволяло первоначальным сторонам сделки не обеспечивать все свои открытые позиции собственным капиталом¹.

До того памятного дня, когда рухнул Lehman Brothers, центральные контрагенты, по сути, были никому не известными компаниями, совмещавшими в себе ряд функций банка, почты и страховщика. Фактически после того, как регистрация, новация и неттинг начиная с 1960-х годов стали проводиться в электронном виде, производительность центральных контрагентов выросла в геометрической прогрессии как в количественном, так и в качественном отношении, и сегодня, к примеру, LCH.Clearnet Group проводит клиринг более чем по 2 млрд сделок в год².

Благодаря техническим возможностям и методикам управления рисками центральные контрагенты сыграли роль своего рода «предохранителей», которые приостановили финансовый хаос

и не позволили кризису 15 сентября 2008 года перерасти в масштабную катастрофу для мировой экономики.

2.2. Торговые площадки и клиринговые рынки

Современные клиринговые палаты являются жизненно необходимым звеном в сложной сети институтов, посредников и регуляторов, которые взаимодействуют сегодня на финансовых рынках.

«Мы позволяем Сити спокойно спать по ночам», – так однажды охарактеризовал Крис Тапкер работу LCH.Clearnet и других клиринговых палат. Эта фраза разошлась по финансовым рынкам в разных странах.

Для нормального функционирования центральным контрагентам необходимо тесно взаимодействовать с биржами, торговыми платформами или другими площадками, где непосредственно заключаются сделки. С клиринговой палатой с участием центрального контрагента заключается контракт, на основании которого она проводит регистрацию и новации торговых сделок, заключаемых продавцами и покупателями на данной торговой площадке, используя данные по сделкам, предоставленные этой самой площадкой.

Центральный контрагент, как правило, предоставляет гарантии и осуществляет неттинг по сделкам для сравнительно небольшого круга финансовых компаний – пользователей данной торговой площадки. В большинстве случаев участниками клиринга в современном центральном контрагенте являются крупные инвестиционные или коммерческие банки. Заключить договор с клиринговой палатой могут только те участники рынка, которых одобрил центральный контрагент. Существуют две большие категории участников клиринга, с которыми имеют право работать центральные контрагенты: общие клиринговые участники (ОКУ) и индивидуальные клиринговые участники (ИКУ). ОКУ имеют право

проводить клиринг по своим сделкам, а также по сделкам своих клиентов и по сделкам компаний, которые сами не являются участниками клиринга (это те участники рынка, которые торгуют на той же торговой площадке, что и ОКУ, но сами не имеют прямого доступа к центральному контрагенту).

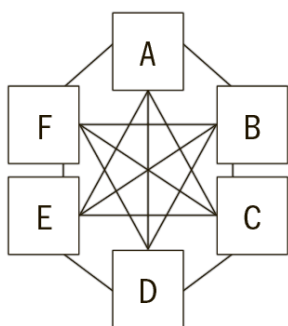
Определение ИКУ более размыто и зависит от правил работы конкретной клиринговой палаты или биржи. Согласно некоторым определениям, ИКУ имеет право проводить клиринг с участием центрального контрагента только по своим сделкам³. В случае же с Eurex Clearing AG, наоборот, индивидуальный клиринговый участник может проводить клиринг для своих клиентов через свой счет в центральном контрагенте во Франкфурте. Точно так же он может проводить клиринг для клиентов тех компаний, которые не являются участниками клиринга, но аффилированы с ИКУ.

Банки или брокерские конторы, которые, будучи участниками центральных контрагентов, соглашаются предоставлять клиринговые услуги другим компаниям, служат своего рода связующим звеном между клиринговой палатой и многочисленным сообществом банков, брокерских контор и финансовых посредников – число таких клиентов у крупных ОКУ может достигать нескольких сотен. В этом случае клиенты участника клиринга могут торговать от своего имени или же действовать от лица конечных инвесторов при покупке или продаже ценных бумаг или деривативов, клиринг по сделкам с которыми осуществляется через центрального контрагента.

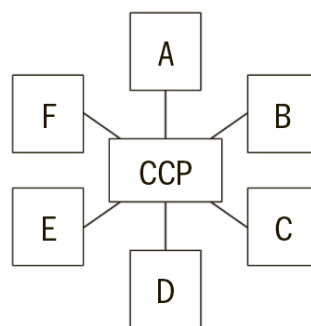
В процессе развития клиринга структура и характер интересов его участников и инвесторов претерпевали значительные изменения, что отразилось на деятельности центральных контрагентов. Из-за стремительного роста рынка финансовых фьючерсов в 1970-х годах среди участников клиринга стали преобладать банки и инвестиционные банки – даже на товарных рынках, где они пришли на смену традиционным трейдерам и продавцам. В начале нынешнего столетия крупными клиентами участников клиринга

стали также хедж-фонды, причем в некоторых случаях по мере расширения своей деятельности они становились самостоятельными участниками клиринга. В последнее время растет роль специализированных высокочастотных трейдеров и провайдеров ликвидности как в области трейдинга, так и в качестве клиентов участников клиринга.

Рисунок 2.1. Сравнение двустороннего клиринга и клиринга с участием центрального контрагента [3]
Двусторонний клиринг* Клиринг с участием центрального контрагента**



Ячейки А – F представляют контрагентов



Участник клиринга обязан исполнить все обязательства своих клиентов в случае их дефолта. Если же эти обязательства столь высоки, что участник клиринга сам вынужден объявить дефолт, в дело вступает центральный контрагент.

Таким образом, клиринговая палата оказывает помощь участнику клиринга в случае его неспособности выполнить свои обязательства. Именно в силу того, что центральный контрагент управляет этими рисками, а при необходимости берет их на себя, они и оказались в центре внимания политиков и регулирующих органов после банкротства Lehman Brothers.

Как заявил Эндрю Холдейн, исполнительный директор по вопросам финансовой стабильности Банка Англии, центральные контрагенты могут противостоять распространению финансового кризиса столь же эффективно, как целевая вакцинация

предотвращает развитие эпидемии или противопожарные полосы останавливают распространение лесных пожаров⁴.

Оперируя терминами из таких научных дисциплин, как экология, эпидемиология, биология и техника, Холдейн заявил, что центральные контрагенты в состоянии «одним махом» разобраться со всеми сложностями, которые сделали современные финансовые системы такими уязвимыми. При участии центрального контрагента в каждой сделке «разветвленная сеть участников сжимается до уровня последовательных двусторонних взаимоотношений с центральным контрагентом и приобретает простую веерную структуру. Длинная цепочка сжимается до единственного звена». При условии, что надежность центрального звена не вызывает сомнений, «риски, связанные с неисполнением кем-либо из участников своих обязательств, эффективно устраняются». Рис. 2.1 иллюстрирует данное утверждение.

2.3. Управляя рисками

Центральные контрагенты снижают риски на рынках, устраняя опасность дефолта участников рынка, который может спровоцировать цепную реакцию. Однако, выполняя эту задачу, они аккумулируют все риски у себя и таким образом потенциально сами могут обрушить всю финансовую систему.

Этот «парадокс центрального контрагента» означает, что они критично важны для жизнеобеспечения всей системы и поэтому вызывают пристальное внимание со стороны государства и требуют жесткого регулирования. Роль последнего возрастает по мере того, как от центральных контрагентов начинают требовать, чтобы они обеспечивали снижение рисков на все большем и большем количестве финансовых рынков.

Объемы сделок, которые проходят через центральных контрагентов, могут быть ошеломляющими. Согласно данным финансовой отчетности LCH.Clearnet Group за 2009 год, на 31 декабря реальная стоимость сделок участников клиринга с участием LCH.Clearnet Group в Лондоне и Париже составила 419 млрд евро. Эта огромная сумма одновременно значилась как задолженность группы перед участниками клиринга и как задолженность участников клиринга группе, поскольку центральные контрагенты в Лондоне и Париже выступали покупателями для каждого продавца и продавцами для каждого покупателя. Для сравнения, 419 млрд евро приблизительно равняется трехмесячному ВВП Великобритании – объему всей выпускаемой в стране продукции и оказываемых услуг.

Для того чтобы центральный контрагент мог эффективно защищать от риска неисполнения обязательств, ни у кого не должно возникать никаких сомнений в его финансовой надежности. «Поскольку центральный контрагент остается единственным

уязвимым местом системы, он должен быть пуленепробиваем», – заявил Холдейн⁵.

Для достижения этой цели необходимо объединить усилия с участниками клиринга: чтобы коллективно устранить риск дефолта любого из участников, нужно взять на себя обязательства, серьезно превышающие простую оплату услуг центрального контрагента.

Участники клиринга должны совместно создать и финансировать необходимые инструменты, позволяющие центральному контрагенту эффективно управлять рисками. В свою очередь, центральный контрагент также задействует комплекс мер, которые обеспечивают ему максимальную защиту от любых известных рыночных рисков. Эти защитные механизмы включают в себя:

- Корректировку по рынку, для того чтобы ежедневно – в особенности во время торговых сессий – клиринговая палата учитывала изменения стоимости торговых сделок.

- Установление маржи или процесс удержания некой гарантийной суммы, пропорциональной стоимости сделки у покупателя и продавца, в качестве залогового обеспечения на случай, если одна из сторон не сможет завершить сделку.

- Определение критериев, гарантирующих, что члены клиринговой палаты обладают достаточной финансовой стабильностью, необходимой для функционирования центрального контрагента и рынков, которые он обслуживает.

- Установление строгих правил для участников клиринга, включающих в себя такие санкции, как обязательное закрытие клиринговой палатой любых открытых сделок в случае дефолта.

- Адекватную структуру управления: например, в LCH.Clearnet сотрудники, занимающиеся управлением рисками, полностью отделены от коммерческого подразделения клирингового банка и не подчиняются его инструкциям.

- Наличие гарантийного фонда для исполнения обязательств на случай дефолта, который формируется из взносов участников клиринга и средства которого центральный контрагент может

привлекать, если размер маржи участника, не выполнившего обязательства, оказался недостаточен для закрытия его позиций. В некоторых случаях центральные контрагенты тоже делают взносы в этот фонд: «шкура в игре»^[4] подчеркивает взаимную ответственность клиринговой палаты и участников клиринга за надежность и стабильность работы всей системы⁶.

- Четко оговоренные полномочия, позволяющие центральному контрагенту по своему усмотрению ликвидировать, передавать или использовать другие способы защиты от рисков в случае дефолта.

- Страхование для покрытия последующих убытков, хотя эта форма защиты сейчас менее популярна из-за ухода с рынка поставщиков данных услуг.

- Другие методы финансовой защиты, включая гарантии от материнской компании или закрепленное в договоре на обслуживание право требовать от участников клиринга внесения дополнительного капитала.

- Собственный капитал центрального контрагента как последнее средство финансовой защиты.

Маржа является первым уровнем защиты центрального контрагента в случае дефолта. Когда клиринговая палата берет на себя обязательства по клирингу сделки, участники клиринга предоставляют центральному контрагенту «первоначальную» маржу, или часть суммы сделки для покрытия рисков до момента завершения или закрытия сделки. Фактический размер маржи может меняться в зависимости от того, о каких финансовых инструментах идет речь, от того, сколько времени сделка остается открытой, а также от методологии расчета маржи в данной конкретной клиринговой палате. Первоначальная маржа по фьючерсным контрактам обычно выше, чем по сделкам с ценными бумагами, расчеты по которым на большинстве бирж производятся на третий день после заключения сделки.

Центральный контрагент также платит и собирает «вариационную» маржу. Согласно определению, размер вариационной маржи меняется по мере изменения стоимости открытых сделок, которые проходят через центрального контрагента. Цель вариационной маржи – компенсация возможных убытков или прибылей вовлеченных в сделку участников клиринга, чтобы обеспечить отсутствие убытков у любой из сторон, которые она не сможет покрыть до завершения или закрытия сделки. Вариационная маржа взимается с участников клиринга ежедневно, если цены изменяются не в их пользу. С другой стороны, центральный контрагент кредитует вариационную маржу участнику клиринга, если стоимость ценных бумаг или фьючерсов изменилась в пользу участника.

В периоды особой волатильности рынка центральный контрагент может потребовать внесения дополнительной маржи, чтобы защитить себя от резких скачков цен в течение рабочего дня. Требование дополнительной маржи (маржин колл) может случаться несколько раз за время торговой сессии. И горе тому, кто его не исполнит: центральный контрагент тут же объявит дефолт такому нарушителю и закроет или передаст его оставшиеся открытые позиции. В свою очередь, участники клиринга также обычно имеют право предпринять сходные действия в отношении своих клиентов, которые вовремя не предоставили дополнительные средства.

Количество требований дополнительной маржи значительно выросло в последнем квартале 2008 года после банкротства Lehman Brothers. Это сказалось на результатах деятельности LCH.Clearnet Group: в октябре средневзвешенный размер активов, которыми управляли сотрудники казначейства, подскочил до 48 млрд евро, хотя в течение года он держался на уровне 26 млрд евро⁷.

В ноябре 2010 года требования дополнительной маржи привели к новому витку суверенного долгового кризиса в еврозоне: LCH.Clearnet увеличила маржу до 15 % от чистой суммы открытых позиций по сделкам с ирландскими государственными облигациями,

клиринг по которым проводился через RepoClear. Так тема маржирования, ранее интересовавшая только финансистов, вышла на первые полосы газет.

Для того чтобы стать участником центрального контрагента, потенциальные претенденты должны продемонстрировать, что они обладают достаточными финансовыми и техническими возможностями для ведения деятельности без риска неисполнения обязательств. Центральные контрагенты устанавливают жесткие требования к размеру достаточного капитала для участников клиринга, отражающие степень рискованности бизнеса, которым занимаются участники клиринга. В частности, требования к капиталу для компании, осуществляющей сделки с ценными бумагами, расчеты по которым проходят в течение трех дней, будут значительно ниже, чем для компании, которая осуществляет операции со свопами на процентные ставки, где сумма рискованного номинала может достигать триллионов долларов и где позиции могут оставаться открытыми много месяцев и даже лет⁸.

Торговые позиции и прочая деятельность участников клиринга также пристально отслеживаются центральным контрагентом, чтобы как можно раньше обнаружить любые изменения, которые могут негативно повлиять на способность участника клиринга выполнить свои обязательства.

В свою очередь, центральные контрагенты должны сделать свои услуги настолько привлекательными, чтобы заручиться поддержкой участников клиринга, которые конкурируют друг с другом за деньги инвесторов. Принимая на себя ответственность по закрытию сделок и по защите рынка от риска невыполнения обязательств, клиринговые палаты в то же время делают все возможное, чтобы обеспечить сохранность маржи и средств своих участников клиринга и косвенно – клиентов своих участников, лежащих в гарантийном фонде.

В случае с дефолтом Lehman Brothers, подразделения которого являлись участниками центральных контрагентов по всему миру,

размер предоставленной ими маржи оказался достаточным для защиты практически всех клиринговых палат от последствий дефолта инвестбанка. Как будет рассказано в следующей главе, был только один случай, когда центральный контрагент был вынужден использовать средства из гарантийного фонда, – это случилось с клиринговой палатой в Гонконге.

2.4. Клиринг по сделкам с деривативами и ценными бумагами

За последние 125 лет центральные контрагенты эволюционировали настолько, что сейчас с их помощью можно обеспечить безопасность и прозрачность торговли на рынках фьючерсов и опционов. Они жизненно необходимы для безопасной и эффективной биржевой торговли деривативами. Благодаря компьютерным технологиям центральные контрагенты стимулировали быстрый рост числа бирж деривативов по всему миру и их активное развитие, а также сыграли важную роль в появлении большого количества различных контрактов, которыми торгуют инвесторы.

После краха Lehman Brothers крупнейшие законодательные органы стали наделять центральных контрагентов все более широкими полномочиями в сфере внебиржевой торговли деривативами⁹.

Притом что центральные контрагенты давно и плотно работали на рынке деривативов, на рынок ценных бумаг – акций и облигаций – они вышли относительно недавно. Центральные контрагенты начали работать на фондовых рынках США только в 1970-х годах после крупномасштабной реформы финансовых рынков. А на европейских фондовых рынках они стали играть сколько-нибудь заметную роль лишь с начала 1990-х годов, после того как был создан центральный контрагент по сделкам с акциями для Парижской фондовой биржи.

Эти противоположные тенденции отражают некоторые важные различия между деривативами и ценными бумагами: в том, что они собой представляют, как торгуются и каким образом по сделкам с ними проводится клиринг.

Как следует из названия, стоимость дериватива является производной от стоимости другого продукта или актива. Он может

являться производным от любого из бесчисленных базовых активов или инструментов, включая сырьевые товары: нефть или сахар, иностранные валюты, акции компаний, правительственные облигации или стоимость капитала, выраженную в виде процента по кредитам и займам.

Дериватив может быть фьючерсом – юридически обязывающим договором о продаже или покупке определенного количества заранее оговоренного актива либо по согласованной цене, либо в определенную дату в будущем. Он может быть опционом, который дает своему владельцу право (но не обязательство) купить или продать заранее оговоренный актив по заранее установленной цене либо в определенную дату в будущем. Он может являться своп-контрактом, согласно которому два контрагента договариваются об обмене денежными потоками, генерирующими два актива одинаковой номинальной стоимости¹⁰. Дериватив может быть гибридным и обладать, например, признаками как опциона, так и фьючерса.

Существует множество видов деривативов, и все они отличаются друг от друга по уровню сложности. Но их объединяет общее свойство: это контракты, которые заключаются под конкретный запрос и в которых продавец и покупатель подробно оговаривают свои обязательства. Стандартизированные деривативы торгуются на биржах, во всех остальных случаях контракты заключаются напрямую между двумя сторонами на внебиржевом рынке. Еще одна важная характеристика деривативов – они представляют собой маржинальные инструменты, а это значит, что инвестору необходимо оплатить клиринговой палате лишь малую часть стоимости сделки во время ее регистрации.

В отличие от ценных бумаг, расчеты по сделкам с которыми проводятся по принципу поставки против платежа в течение нескольких дней, контракты по деривативам могут оставаться открытыми на протяжении нескольких недель, месяцев, лет или даже десятилетий¹¹. Однако срока погашения достигает

и, соответственно, требует проведения расчетов сравнительно небольшое число контрактов. Вместо этого сделки обычно закрываются, когда инвестор заключает равную по стоимости обратную сделку для зачета текущей открытой позиции.

С помощью регистрации и неттинга обратных сделок клиринговые палаты способствуют досрочному закрытию контрактов и, таким образом, предоставляют чрезвычайно важную услугу инвесторам, занимающимся деривативами. Стратегии по хеджированию рисков и спекулятивные операции работают эффективнее, когда у инвесторов есть возможность досрочно закрывать сделки по деривативам.

В случае же когда все-таки необходимо провести расчеты по сделке с деривативами, это можно сделать двумя способами. Расчеты в денежной форме подразумевают взаимные выплаты денежных средств в соответствии с условиями контракта. Такая форма расчетов используется с нематериальными базовыми активами, например с фьючерсами на процентные ставки на биржевые индексы. Если же речь идет о ценных бумагах или сырьевых товарах, может потребоваться физическая поставка базового актива дериватива. Но это случается крайне редко. Например, на бирже Eurex только 2 % всех операций с деривативами (по номинальной стоимости) закрывается через физическую поставку актива против платежа в соответствии с заранее оговоренной ценой¹².

Возможность держать эти сделки открытыми в течение длительного периода, маржинальный характер торговли этими инструментами, а также огромное разнообразие форм деривативов объясняют большую популярность сделок с ними. Деривативы дают инвесторам сравнительно дешевую защиту их инвестиций и позволяют биржевым спекулянтам, торгующим на тех же рынках с привлечением заемных средств, получать большие прибыли.

Эти особенности также подчеркивают целесообразность и даже необходимость вмешательства центрального контрагента. Рынки

были бы очень зарегулированными и испытывали бы серьезные проблемы с ликвидностью без клиринговых палат, которые снижают риски неисполнения обязательств и управляют открытыми сделками.

Ценная бумага значительно отличается от дериватива. Инвестор, у которого есть акции либо корпоративные или государственные облигации, обладает правом собственности, которое определяет эмитент инструмента. Акция представляет собой долю участия в капитале компании¹³, в то время как корпоративная или государственная облигация дает право на получение дохода от кредитных взаимоотношений эмитента и инвестора в течение определенного периода. При торговле ценными бумагами право собственности переходит от одного держателя ценной бумаги к другому за определенную плату. После заключения сделки расчеты по ней стараются провести как можно быстрее.

Последние 20 лет во всем мире было принято, что расчеты по сделкам с ценными бумагами производятся на третий день после заключения сделки. Такой метод расчетов, известный как T+3, резко снизил риски на фондовых рынках. Передачей и хранением акций и облигаций занимаются специализированные инфраструктурные финансовые институты. К ним относятся депозитарные банки, центральные депозитарии ценных бумаг и международные центральные депозитарии ценных бумаг¹⁴.

Центральные контрагенты в Европе производят новацию сделок с ценными бумагами сразу после их заключения, как только информация о сделке поступает в их систему, в то время как в США новация производится после исполнения сделки перед неттингом незакрытых позиций и итоговыми расчетами.

Исторически сложилось так, что центральный контрагент предоставляет гарантии по сделке с ценными бумагами после закрытия рынка и, как правило, до начала следующего рабочего дня, иногда дольше. Например, Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам, монополист на рынке клиринга по сделкам с акциями в США, гарантирует исполнение обязательств по сделке

начиная с 12 часов ночи после дня ее согласования (между T+1 и T+2)¹⁵. Однако в связи с распространением алгоритмической и высокочастотной торговли и растущей обеспокоенностью регуляторов увеличением рисков от клиринговых компаний все настойчивее требуют проводить расчеты по сделкам как можно раньше, а также производить новации сделок – именно в этот момент возникают гарантийные обязательства центральных контрагентов – ближе к моменту заключения сделки¹⁶.

Сравнительно короткий период закрытия сделок с ценными бумагами означает, что центральные контрагенты применяют в этом случае иной подход к управлению рисками, чем при клиринге сделок с деривативами.

Хотя клиринговые палаты в Европе, такие как LCH.Clearnet и Eurex, взимают маржу с участников клиринга для покрытия рисков по сделкам с ценными бумагами, ее размер значительно меньше, чем при клиринге операций с деривативами. В США Национальная клиринговая корпорация по операциям с ценными бумагами напрямую в принципе не взимает маржу. Для того чтобы гарантировать оплату и поставку по сделкам с ценными бумагами, Национальная клиринговая корпорация создала специальный клиринговый фонд, в который каждый из участников клиринга вносит определенный процент от средневневной суммы своих операций. За последние два десятилетия клиринговые палаты в значительной степени способствовали тому, что фондовые рынки превратились из неторопливых клубов для трейдеров в агрессивно конкурирующие и высокотехнологичные структуры. Выступая покупателем для каждого продавца и продавцом для каждого покупателя, они не только снимают риски неисполнения обязательств, но и обеспечивают анонимность участникам одной или нескольких сделок. Это обеспечило беспрецедентный рост и развитие электронных торговых площадок, которые позволяют за доли секунды проводить сделки по ценным бумагам, часто между контрагентами из разных стран.

2.5. Центральный контрагент с коммерческой точки зрения

Клиринговые операции стоят денег. Центральный контрагент покрывает затраты на предоставление своих услуг двумя основными способами. Во-первых, взимает плату за каждую обработанную сделку, во-вторых, получает проценты от управления средствами, которые участники клиринга вносят в гарантийный фонд или держат на маржинальных счетах. Соотношение этих источников дохода зависит от того, на каком рынке работает центральный контрагент, и от общей экономической ситуации. Клиринговой палате, занимающейся сделками с ценными бумагами, большую часть дохода приносят клиринговые сборы, поскольку маржа по сделкам с ценными бумагами не очень высокая и, кроме того, между новацией и расчетами весьма короткий промежуток. Поскольку центральные контрагенты взимают плату за каждую сделку, по которой они проводят клиринг, клиринговые палаты, занимающиеся ценными бумагами, только выиграют от ежедневного увеличения объемов торгов, особенно в периоды повышенной волатильности рынка¹⁷.

Клиринговые палаты, занимающиеся деривативами, больше полагаются на доход в виде процентов от маржи и гарантийного обеспечения, вносимого участниками клиринга. В целом сумма маржи, которой управляют клиринговые палаты, работающие с деривативами, превышает сумму, находящуюся в управлении сопоставимых по размеру центральных контрагентов по сделкам с ценными бумагами, поскольку контракты деривативов дольше остаются открытыми и по ним участники сделок платят более высокую маржу (исключение составляют только наиболее ликвидные деривативы). Доходы клиринговых палат складываются из разницы между процентами, которые они получают на средства гарантийного фонда, на маржу и на залоговое обеспечение, и уплаты процентов участникам клиринга на указанные суммы депозитов.

Оба вида дохода подвержены внезапным изменениям. Развитие конкуренции на рынках может оказать негативное воздействие на стоимость клиринга. Именно это произошло на европейских фондовых рынках в 2008–2010 годах, когда отмена государственного регулирования, декларированная Директивой «О рынках финансовых инструментов», вызвала резкое снижение стоимости трейдинга и клиринга¹⁸.

Процентный доход зависит от макроэкономической ситуации. Когда международные органы, отвечающие за монетарную политику, ослабили свои требования в ответ на международный финансовый кризис, разразившийся в конце 2008 года, последующее резкое снижение процентных ставок серьезно ударило по прибылям клиринговых палат.

Органы государственной власти поддерживают коммерческую модель работы центральных контрагентов в одном важном аспекте. Банковские регуляторы и проверяющие органы наиболее благоприятно относятся к тем сделкам участников клиринга, которые гарантированы центральными контрагентами в соответствии с международными правилами, регулирующими банковский капитал.

В соответствии с условиями соглашения «Базель II», принятого в 2004 году Базельским комитетом по банковскому надзору Банка международных расчетов, «кредитный риск контрагента может считаться нулевым по контрактам с деривативами или по финансовым операциям с ценными бумагами, проводимым с участием центрального контрагента (например, клиринговой палаты)». Также может считаться нулевым банковский кредитный риск по таким же сделкам с участием центрального контрагента¹⁹.

Это Базельское правило не применяется автоматически, и надзорные органы могут требовать и требуют, чтобы некоторые риски клиринговых палат имели гарантийное обеспечение²⁰. Более того, в момент написания данной книги Базельский комитет предложил ужесточить требования к размеру банковского капитала

для покрытия кредитного риска контрагента и ввести небольшой коэффициент в размере 1–3 % по банковским рискам, связанным с переоценкой по рынку и залоговым обеспечением центрального контрагента, тем самым признавая, что эти операции не полностью безрисковые²¹.

2.6. Неттинг сделок и открытых позиций

Из предыдущих глав может создаться впечатление, что центральные контрагенты являются просто координаторами в цепочке заключения сделки. Но затраты, которые требуют центральные контрагенты, и обязательства, которые они накладывают на своих участников, компенсируются значительными преимуществами, которые дает клиринг с участием центрального контрагента.

Поскольку центральные контрагенты обслуживают чрезвычайно конкурентные компании, от них требуют максимально эффективной работы. Участники ждут одновременного снижения затрат при сохранении высоких стандартов управления рисками и такой экономической эффективности, которая позволит не только покрывать свои операционные расходы, но и инвестировать значительные средства в самое современное компьютерное оборудование.

С экономической точки зрения наиболее важной услугой, которую центральные контрагенты предоставляют своим участникам, является неттинг позиций. Неттинг привлекателен по многим причинам. Благодаря ему рынки становятся менее рискованными и работают более эффективно. Он позволяет накапливать ликвидность, а также снижать необходимую маржу по сделкам с деривативами и затраты на клиринг по сделкам с ценными бумагами.

Неттинг могут проводить не только центральные контрагенты. Любая организация, торгующая с другой организацией, в состоянии

провести взаимозачет встречных обязательств и свести их к некоторой сумме, которую одна компания должна заплатить другой. Такой двусторонний неттинг часто встречается на внебиржевых рынках.

Выступая в роли контрагента по огромному количеству операций, центральный контрагент в состоянии проводить многосторонний неттинг. Для того чтобы лучше понять, насколько выгоден многосторонний клиринг, представьте себе рынок с 10 участниками. При двустороннем взаимодействии на таком рынке возникают 90 связей между контрагентами. Если же в центре поставить центрального контрагента, то количество связей сокращается всего до 10, каждая из которых соединяет центрального контрагента и одного из участников клиринга.

Многосторонний неттинг позволяет центральному контрагенту провести взаимозачет сумм, которые он должен и которые ему должны, в результате чего формируется остаточное сальдо – небольшая сумма, подлежащая уплате или получению центральным контрагентом и каждым из его участников. Неттинг снижает суммарные риски центрального контрагента и его участников. Он также значительно сокращает затраты на закрытие сделки и проведение расчетов по ней, уменьшает нагрузку на бэк-офис участников клиринга и снижает риски неисполнения обязательств.

Чем больше количество участников центрального контрагента, тем заметнее положительный эффект неттинга, который позволяет либо снизить риск неисполнения обязательств в случае с клиринговой палатой, занимающейся деривативами, либо сократить количество открытых позиций применительно к центральному контрагенту по сделкам с ценными бумагами.

При клиринге сделок с ценными бумагами неттинг позволяет сократить количество акций, которые необходимо перевести от продавца покупателю в обмен на оплату на 99 %²².

Поскольку неттинг значительно снижает риски, клиринговые палаты по деривативам получают возможность взимать значительно

меньшее залоговое обеспечение со своих участников в форме маржи, тем самым снижая их затраты и повышая ликвидность биржи, где они торгуют.

Эти преимущества являются основными в экономике клиринговых операций. При прочих равных крупная клиринговая палата с большим количеством участников будет более конкурентоспособна, чем палата, проводящая клиринг всего по нескольким сделкам. Если бы участники рынка могли выбирать, через какого центрального контрагента работать, то наличность стекалась бы к тому центральному контрагенту, у которого было бы наибольшее количество открытых сделок на большую сумму, в отношении которых можно провести взаимозачет коротких и длинных позиций.

Общее количество незакрытых сделок, зарегистрированных центральным контрагентом, называется суммой открытых позиций. На протяжении десятилетий с начала деятельности первых клиринговых палат сумма открытых позиций оставалась самым надежным и точным показателем. Рынки и «их» центральные контрагенты были кооперативами и зачастую являлись монополиями, работавшими в пределах национальных границ. До недавнего времени сумма открытых позиций особо не привлекала внимания: она выполняла роль статистического показателя для инвесторов, по которому можно было судить о ликвидности определенной торговой площадки или контракта.

Сегодня же сумма открытых позиций стала одним из самых важных показателей в клиринговом бизнесе. Эта сумма в отчетности центрального контрагента показывает потенциальный размер взаимозачетов, которые в состоянии провести данный контрагент, а от этого, в свою очередь, зависит размер маржи, которую центральный контрагент потребует от участников клиринга.

С конца 1990-х годов сумма открытых позиций стала играть более важную роль для стратегии развития любой биржи, поскольку из кооперативов они превратились в коммерческие структуры,

а глобализация подстегнула конкуренцию между биржами и другими торговыми площадками. В особенности на биржах деривативов росло осознание того, что сумма открытых позиций у центрального контрагента может сыграть решающую роль для экономического процветания биржи и ее владельцев.

Сумма открытых позиций, которая аккумулируется в клиринговой палате, занимающейся деривативами, как правило, намного выше, чем у центральных контрагентов, занимающихся клирингом по сделкам с ценными бумагами, поскольку в целом у клиринговых палат по деривативам позиции дольше остаются открытыми. При работе с фьючерсами сумма открытых позиций существующего центрального контрагента может повысить его привлекательность в глазах биржи, для которой он выполняет клиринговые операции, и помешать созданию новых торговых площадок для того же продукта.

Рассмотрим пример с гипотетической биржей, клиринг для которой проводит давно существующий центральный контрагент с большой суммой открытых позиций. Биржа получает значительное конкурентное преимущество от суммы открытых позиций центрального контрагента ровно до тех пор, пока он не дает доступ к своим услугам компаниям, торгующим на других площадках. Как правило, это достигается путем создания «вертикально интегрированной структуры», в рамках которой биржа объединяется с центральным контрагентом и клиринг проводится только по тем сделкам, которые были заключены на этой бирже.

Если новая биржа попытается соперничать с вышеописанной биржей, даже предложив клиентам аналогичные условия работы, ей будет крайне сложно конкурировать с уже существующей, поскольку у нее не будет возможности проводить взаимозачет сделок, используя сумму открытых позиций своего центрального контрагента. А только что созданному центральному контрагенту придется набирать маржу с нуля. Он, в отличие от уже существующего центрального контрагента, не сможет предложить ни

качественный неттинг сделок, ни более низкие требования по залоговому обеспечению, и поэтому его услуги будут более дорогими для клиентов.

Такое положение дел, очевидно, представляет опасность для свободной конкуренции. Работающие на бирже трейдеры предпочитают пользоваться услугами уже существующих центральных контрагентов, так как это дает им преимущества в виде более низкой маржи, что, в свою очередь, возможно благодаря большому объему операций центрального контрагента. Но они подвергают себя риску попасть в зависимость от монопольного поставщика биржевых и клиринговых услуг, который может злоупотребить своим доминирующим положением на рынке, установив слишком высокие ставки за дилерские и/или клиринговые услуги.

Такая обеспокоенность привела к оживленной полемике о том, кому «принадлежит» сумма открытых позиций центрального контрагента, кто ее «контролирует» и в конце концов извлекает из нее экономическую выгоду.

Это биржа, где заключаются сделки, или центральный контрагент, где аккумулируется сумма открытых позиций, или же условия собственности и контроля определяются на договорной основе между центральным контрагентом и его членами?

Показателем сложности, а также относительно недавно появившегося противоречия является отсутствие правовой определенности по вопросам собственности и управления в отношении суммы открытых позиций в Великобритании – стране зрелой демократии, где веками правит закон.

Логичным представляется сказать, что сделки, по которым проводит клиринг центральный контрагент, принадлежат участникам сделки. В этом случае биржа или торговая площадка, где была заключена сделка, не имеет на нее никаких прав собственности.

Тем не менее дважды за последние годы фьючерсные биржи продемонстрировали, что, если им требуется, они могут перевести

сумму открытых позиций от одного центрального контрагента к другому.

Первый раз это случилось в 2003–2004 годах, когда Чикагская торговая палата решила перевести клиринг по своим сделкам и сумму открытых позиций из Клиринговой корпорации Товарной биржи (BOTCC), которая являлась ее клиринговой палатой на протяжении почти 80 лет, в клиринговое подразделение Чикагской товарной биржи (CME). Затем, в 2008 году, Интерконтинентальная биржа (ICE) – биржевая и клиринговая группа со штаб-квартирой в Атланте – перевела свои клиринговые операции и сумму открытых позиций по внебиржевым деривативам и энергетическим фьючерсам, которые торговались на бирже IC1 в Лондоне, из LCH.Clearnet в ICE Clear Europe – свою новую клиринговую палату в Лондоне. Это было сделано, несмотря на сопротивление LCH.Clearnet и контрагентов по сделкам²³.

Оба этих случая произошли при невмешательстве регуляторов и антимонопольных органов, тем самым создав прецедент и дав понять, что фьючерсные биржи смогли получить контроль над суммой открытых позиций по своим сделкам. В свою очередь, эти события закрепили демаркационную линию между двумя кардинально разными клиринговыми структурами с участием центрального контрагента, которые сформировались за последние 120 лет. Этими структурами являются:

– *Вертикально интегрированные центральные контрагенты*: они входят в состав корпорации или группы, которая предоставляет цепочку услуг: от торговли до закрытия сделок или расчетов по ним. Вертикальная интеграция биржи и центрального контрагента типична для фьючерсных бирж по всему миру. Такие группы обычно работают как коммерческие структуры.

– *Горизонтально интегрированные центральные контрагенты*: они обслуживают несколько рынков и могут работать по нескольким видам активов. Горизонтальные клиринговые палаты официально отделены от торговых площадок. Сегодня горизонтально

интегрированные центральные контрагенты, как правило, принадлежат своим пользователям и управляются ими же. При этом расценки на их услуги устанавливаются практически на уровне себестоимости.

К вертикальной и горизонтальной моделям клиринга мы еще не раз обратимся в частях II–V настоящей книги. Различия между этими моделями важны для понимания деятельности и истории развития клиринга с участием центрального контрагента. По этой причине в последующих двух частях кратко описывается история развития вертикального и горизонтального клиринга в США и Европе.

2.7. Вертикальная и горизонтальная системы клиринга в США

Первые предшественники современных клиринговых палат появились в Европе в 1880-х годах. Тем не менее современное разделение на вертикальную и горизонтальную системы клиринга сформировалось во времена финансовой революции 1970-х, когда в США были изобретены финансовые фьючерсы.

Вертикальная интеграция биржи и центрального контрагента являлась в США предпочтительной моделью для бирж сырьевых фьючерсов еще до 1970-х годов, когда две чикагские биржи – Чикагская торговая палата (CBOT) и Чикагская товарная биржа (CME) – изобрели фьючерсные биржевые контракты. Они адаптировали существовавшие проверенные методы клиринга для своих новых финансовых продуктов, и это посеяло первые семена быстрого международного распространения биржевой торговли деривативами. Таким образом, вертикальная интеграция уже была активно используемой моделью, когда Комиссия по торговле товарными фьючерсами (CFTC) – регулятор рынков фьючерсов – в 1975 году взяла на себя функции формирования политики на этих рынках.

Доминирование вертикальной структуры в торговле фьючерсами было обусловлено успехами группы Чикагской товарной биржи, а также поддержкой интегрированной модели трейдинга и клиринга по сделкам с фьючерсами со стороны регуляторов и антимонопольных органов США.

CME Group имела вертикально интегрированную структуру с тех пор, как ее предшественница, Чикагская товарная биржа, основала в 1919 году свою первую клиринговую палату²⁴. Когда в 2002-м CME стала коммерческой организацией, Министерство юстиции США неохотно, но все же дало разрешение на приобретение CME Group конкурировавших и дополнявших друг друга бирж в Чикаго и Нью-

Йорке, что в итоге привело к ее доминированию на рынке фьючерсов США.

Вертикальная интеграция фьючерсных бирж в США позволяет им защищать свои контракты и открытые позиции. Они отстаивают свою модель ведения бизнеса, ссылаясь на то, что контракты заключаются на биржах и содержат их интеллектуальную собственность. CME Group подчеркивает, что ее главная инновация – создание финансовых фьючерсов в 1970-х – требовала исследовательской работы, разработок и инвестиций для того, чтобы этот инструмент стал успешным²⁵.

Фьючерсные биржи, такие как Чикагская товарная биржа, также настаивают, что они подвергаются давлению со стороны конкурентов, поскольку на международной арене другие биржи в других юрисдикциях предлагают конкурентные продукты.

Приверженцы вертикальной интеграции утверждают, что такая структура выгодна в первую очередь для клиентов. Например, когда клиринговая палата интегрирована с биржей, совет директоров за один раз решает все вопросы, связанные и с работой биржи, и с работой клиринговой палаты. В условиях растущей конкуренции вертикально интегрированное сотрудничество биржи и клиринговой палаты позволяет быстрее принимать решения, чем при сотрудничестве биржи и отдельной от нее клиринговой палаты. Вертикально интегрированные биржи заявляют, что их центральные контрагенты быстрее внедряют новые продукты на рынок, чем горизонтально интегрированные центральные контрагенты, которым, прежде чем принять решение, необходимо взвесить и сравнить достоинства различных проектов, предлагаемых различными биржами, в зависимости от типа пользователей, которых они обслуживают.

Хотя антимонопольные органы США поддержали эти доводы, разрешив CME Group провести недавно серию слияний и поглощений, успех вертикальной модели не заставил замолчать критиков, которые осуждают ее за подавление конкуренции.

В отличие от фармацевтической промышленности, где срок действия патента на новые лекарства, защищающего интеллектуальную собственность, со временем истекает, в США отсутствуют положения, которые открывали бы рынки фьючерсов или суммы открытых позиций их центральных контрагентов для конкуренции, как только контракты становятся типовыми и ориентированными на товары широкого спроса.

Развитие инфраструктуры торговли ценными бумагами и их клиринга шло иным путем. Клиринг по сделкам с акциями и с опционами на акции в США осуществляют горизонтально интегрированные центральные контрагенты. Они обслуживают несколько рынков в соответствии с нормативно-правовой базой, принятой Сенатом в 1970-х годах и введенной в действие Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC).

Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам (NSCC) – дочерняя компания Депозитарной трастовой и клиринговой корпорации (DTCC) – выступает единственным центральным контрагентом более чем для 50 американских бирж и других торговых платформ по акциям и другим ценным бумагам. Опционная клиринговая корпорация (ОСС) из Чикаго предоставляет услуги центрального контрагента для всех рынков, торгующих опционами на акции в США²⁶. DTCC и ОСС управляются пользователями которые устанавливают цены на услуги своей компании практически на уровне себестоимости. Они являются крупнейшими центральными контрагентами такого типа в мире.

Такая структура, известная под названием «Система национального биржевого рынка» (NMS), появилась в результате принятия дополнений и изменений к Закону о ценных бумагах от 1975 года, которые дали толчок развитию конкуренции на уровне бирж и торговых платформ и установили эффективную и надежную национальную инфраструктуру клиринга и расчетов по сделкам с акциями. Еще до момента официального создания NMS Комиссия по ценным бумагам и биржам организовала проведение клиринга

по всем сделкам с опционами на акции в США через горизонтально интегрированную структуру – OCC. Между тем Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам смогла победить в конкурентной борьбе и в результате череды слияний на протяжении последних 25 лет XX века стать единственной клиринговой палатой, обслуживающей все фондовые рынки США, только благодаря активной поддержке со стороны SEC²⁷.

NMS работает таким образом, что ни у бирж, ни у центральных контрагентов не возникает ни малейшей возможности извлекать прибыль из интеллектуальной собственности в области ценных бумаг. Право на интеллектуальную собственность, связанную с акциями или облигациями, принадлежит эмитенту. Крайне низкая стоимость расчетно-клиринговых услуг DTCC (практически на уровне себестоимости) создала равные условия для торговых платформ-конкурентов, вынудив их конкурировать исключительно по качеству своих услуг. Поскольку ценные бумаги торгуются на разных платформах, участник рынка всегда может перейти с одной площадки на другую.

Система по торговле опционами на акции в США несколько отличается, поскольку условия контрактов обычно устанавливаются OCC. Но и здесь возникает тот же самый эффект: контракты по опционам, которые заключаются на одной бирже, полностью равнозначны контрактам с других площадок.

Такая взаимозаменяемость акций и опционов на акции в соответствующих секторах рынка США позволяет проводить клиринг централизованно через одного центрального контрагента для каждого класса активов. Так называемая «взаимозаменяемость» лежит в основе крайне жесткой конкуренции между трейдинговыми платформами. В результате этой борьбы спреда сузились, а объемы сделок выросли, что оказалось выгодно для инвесторов и тех трейдинговых платформ, которые смогли обойти конкурентов.

Две системы клиринга продолжают функционировать параллельно без особых трений в течение последних 40 лет, несмотря на то что

границы между рынками и классами активов постепенно стираются. Это говорит в пользу существующих в США различных режимов регулирования и невмешательства антимонопольных органов. Однако с начала века новые торговые платформы предпринимали несколько попыток ослабить доминирующую позицию CME Group и ее вертикальную модель. Несмотря на то что все эти попытки не принесли успеха, они вынудили CME Group снизить, хотя бы временно, тарифы на трейдинг и клиринг. А это означало, что в торговле фьючерсами еще осталось место для конкуренции.

К моменту написания книги появились два новых конкурента. Один из них – ELX Futures – пытается получить доступ к открытым позициям «чикагского монстра». Другой, дочерняя компания NYSE Euronext и DTCC – New York Portfolio Clearing, пытается потеснить фактического монополиста CME Group и стать торговой площадкой для фьючерсов на гособлигации США и, преодолев традиционное разделение, обеспечить более выгодные условия для пользователей, одновременно торгующих как акциями, так и фьючерсами²⁸.

2.8. Вертикальная структура против горизонтальной в Европе

В результате глобализации вертикальная и горизонтальная модели, разработанные в США, оказали влияние на развитие клиринга во всем мире. Но из-за различий в системах регулирования, из-за сложности антимонопольного законодательства и разной организации торговли и клиринга для различных классов активов в разных странах условия работы центральных контрагентов далеко не одинаковы и зависят от того, где расположен центральный контрагент, занимается ли он клирингом сделок с деривативами или акциями, а также от того, в чьей юрисдикции он находится и каким регулирующим органам подчиняется.

Особенно это заметно в Европе, где и разворачиваются основные события, описанные в данной книге. Именно в Евросоюзе идет наиболее ожесточенная конкуренция между вертикальной и горизонтальной структурами клиринга, и она затрагивает как клиринг по сделкам с деривативами, так и клиринг по сделкам с ценными бумагами.

С некоторым опозданием финансовые фьючерсы достигли Европы в конце XX века, за несколько лет до введения евро и появления планов по созданию в Евросоюзе единого рынка финансовых услуг.

Большинство новых фьючерсных бирж в различных государствах Европы были созданы на основе вертикальной модели CME. Коммерческий успех CME Group после того, как она была акционирована, доказал привлекательность вертикальной структуры ее противникам во всем мире.

При этом европейские фьючерсные биржи предусмотрели, что доступ к общей сумме открытых позиций по их сделкам будет только у их собственных клиринговых палат. Фьючерсные биржи, в вертикальной структуре которых есть свои клиринговые палаты,

не позволяют другим торговым платформам пользоваться услугами их центральных контрагентов. Если клиринговая палата не принадлежит бирже, как в случае с LCH.Clearnet, фьючерсные биржи, для которых она проводит клиринг, настаивают на том, чтобы доступ к их открытым позициям был защищен условиями договора. Это делается, чтобы избежать конкуренции со стороны соперников, пытающихся предложить более качественные или более дешевые услуги, которые в противном случае могут увести ликвидность со старой торговой площадки на новую.

Клиринговые палаты в собственности бирж – норма для европейского фондового рынка. До начала XXI века клиринг по сделкам с ценными бумагами был не так широко распространен в Европе, поэтому, когда там появились центральные контрагенты по сделкам с акциями, они часто создавались при уже существующих клиринговых палатах по сделкам с деривативами. Если в США горизонтальная модель клиринга по сделкам с акциями и опционами на акции закреплена в законодательстве, в Европе регулирующие органы практически никак не вмешивались в работу клиринговых компаний до 2006 года, когда Еврокомиссия приняла Этический кодекс, призванный стимулировать конкуренцию в трейдинге и расчетно-клиринговых операциях в Европе.

Комиссия разрешила сосуществование вертикальной и горизонтальной структур, но обязала их обеспечить совместимость платформ для клиринга сделок с акциями. Кодекс не распространяется на более крупные и рискованные рынки деривативов, позволяя вертикально интегрированным структурам сохранять там свои прибыльные модели ведения бизнеса.

Положения кодекса, касавшиеся совместимости, оказалось непросто реализовать, в частности потому, что органы, регулирующие деятельность клиринговых палат, например в Германии и Италии, стремились всячески поддерживать вертикальные структуры в своих странах.

В результате Комиссия предложила, чтобы этот шаг по созданию в Евросоюзе конкурентной международной биржевой торговли акциями подкреплялся общеевропейским законодательством, которое не затронет вертикально интегрированные трейдинговые и клиринговые структуры по дериватам как минимум до 2014 года²⁹.

LCH.Clearnet Group – единственный центральный контрагент по клирингу, чья история начинается с 1880-х годов. Тогда в Европе было создано несколько горизонтально интегрированных коммерческих клиринговых палат в формате обществ с ограниченной ответственностью для обслуживания рынков товарных фьючерсов. LCH.Clearnet Group занимает среди них уникальное место, находясь в самой гуще событий и эпицентре конкурентной борьбы.

LCH.Clearnet, которой в настоящее время управляют и владеют пользователи, за свою историю пережила много преобразований. Являясь международной и горизонтально интегрированной клиринговой палатой (поскольку она не входит в состав какой-либо биржи или расчетно-клиринговой компании), LCH.Clearnet осуществляет клиринг по сделкам с самыми разными классами активов, включая акции, биржевые деривативы, энергетические и процентные свопы, свопы на грузоперевозки, государственные облигации и РЕПО, которые торгуются на большом количестве рынков. Ее взаимоотношения с торговыми платформами зависят от условий контрактов и нормативно-правовой базы конкретного рынка и могут варьироваться от сотрудничества с другими клиринговыми палатами на принципах совместимости до квазивертикальной модели там, где нет конкурентов.

Более подробно об истории LCH.Clearnet рассказывается ниже. Проблемы, с которыми она сталкивалась, обычно типичны для сферы клиринга в целом.

2.9. Риски и ответственность

Ответственность, которая лежит на любом центральном контрагенте, вне зависимости от его структуры, кардинально отличает эти организации от других финансовых институтов. Несмотря на то что центральные контрагенты являются частью высокотехнологической инфраструктуры современных финансовых рынков и ожесточенно конкурируют за бизнес там, где это возможно, их взаимоотношения со своими участниками до сих пор сохраняют некоторые черты кооперативов, характерных для финансовой сферы до 1980-х годов.

Конечно, участники клиринга жалуются на высокую стоимость услуг центрального контрагента и необходимость внесения маржи. Но все же центральные контрагенты существуют, потому что участники рынка осознают: распределение рисков окупает затраты и приносит большую пользу – следовательно, данное сотрудничество полностью себя оправдывает.

Центральный контрагент должен найти тонкую грань между затратами и прибылью, между рисками и выгодой. Необходимость балансировать между этими составляющими заставляет придерживаться в работе высоких этических стандартов. Поскольку участники клиринга рискуют своим капиталом, который находится в гарантийном фонде, а также вынуждены платить за услуги и вносить маржу в процессе торговли, центральные контрагенты строго соблюдают деловую этику и не любят попадать на страницы газет. Руководители подобных структур, с которыми я общался, собирая материал для книги, ставят себе в заслугу непубличный стиль ведения бизнеса, поскольку на них лежит огромная ответственность за успешное функционирование мировой экономики.

Центральные контрагенты устанавливают для себя высокие стандарты. Даже во время кризиса, например, когда обанкротился Lehman, любое использование резервных средств (например, из гарантийного или дефолтного фондов, сформированных

из взносов участников клиринга) воспринималось как провал, даже если сумма убытков ничтожно мала.

Хотя клиринг может быть конкурентным бизнесом, мысль о «гонке уступок» в отношении суммы маржи до сих пор является своего рода табу. В кризисных ситуациях, таких как банкротство Lehman Brothers, центральные контрагенты забывают о своем многолетнем соперничестве и начинают совместно устранять угрозу, нависшую над финансовыми рынками.

Отсутствие публичности в деятельности клиринговых палат и их традиционная взаимовыручка в сложные времена свидетельствуют о том, что они работают на стыке частного бизнеса и государственной политики. У центральных контрагентов обостренное чувство ответственности и лояльности по отношению к рынкам, которые они обслуживают. Являясь системно важными аккумуляторами крупных рисков, они подвергаются жесткому регулированию. Без преувеличения можно сказать, что их держат на коротком поводке.

На LCH.Clearnet Group, которая оказывает услуги центрального контрагента в Великобритании, Франции, Бельгии, Нидерландах и Португалии, приходится более десятка различных регулирующих органов. Ее роль в платежных системах также находится под надзором Банка Англии, Европейского центрального банка, а также центробанков каждой страны в еврозоне, где эта клиринговая палата имеет свои офисы.

До настоящего времени строгое регулирование не означало жесткой регламентации деятельности. Хотя методы работы центральных контрагентов схожи, единые правила управления рисками для них отсутствуют. Некоторые страны, в частности Германия и Франция, настаивают на том, что центральные контрагенты обязаны быть банками и подчиняться банковскому регулированию. Другие страны, например Великобритания, этого не требуют.

Хотя международные регуляторы, объединившиеся в такие организации, как Комитет по платежным и расчетным системам – Международная организация комиссий по ценным бумагам (CPSS – IOSCO) или Комитет европейских регуляторов ценных бумаг (CESR) и Европейская система центральных банков (ESCB) в Евросоюзе³⁰, разработали ряд рекомендаций по организации деятельности центральных контрагентов, Европе тем не менее не хватает политической воли, чтобы принять обязательные для всех международные стандарты в этой области.

Остается наблюдать за развитием ситуации в свете изменения финансового регулирования в США и Евросоюзе, а также других странах «большой двадцатки» после кризиса.

Центральные контрагенты гордятся тем, что в обычные времена позволяют своим клиентам спать спокойно. Однако в кризисной ситуации, часто вызванной дефолтом одного из участников клиринга, центральный контрагент становится трейдером и аукционистом. Ему приходится действовать решительно и быстро, поскольку он защищает интересы участников клиринга и общества в целом, не забывая при этом и о собственных интересах.

2.10. «Расчищая» последствия кризиса

Как центральному контрагенту удастся выполнять свою миссию в кризисной ситуации? Четыре задачи, сформулированные парижским подразделением LCH.Clearnet SA, отвечают на этот вопрос:

1. Не допустить, чтобы последствия дефолта вышли из-под контроля и стали угрожать всей финансовой системе.

2. Обеспечить, чтобы все убытки, возникающие вследствие дефолта, были покрыты из маржи того участника клиринга, который не выполнил своих обязательств, и минимизировать, а в идеале полностью избежать использования средств других участников клиринга, аккумулированных в гарантийном фонде.

3. Минимизировать негативные последствия дефолта для рынка, например скачкообразные изменения цен в результате действий центрального контрагента участника, объявившего дефолт.

4. Защитить, насколько возможно, интересы клиентов участника клиринга, объявившего дефолт. Согласно этому неписаному, но важному правилу, такая защита интересов необходима для поддержания репутации финансовой системы. Это объясняет, почему клиринговые палаты в кризисной ситуации делают все возможное, чтобы перевести счета клиентов от участника клиринга, объявившего дефолт, к другим участникам клиринга данного центрального контрагента.

Когда 15 сентября 2008 года крах Lehman Brothers привел к крупнейшему дефолту на финансовых рынках, у центральных контрагентов по всему миру были за плечами годы тренировки, но, увы, практически не было реального опыта, на который можно было бы опереться в данной ситуации. «Мы чувствовали себя солдатами, которых наконец отправили на фронт, – так вспоминает этот день Ричард Хейман, руководитель подразделения по работе с клиентами британского отделения LCH.Clearnet. – Изо дня в день мы

занимаемся рутинными операциями, гарантируя все эти сделки. И, как видите, нам удалось доказать, что в критической ситуации мы действительно можем сделать то, что от нас требуется»³¹.

Как именно LCH.Clearnet и другие клиринговые палаты с участием центрального контрагента справились и спасли мировую экономику от катастрофы падения мировых рынков ценных бумаг и деривативов, я расскажу в следующей главе.

3. Самое крупное банкротство

3.1. Неутешительное начало

Для Даниэля Гислера утро самого важного дня в его карьере не предвещало ничего хорошего. Ему, эксперту в области клиринговых операций с 14-летним стажем, руководителю высшего звена нескольких клиринговых палат в Европе, управляющему директору подразделения рисков и операций LCH.Clearnet, не разрешили войти в штаб-квартиру Lehman Brothers International Europe (LBIE) в Лондоне на Кэнэри-Уорф.

15 сентября 2008 года Гислер отправился из офиса LCH.Clearnet в Сити, в гигантскую 150-метровую башню из стали и стекла, где еще вчера бурлила жизнь европейского инвестбанковского подразделения Lehman Brothers. Гислер с его командой были финансовой «пожарной бригадой», которая стремительно преодолела расстояние в пять с половиной километров до здания в лондонском «Мини-Манхэттене» по адресу: Бэнк-стрит, 25, после того как отделение LCH.Clearnet в Великобритании объявило о дефолте Lehman Brothers. Перед Гислером стояла задача совместно с сотрудниками Lehman Brothers посмотреть, что можно сделать с открытыми позициями на триллионы долларов, и помочь предотвратить катастрофу, которая могла обрушиться на мировые финансовые рынки в результате краха инвестбанка. Но вместо гостеприимного приема Гислера и его коллег ожидала закрытая дверь – за несколько часов до этого власть в Lehman Brothers по решению суда перешла к внешнему управляющему.

Это был неприятный поворот в драме, которая за ночь переросла в полномасштабный кризис. Как только стало известно о том, что компания Lehman Brothers Holdings Inc. подала заявление о предоставлении защиты в связи с процедурой банкротства в соответствии с Главой 11 американского законодательства

о банкротстве, директора Lehman Brothers International Europe пришли к выводу, что их компания – ведущее трейдинговое подразделение Lehman Group в Европе и Великобритании – больше не в состоянии поддерживать свои операции.

Рано утром 15 сентября четверем партнерам PricewaterhouseCoopers (PwC) в Великобритании, занимавшимся вопросами банкротства, было поручено внешнее управление LBIE. Вместе с юристами Linklaters – одной из ведущих юридических фирм Лондона, входящих в «магический круг», – новоиспеченные управляющие в спешке подали необходимые бумаги, чтобы получить решение Верховного суда о введении временной администрации согласно законодательству Великобритании о банкротстве. В 7:56 утра, за несколько минут до открытия финансовых рынков Лондона, судья, ожидавший всю ночь, вынес решение о введении временной администрации в LBIE и в трех других компаниях и назначил партнеров PwC внешними управляющими¹.

На первый взгляд, предоставление защиты в связи с процедурой банкротства согласно Главе 11 Кодекса США о банкротстве и введение временной администрации согласно законодательству Великобритании имеют много общего. Обе процедуры направлены на защиту активов и сохранение максимальной стоимости пострадавшей компании, что позволяет ей продолжить деятельность. Но применение обеих процедур к делу Lehman Brothers отличалось как в общем, так и в частности, и это во многом определило то, как центральные контрагенты по сделкам Lehman Brothers отреагировали на эту ситуацию по обе стороны Атлантики.

Глава 11 Кодекса США о банкротстве в первую очередь стремится обеспечить пострадавшей компании возможность продолжить деятельность. Внешние управляющие в Великобритании, наоборот, несут фидуциарную ответственность за защиту и реализацию активов компании в интересах всех кредиторов на равной основе. В случае с Lehman Brothers петиция по Главе 11 была подана только

в отношении Lehman Brothers Holdings, исключая зарегистрированные в США брокер-дилерские подразделения этой компании и подразделения по управлению инвестициями, которые продолжали заниматься трейдингом и использовать клиринговые палаты как в США, так и за их пределами.

Когда в британском отделении LBIE ввели временную администрацию, ответственность за трейдинговые операции этого банка, а также за работу его многочисленных отделений и представительств перешла к PwC, которая получила полный контроль над текущей деятельностью банка. Дополнительным осложнением был тот факт, что согласно законодательству Великобритании партнеры, выполнявшие функции внешних управляющих, лично отвечали за результаты работы.

В отличие от компаний Lehman Brothers, работающих в США, у LBIE не было ресурсов для продолжения трейдинговой деятельности. В рамках жесткой системы управления денежными средствами Lehman Brothers в Нью-Йорке каждый вечер собирал всю наличность у своих зарубежных подразделений, а утром следующего дня отправлял им деньги обратно. Приняв решение о банкротстве, руководство Lehman Brothers в Нью-Йорке не перевело в Великобританию ни доллара из 8 млрд долл., отправленных в США накануне выходных. Между тем эти средства были необходимы лондонскому подразделению, чтобы начать торги в понедельник².

Как позже заявил Тони Ломас, старший лицензированный специалист по вопросам банкротства, назначенный судом для закрытия дел LBIE: «В Lehman Group существовала функция центрального казначейства: каждое подразделение банка каждое утро зависело от поступления денег из США – эти деньги шли на финансирование операций в течение дня»³. Британское подразделение утром 15 сентября должно было выплатить более 3 млрд долл., а деньги не пришли.

До руководителей LCH.Clearnet дошли слухи, что из Lehman выведена вся наличность. Как только в LBIE была введена временная администрация, стало ясно, что ни ей, ни Lehman Brothers Special Financing (LBSF) – подразделению холдинга в США, которое специализировалось на нестандартных деривативах, – не удастся ответить на требования о внесении дополнительной маржи по не закрытым с пятницы торговым сделкам. Отделение LCH.Clearnet в Лондоне объявило о дефолте как LBIE, так и LBSF около 9:15 утра. Примерно в это же время объявило о дефолте LBIE и отделение LCH.Clearnet SA в Париже.

3.2. LCH.Clearnet на передовой

Начиналось самое крупное и сложное банкротство в истории финансового мира. Для центральных контрагентов LCH.Clearnet Group объявление дефолта дало старт безумной гонке со временем по расчистке открытых позиций на общую сумму 10 трлн долл. И хотя за пределами США другим центральным контрагентам пришлось заниматься решением аналогичных задач, у центральных контрагентов LCH.Clearnet был самый большой объем открытых позиций Lehman Brothers. Американский инвестиционный банк активно торговал во всех сегментах рынка, где работала LCH.Clearnet, за исключением рынка грузовых перевозок.

Напомним, у клиринговой палаты LCH.Clearnet длинная история. Она была организована в декабре 2003 года в результате слияния Лондонской клиринговой палаты и французской Clearnet SA. Но если быть точными, ее корни уходят в 1888 год, когда для гарантирования сделок по фьючерсам на лондонских рынках кофе и сахара была создана Лондонская продуктовая клиринговая палата. После слияния группе пришлось пережить несколько трудных лет. Ожидаемая синергия не давала тех результатов, на которые компания рассчитывала. Инвестиции на многие миллионы евро в новую систему клиринга себя не оправдали, что привело к снятию с должности главы клиринговой палаты и назначению нового председателя и директора в 2006 году.

Некоторые клиенты LCH.Clearnet были недовольны высокими ценами на ее услуги. Группа теряла бизнес. После недавнего принятия нового европейского законодательства, которое ввело более либеральный режим для рынков ценных бумаг, возникло новое поколение небольших, узкоспециализированных центральных контрагентов, и они начали конкурировать за клиринг по сделкам с акциями в Европе. По мере того как над Lehman Brothers сгустились тучи, Интерконтинентальная биржа – оператор

фьючерсных бирж и клиринговых услуг из Атланты – готовилась перевести свои клиринговые операции по энергетическим фьючерсам из LCH.Clearnet в свою новую клиринговую палату ICE Clear Europe. Эта в любом случае непростая операция должна была произойти на фоне крайне беспокойной ситуации на нефтяных рынках, когда цены фьючерсов на сырую нефть упали ниже 100 долл. за баррель впервые за семь месяцев. NYSE Liffe – международное подразделение NYSE Euronext, занимающееся деривативами, а также партнер и клиент LCH.Clearnet с самого момента основания рынка фьючерсов LIFFE⁴ в Лондоне в начале 1980-х годов, – также готовилась создать внутри компании подразделение для клиринга контрактов, заключаемых в Лондоне. В будущем планировалось оставить на аутсорсинге в LCH.Clearnet только функции по управлению рисками и сбору маржи.

Компания LCH.Clearnet уже находилась в процессе преобразования. Она вела переговоры о слиянии с Депозитарной трастовой и клиринговой корпорацией – самой крупной группой в США, занимающейся расчетно-клиринговыми операциями. О предварительных договоренностях по сделке, где ведущим партнером должна была стать DTCC, было объявлено чуть больше месяца спустя, 22 октября 2008 года.

Введение временной администрации в LBIE лишь добавило проблем LCH.Clearnet. Под угрозу было поставлено не только будущее финансовых рынков, которым она оказывала клиринговые услуги, но и ее собственное будущее.

Компания встретила кризис в полной боевой готовности. Как только поползли слухи о надвигающейся гибели Lehman Brothers, в пятницу 12 сентября старшие риск-менеджеры компании в Лондоне связались с коллегами из Lehman Brothers и получили номера мобильных телефонов ключевых сотрудников банка. На следующий день, в субботу, сотрудники операционного подразделения, подразделения по управлению рисками и юристы штаб-квартиры LCH.Clearnet в Лондоне были «на низком старте».

Они были готовы прийти в офис, чтобы заняться давно готовившимся переводом открытых позиций по энергетическим фьючерсам и внебиржевым дериватам в ICE Clear Europe.

В те выходные к худшему готовился британский регулятор – Управление финансового надзора (FSA). В субботу FSA проинформировало Роджера Лиддела, директора LCH.Clearnet Group, о серьезных сомнениях в жизнеспособности Lehman Brothers и о том, что Lehman Brothers может не открыться в понедельник. Лиддел связался с Кристофером Джонсом, руководителем подразделения по управлению рисками, чтобы предупредить: ситуация «становится критической».

Джонс вызвал своих риск-менеджеров на следующий день. «В воскресенье нас было шесть человек, отвечавших за основные финансовые продукты», – скажет он позже⁵. Они занялись хорошо отрепетированной рутинной работой. По меньшей мере раз в квартал менеджеры LCH.Clearnet проводят «репетиции» дефолта одного из крупных контрагентов. По словам Джонса, это включает в себя «проверку на стрессоустойчивость, отработка возможных вариантов развития событий и т. д.». По мере того как в воскресенье отчеты и слухи о ситуации в Lehman Brothers становились все мрачнее, группа Джонса сверяла данные, собирала всю доступную информацию и ждала... ждала заявлений из США.

В Париже Кристофер Хемон, директор LCH.Clearnet SA, также не сидел сложа руки. В воскресенье у него были длительные консультации с Лидделом, а также со специалистами департаментов по управлению рисками и операционной деятельности и юристами из LCH.Clearnet в Лондоне. «Мы готовились, чтобы быть во всеоружии»⁶.

SwapClear – специальная служба LCH.Clearnet в Лондоне – готовилась к наихудшему развитию событий. LCH.Clearnet была уникальной клиринговой компанией, поскольку занималась клирингом процентных свопов – финансовых инструментов, по которым банки заключают внебиржевые сделки на небольшие

объемы, но с баснословной стоимостью. Членами SwapClear являются крупнейшие банки и дилеры. Они составляют подгруппу, участвующую в управлении через компанию OTCDerivNet. В состав 20 участников SwapClear в сентябре 2008 года входила и компания Lehman Brothers, для которой были определены и согласованы в LCH.Clearnet правила поведения в случае дефолта любой из сторон⁷.

В случае дефолта Lehman Brothers клиринговые подразделения LCH.Clearnet Group в Лондоне, Париже, Брюсселе, Амстердаме и Лиссабоне должны были взять на себя ответственность за открытые позиции по деривативам, облигациям, опционам и акциям по тем сделкам, где они выступали контрагентами Lehman на момент его банкротства. Напротив, в SwapClear процедура дефолта подразумевала, что ответственность разделят между собой LCH.Clearnet и оставшиеся 19 членов SwapClear. Во второй половине дня в воскресенье менеджеры LCH.Clearnet в Лондоне связались с банками SwapClear, чтобы предупредить о возможном начале данной процедуры. Они должны были быть готовы в понедельник направить опытных трейдеров в LCH.Clearnet, чтобы хеджировать свои процентные риски на сумму 9 трлн долл. по открытым сделкам LBSF.

Около 7 вечера в воскресенье FSA, LCH.Clearnet и ICE Clear Europe договорились не начинать перевод позиций в ICE. В понедельник LCH.Clearnet продолжала осуществлять клиринг сделок на рынках Лондона, где работала ICE. Это принятое в последний момент решение помогло LCH.Clearnet пережить кризис. Однако другие проблемы, которых на тот момент никто не мог предвидеть, неожиданно намного осложнили закрытие позиций LBIE.

3.3. Проблемный дефолт LBIE

Для Джонса и его коллег понедельник начался рано – в 5:30 утра после работы допоздна накануне. Положение Lehman Brothers ухудшилось, но ситуация в США по-прежнему была неясна. Lehman Brothers выплатил LCH.Clearnet SA причитающуюся ей маржу в 7:00 утра в Париже (6:00 утра по лондонскому времени). Но «нарастали слухи, что все плохо, – вспоминает Джонс. – Банки, с которыми мы общались, заверяли, что Lehman Brothers не платит».

В 2:00 ночи по восточному времени в США (7:00 утра по лондонскому времени) холдинговая компания Lehman Brothers заявила о банкротстве. Руководство LCH.Clearnet приняло решение об объявлении дефолта LBIE и LBSF, осознавая, что от подразделений Lehman не стоит ждать поступления маржи, автоматически перечисляемой в Систему защищенных платежей (PPS) LCH.Clearnet. Эта система использовалась для перевода средств между участниками клиринга.

Из-за праздников в Японии, Гонконге и Китае всю тяжесть краха Lehman Brothers в тот понедельник приняла на себя Европа. За крахом последовали две недели безумно напряженной работы LCH.Clearnet на фоне всеобщей паники. В атмосфере смятения и чрезвычайной волатильности на финансовых рынках, когда кризис, как пожар, перекинулся с Уолл-стрит на AIG – страховую и финансовую группу, а также на другие американские банки, руководители клиринговой палаты вынуждены были бороться с обстоятельствами и операционными проблемами, к которым их не могли подготовить никакие репетиции.

В случае дефолта одного из участников клиринговая палата обязана сделать все, чтобы финансовое положение других участников не ухудшилось. В первую очередь клиринговая палата должна использовать имеющееся у нее залоговое обеспечение объявившей дефолт организации, чтобы закрыть ее открытые

позиции и, если возможно, перевести счета клиентов компании, объявившей дефолт, другим участникам клиринга, чтобы минимизировать их убытки. На момент введения в Lehman временной администрации у LCH.Clearnet было около 2 млрд долл. первоначальной маржи инвестиционного банка для компенсации убытков при ликвидации его портфеля⁸.

Однако управление дефолтом происходит не в вакууме. В обстановке всеобщего смятения после крупномасштабного финансового кризиса множество самых разных компаний лихорадочно пытаются спасти то, что еще можно спасти после крушения, и им наплевать на всеобщее благо. Без активного управления суммы долгов на балансе инвестиционного банка такого размера, как Lehman Brothers, могут вырасти до небес с нескольких сотен миллионов долларов сегодня до миллиардов долларов завтра, по мере того как контрагенты банка будут принимать меры по защите своих позиций.

У центральных контрагентов нет собственных трейдеров. Лучше всего для клиринговой палаты в такой ситуации – привлечь к работе сотрудников организации, объявившей дефолт, и совместно с ними работать над минимизацией убытков. Поэтому клиринговые палаты в Великобритании не подчиняются общим правилам, регулирующим банкротство согласно Разделу VII Закона Великобритании о компаниях от 1989 года в той части, которая касается регулирования действий после дефолта, включая востребование или реализацию залогового обеспечения.

Однако в тот памятный понедельник, о котором речь шла выше, LCH.Clearnet обнаружила, что PwC, внешний управляющий Lehman, не склонен к сотрудничеству и якобы не знает, что клиринговой палате необходимо оказывать содействие в соответствии с Разделом VII Закона о компаниях.

LCH.Clearnet не смогла пообщаться ни с одним ответственным лицом из PwC или LBIE ни до, ни после объявления дефолта.

После получасового ожидания Гислеру и его группе позволили войти в здание на Бэнк-стрит, но им запретили что-либо обсуждать с трейдерами Lehman Brothers. Сотрудникам Lehman был передан приказ внешнего управляющего не предоставлять никакую информацию.

Спустя пять часов Гислеру удалось, наконец, пообщаться с временной администрацией. Вместе с Джонсом, главным юрисконсультантом LCH Ионой Левином и другим юристом LCH Полом Воткинсом он был допущен на совещание с Майком Джервисом, одним из трех внешних управляющих, Дарреном Кеттерингхэм из PwC, Питером Барроуклиффом, руководителем Управления внутреннего контроля в LBIE, и Майклом Кентом из Linklaters. Юристы LCH подчеркнули, что закон предписывает внешним управляющим оказывать им содействие. LCH пояснили: им требуется информация, чтобы перевести открытые позиции клиентов, и это необходимо не только в их интересах, но и в интересах всего рынка.

Однако, вернувшись в офис LCH, Джон и его коллеги обнаружили, что сотрудничать с ними никто не собирается.

Джонс вспоминает об упущенном в тот день времени:

В понедельник мы потратили много времени на переговоры с внешними управляющими. Мы просили разрешить нам пообщаться с трейдерами. Нам отказали. Мы попросили доступ к отчетности и учетной документации для того, чтобы получить данные о клиентах и вместе с ними сократить размер открытых позиций. Нам сказали, что доступ к этим документам не может быть нам предоставлен. Мы напомнили им о полномочиях, предоставленных нам на период банкротства, и объяснили, что выведены из-под действия законодательства о банкротстве. Но все эти доводы не были услышаны.

Только в 19:00 во вторник, после того как клиринговая палата попросила FSA вмешаться, PwC предоставила LCH.Clearnet доступ к клиентским данным. К этому времени в обычных условиях LCH.Clearnet уже смогла бы значительно сократить долговые обязательства объявившего дефолт участника клиринга масштаба Lehman Brothers. Но вместо этого процесс затянулся, и LCH.Clearnet пришлось действовать на свой страх и риск в ситуации, когда ежедневные объемы клиринга и без того серьезно увеличились.

В течение недели с 15 сентября 2008 года объемы торгов резко возросли, цены лихорадило. К проблемам, с которыми столкнулись Лиддел, Джонс и другие руководители высшего звена LCH.Clearnet, добавились еще проблемы с котируемыми деривативами Lehman Brothers, для которых не было разработано стандартной процедуры на случай банкротства – к такой ситуации не могли подготовить никакие репетиции. Суть этих проблем крылась в проводках по клиентским и собственным счетам Lehman Brothers, с которых осуществлялся трейдинг по биржевым деривативам, поставленным Lehman Brothers до разразившегося в выходные кризиса. Это добавило сложностей в работе с некоторыми клиентскими и собственными счетами LBIE, которые были «соединены», поскольку создавало угрозу непреднамеренного использования инвестиций клиентов при закрытии клиринговой палатой позиций Lehman Brothers.

Проблема со смешением счетов стала очевидной в понедельник во второй половине дня, когда менеджеры клиринговой палаты в Лондоне посмотрели на размер позиций Lehman Brothers по котируемым деривативам на таких фьючерсных рынках, как Euronext.Liffe, ICE и Лондонская биржа металлов.

«Нас удивило, что размер их клиентских счетов был так мал. У нас возникла разница между размером их собственного портфеля и клиентского портфеля, что стало сигналом тревоги. Мы знали, что у Lehman Brothers был большой клиентский бизнес и что объем их собственных торгов был также велик. Цифры настолько “не бились”,

что мы почувствовали неладное», – вспоминает Ричард Хейман, руководитель клиентского подразделения LCH.Clearnet в Лондоне⁹.

Эта проблема была вызвана различием американского и британского законодательства. В США клиринговые палаты должны отдельно вести счета клиентов и участников клиринга. Данное требование о «сегрегации клиентов» направлено на защиту активов клиентов в случае банкротства участника клиринга и оказание помощи при переводе клиентских счетов другому жизнеспособному участнику клиринга. Однако в Великобритании клиент имеет право не соблюдать правила защиты клиентских денег и позволить объединить свои позиции с позициями участника клиринга, тем самым экономя на административных расходах.

Но, принимая решение о выводе своих средств из-под действия правил защиты, клиенты ожидают, что участник клиринга, такой как Lehman Brothers, будет аккуратно вести учет отдельных и совместных позиций (учет последних обычно ведется на специальном счете «омнибус»). Между тем в отчетности LBIE LCH.Clearnet обнаружила около 100 совместных счетов на имя Lehman Brothers, по которым на самом деле проводились операции на средства клиентов в США.

Для распутывания этого клубка потребовались незаурядные детективные способности. Внешний управляющий, к которому клиринговая палата опять вынуждена была обратиться во время рабочего дня во вторник, по-прежнему не давал ей доступ к сотрудникам и к учетным записям LBIE. Тем временем LCH.Clearnet приходилось разбираться с запросами других участников клиринга о переводе к ним позиций клиентов LBIE.

Хотя у клиринговой палаты было юридическое право закрыть клиентские позиции Lehman без всяких колебаний, Лиддел принял осторожное решение оставить открытыми позиции по дериватам на балансе LBIE за счет имевшейся маржи, в то время как сотрудники клиринговой палаты пытались выяснить, какие именно позиции принадлежат клиентам. Это был прагматичный подход,

в основе которого лежит принцип, применяемый в Великобритании при дефолте любой компании, о приоритетности защиты средств клиентов над защитой капитала участника клиринга.

То, что решение повременить было мудрым, стало ясно во второй половине дня во вторник, когда клиринговая палата связалась с нью-йоркским офисом Lehman Brothers, который продолжал вести торги в соответствии с Главой 11 о предоставлении защиты в случае банкротства. Клиринговой палате удалось получить информацию о том, какие позиции в смешанных счетах были позициями клиентов, хотя технически их контрагентом являлся LBIE в Лондоне.

Вооружившись данной информацией, Лиддел занялся переводом клиентских позиций Lehman Brothers другим участникам клиринга в соответствии с их запросами. Такой курс действий сопровождался определенными юридическими рисками, поскольку клиринговая палата не могла самостоятельно перепроверить информацию, на основе которой был осуществлен перевод позиций. Но Лиддел был уверен, что лучше перевести, чем продать или заморозить эти позиции в ситуации крайней волатильности рынков.

По-прежнему были трения с внешним управляющим, который согласился предоставить LCH.Clearnet доступ к клиентским учетным записям только при условии, что палата гарантирует возмещение всех убытков. LCH.Clearnet ответила на это требование отказом. В конце концов компания PwC предоставила ей доступ к этим данным вечером во вторник, но предупредила о том, что за юридические последствия клиринговая палата отвечает сама. С этим Лиддел и Джонс могли смириться. Они получили информацию и смогли вернуть людей, которые пытались наладить сотрудничество с представителями PwC, из штаб-квартиры Lehman в Кэнэри-Уорф.

Итак, клиринговая палата начала заниматься систематическим переводом клиентских счетов. «Мы пытались восстановить сотрудничество, но менеджеры бэк-офиса Lehman сказали, что им не платят зарплату, им было крайне тяжело психологически, они

остались без работы и собирались разойтись, но мы предложили им по 1000 фунтов в день, если они останутся, – и они остались, – вспоминает Джонс. – Нам необходимо было удержать этих людей, чтобы клиенты могли получить доступ к учетным записям и вернуть свои деньги». В общей сложности клиринговая палата заплатила сотрудникам Lehman 18 000 фунтов.

По выражению Джонса, перевод клиентских счетов без увеличения размера открытых позиций для клиринговой палаты был «сложнейшей головоломкой». В среду руководство LCH.Clearnet проанализировало возможность дальнейшего перевода счетов. После краха Lehman Brothers на финансовых рынках царил хаос, но нетто-позиции клиринговой палаты по всем классам активов по отношению к залоговому обеспечению и рискам существенно не изменились. Между тем ей удалось защитить позиции тех клиентов Lehman Brothers в LBIE (в основном это были американские фондовые менеджеры), которые через своих участников клиринга отправили запросы о переводе позиций. После проведенного анализа клиринговая палата ускорила переброску клиентских счетов, предварительно запрашивая подтверждения от участников клиринга, что они в состоянии принять эти счета.

Из-за проблем, с которыми столкнулась клиринговая палата, за первые два дня после дефолта ей удалось лишь незначительно снизить риски по позициям Lehman Brothers. Но хотя бы сокращение позиций шло быстрее, чем уменьшалась сумма обеспечения Lehman Brothers у клиринговой палаты.

«В среду темп действительно ускорился, и мы начали переводить клиентов очень, очень быстро, – вспоминает Джонс. – В течение нескольких дней, я думаю, мы перевели 77 клиентов кредитоспособным участникам клиринга». К концу недели команда Джонса смогла доложить, что осталось решить вопросы по незначительной части позиций клиентов LBIE.

Но вопрос с клиентскими счетами был лишь одним из целого списка проблем, которые нужно было решить в первую неделю

после дефолта. Кроме того, клиринговая палата должна была уменьшить риски, связанные с торговым портфелем самого LBIE. Различные активы требовали разного подхода. Временами сотрудникам клиринговой палаты приходилось быстро овладевать новыми знаниями. Как отметил Джон Берк, директор подразделения, занимавшегося ценными бумагами с фиксированной доходностью, «компания никогда до этого не сталкивалась с настоящим дефолтом по облигациям и РЕПО»¹⁰.

Риск-менеджеры хотели хеджировать открытые позиции по облигациям в портфеле Lehman Brothers через двусторонние сделки с различными инвестиционными компаниями. Для портфеля РЕПО требовался другой подход. Вспоминает Джонс: «Нам удалось снизить биржевые риски по портфелю РЕПО путем заключения ряда крупных сделок по бондам, а на следующей стадии мы решили заняться риском незакрытия сделок по РЕПО».

Коммерческое подразделение клиринговой палаты взяло на себя организацию «слепых» аукционов для некоторых энергетических портфелей Lehman, которые торговались на Интерконтинентальной бирже в Лондоне, и для деривативов по ценным бумагам, которые торговались на бирже Liffe во вторник после объявления дефолта. Эти аукционы прошли успешно, собрав в качестве участников семь или восемь основных игроков. В результате Джонс смог доложить, что ситуация с имеющимися рисками по собственным торговым операциям и деривативам клиентов на балансе LBIE значительно улучшилась. В пятницу – на пятый день кризисного управления – на обоих счетах еще оставалось открытых позиций на 100 млн фунтов, при этом сумма залогового обеспечения в распоряжении клиринговой палаты составляла около 500 млн фунтов.

Для сотрудников операционных подразделений и подразделений по управлению рисками, которые занимались дефолтом Lehman Brothers, этот кризис означал 17–18-часовой рабочий день в течение недели без выходных. Коммерческое подразделение было также полностью задействовано, разбираясь с фронт- и бэк-

офисами, а также сняв часть обязанностей по общению с клиентами и контрагентами с сотрудников операционных подразделений и подразделений по управлению рисками. Ключевых сотрудников поселили в отелях в Сити, чтобы максимально помочь им справиться с гигантской нагрузкой.

«К четвергу ситуация на уровне департаментов, да и на уровне всей компании стала крайне напряженной, – вспоминает Джонс. – Нам было необходимо значительно снизить нагрузку на сотрудников. Работа в беспрецедентно тяжелых условиях изнуряла людей. Нам были позарез нужны свежие силы, способные активно работать».

Джонс начал отправлять сотрудников домой, чтобы те могли восстановить силы перед следующим этапом ликвидации последствий финансового цунами, которое прокатилось по мировой финансовой системе после краха Lehman Brothers. В течение нескольких последующих дней оно могло привести к падению таких элитных финансовых структур Уолл-стрит, как Morgan Stanley и Goldman Sachs.

23 сентября, через восемь дней после дефолта Lehman Brothers, клиринговая палата LCH.Clearnet смогла объявить, что ситуация успешно взята под контроль и что обязательства обанкротившейся компании удалось снизить более чем на 90 %, а оставшиеся риски покрываются имеющейся маржей. Несколько дней спустя, 26 сентября, клиринговая палата осуществила первый промежуточный платеж из средств залогового обеспечения внешнему управляющему – PwC. К этому времени сотрудники LCH.Clearnet уже несколько дней работали над тем, чтобы помочь LBIE восстановить торговые книги и учетные записи.

3.4. В центре внимания – SwapClear

Хотя дефолт Lehman Brothers являлся беспрецедентным по своему масштабу и сложности, для подразделения LCH.Clearnet в Лондоне это был не первый подобный опыт. До этого оно справилось с четырьмя дефолтами, два из которых, Drexel Burnham Lambert в 1990 году и Baring Brothers & Co в 1995-м, являлись событиями международного значения.

Однако до 15 сентября 2008 года компания не сталкивалась с последствиями дефолта по внебиржевым инструментам, сделки по которым заключались напрямую между финансовыми институтами. Дефолт Lehman Brothers стал первым испытанием на прочность для клиринговой палаты SwapClear, которая была создана в 1999 году для предоставления клиринговых услуг с участием центрального контрагента для межбанковских процентных свопов.

Процентные свопы могут быть различных объемов, в различных валютах и с различными сроками погашения. В обычной ситуации задача свопов – позволить контрагентам обменять доход по фиксированной процентной ставке на доход по плавающей процентной ставке. Такие свопы формируют огромный рынок, основной объем которого сосредоточен в крупных банках. Номинальный объем открытых позиций по процентным свопам на момент банкротства Lehman Brothers составлял более 350 трлн долл.¹¹

Через SwapClear в Лондоне LCH.Clearnet предоставляла услуги центрального контрагента 20 крупным банкам, одним из которых был Lehman Brothers. В 2007 году номинальный объем портфеля SwapClear превышал 100 трлн долл., «распределенных» по 14 валютам¹². SwapClear проводила клиринг примерно половины сделок по межбанковским внебиржевым процентным свопам на мировых рынках.

Компания Lehman Brothers Special Financing была крупным игроком на этом рынке. Чтобы стать членом SwapClear, она, как и другие банки-участники, продемонстрировала наличие капитала в размере нескольких миллиардов долларов. Портфель процентных свопов LBSF на сумму 9 трлн долл., которым занималась служба SwapClear, был разбит на 66 390 сделок в пяти ведущих валютах. По сравнению с номинальным объемом этого бизнеса размер биржевого портфеля, который был вовлечен в дефолт Lehman Brothers, казался просто мизерным.

Управление таким большим внебиржевым портфелем было непростой задачей. Сделки на крупную сумму сопровождались крупными операционными рисками. В то время как клиринговые палаты разделяют риски между своими участниками, SwapClear была приверженцем идеи партнерства в этом вопросе. SwapClear и банки-участники заранее разрабатывали процедуру управления дефолтом на основе жестких юридических условий: во-первых, совместное хеджирование рисков участника SwapClear, объявившего дефолт, а во-вторых, продажа его портфеля на аукционе остальным членам SwapClear.

Несмотря на это, в понедельник утром после дефолта Lehman Brothers Крис Джонс с некоторой тревогой ожидал, будут ли банки – члены SwapClear следовать правилам и направят ли своих опытных трейдеров в LCH.Clearnet в Лондоне, чтобы помочь в управлении портфелем LBSF, или оставят их на местах, чтобы во время кризиса они занимались своими позициями.

Он тревожился напрасно. Шесть банков – членов SwapClear, выбранных согласно заранее утвержденной очередности, направили своих трейдеров, включая топ-менеджеров, для работы над снижением рисков, возникших в результате дефолта. По счастливому совпадению, клиринговая палата провела свою ежегодную «репетицию» по дефолту для SwapClear всего за неделю до банкротства Lehman Brothers. Трейдеры из Barclays, UBS, Goldman Sachs, Merrill Lynch, HSBC и Deutsche Bank имели хороший

опыт взаимодействия с сотрудниками LCH.Clearnet, занимавшимися свопами. Они отправились в специально созданный кризисный центр и начали работать.

В отличие от сотрудников LCH.Clearnet, которые занимались биржевыми деривативами Lehman Brothers, у дилеров SwapClear не возникло проблем с внешними управляющими Lehman Brothers. LBSF, американская компания, продолжала деятельность в соответствии с Главой 11 о банкротстве. Трейдеры начали быстро работать, используя маржу, которую Lehman Brothers внес в качестве инструмента хеджирования для нейтрализации риска по портфелю свопов в случае дефолта инвестиционного банка. «Они отлично поработали после вторника, – вспоминает Джонс. – Риски снижались на глазах. Нам уже почти ничего не угрожало».

За хеджированием рисков наблюдал Кристиан Ли – риск-менеджер LCH.Clearnet по процентным продуктам. Его обязанности заключались в том, чтобы возглавить группу трейдеров в SwapClear – мощных профессионалов и конкурентов на рынке, у которых никогда ранее не было опыта совместной работы.

Тем временем Джон Берк позволил трейдерам заниматься своим делом. Чрезвычайно хладнокровный человек со специфическим чувством юмора, в течение всего первого дня он был на телефоне, а после 16:00 позвонил в кризисный центр и предложил свою помощь. В офисе, заваленном пакетами из-под еды и стаканчиками из-под кофе, ощущалось растущее напряжение среди сотрудников. Но несмотря на то что финансовые рынки по всему миру были на грани краха, Берк решил занизить критичность ситуации риска и внешне оставался совершенно спокойным. Эта тактика себя оправдала.

Сначала на рынках царил ажиотаж, страх, непредсказуемость, если не сумасшествие. Но чем спокойнее мы выглядели, чем больше рассказывали, что собираемся сделать, а потом делали это, тем больше нам верили. Ситуация

приходила в норму. Это заняло три дня. На третий день всё действительно успокоилось.

В среду операция по хеджированию в SwapClear практически завершилась, и трейдеры шести банков-членов, которые входили в состав группы по управлению дефолтом, прекратили деятельность.

В этот момент Берк начал планировать следующий этап – организацию аукциона для продажи портфеля Lehman Brothers в SwapClear оставшимся 19 членам SwapClear. Он запланировал пять аукционов – по одному для каждой основной валюты, чтобы со вторника 23 сентября до пятницы 3 октября 2008 года избавиться от портфеля Lehman Brothers. Как и в случае с хеджированием, в соответствии с правилами оставшиеся члены SwapClear должны были обеспечить успешное проведение аукционов.

В 2006 году члены SwapClear согласовали правила, которые давали LCH.Clearnet дополнительные рычаги для проведения аукционов. Клиринговая палата обладала полномочиями распределять по другим членам SwapClear портфели члена, объявившего дефолт, либо самостоятельно, либо пропорционально, в случае если аукцион не состоялся. Это правило было введено, чтобы стимулировать членов SwapClear покупать портфели, которые в других условиях им были бы не нужны из-за проблем с ликвидностью. Это было мудрое решение, в полной мере учитывающее психологию участников рынка: так SwapClear предоставляла своим членам хоть какую-то возможность повлиять на состав и цену портфеля, вместо того чтобы просто навязать ненужный им портфель путем распределения.

Но даже в этом случае механизм организации аукционов требовал доработки.

Берк вспоминал позднее:

Все происходило впервые. Мы не могли продумать процедуру до мельчайших подробностей. Мы организовали это так, что

у нас было 19 дилеров, которые делали заявки, и еще 19 человек за стойками. Мы также привлекли двух специалистов из других департаментов. Один из них был IT-специалистом и отвечал за необходимое оборудование и энергоснабжение. Мы рассчитывали на получение ценовых заявок по электронной почте и по телефону. Все они должны были фиксироваться в специальных формах, чтобы гарантировать правильность записи. Мы поручили сотруднику финансового департамента получать ценовые заявки и спокойно записывать их на доске, чтобы иметь возможность определить лучшую.

Для организации каждого аукциона требовалось 50 сотрудников, 35 из них непосредственно участвовали в аукционе, другие 15 оказывали техническую поддержку.

Процедура должна быть «четкой и надежной», объяснял Берк. В заявках фигурировали очень крупные суммы, они могли достигать до сотни миллионов долларов или евро. «Было очень просто перепутать позиции к продаже или покупке или вместо триллиона написать миллиард. Нам необходимо было подготовить такую структуру, которая защищала бы сотрудников от самих себя». Это включало повторное зачитывание ценовой заявки участнику аукциона в ходе торгов; требование, чтобы входящие сообщения по электронной почте соответствовали определенному формату; перепроверку информации, если какая-либо ценовая заявка резко отличалась от рыночных условий, а также требование, чтобы в комнату, куда приходили ценовые заявки, не проникал никакой посторонний шум.

Мы не позволяли сотрудникам ходить по помещению, поскольку во время движения возникает шум, который может отвлечь людей, говорящих по телефону с другими дилерами. Записав ценовую заявку, человек поднимал руку. У нас было три сотрудника, которые шагом (но не бегом) доставляли листок

с записью в комнату, где финансовые специалисты LCH.Clearnet регистрировали ценовые заявки. Другой человек передавал листок в офис, который назывался «офис Большого брата». Там принимали заявку и заносили ее на доску.

Берк и его сотрудники репетировали каждый аукцион и предварительно работали со всеми дилерами, чтобы те знали, что именно выставляется на продажу и каким образом организован процесс торгов: «кто кому платит: мы им или они нам». Цена ошибки была очень высока. Во-первых, стоимость инструментов, выставляемых на аукцион, менялась каждый день, во-вторых, крупные портфели (в основном это были портфели в евро и долларах) включали огромное количество сделок и могли сравниться по размеру с портфелями некоторых участников аукциона.

Портфели для аукциона подбирались по видам валют и степени сложности. Вначале шли самые простые. Первые два портфеля SwapClear по французским франкам и фунтам стерлингов были проданы в среду и четверг 24–25 сентября. Аукционы по портфелям в иенах, евро и долларах состоялись в понедельник, среду и пятницу на следующей неделе.

Иногда возникали напряженные моменты. Некоторых дилеров из группы по управлению дефолтом, которая занималась хеджированием портфеля Lehman Brothers по процентным свопам, попросили быть наблюдателями на аукционе, чтобы помочь сотрудникам LCH.Clearnet определить, действительно ли ценовые заявки отражают реальные намерения участников аукциона. В результате некоторые компании забеспокоились, что их конкуренты смогут узнать, кого представляют участники аукциона. «Обстановка стала напряженной. Все выстроенное сотрудничество оказалось под угрозой, – признает Берк. – Однако мы сумели преодолеть напряжение, присвоив каждому банку и стойке свой

номер, причем эти номера менялись каждый аукцион. Это прекрасно сработало».

30 сентября во время перерыва между аукционами SwapClear по иене и евро случилось непредвиденное – экскаватор перерубил кабель электропитания около главного офиса LCH.Clearnet в Сити. Из-за отключения электроэнергии – это случилось в первый раз за все 10 лет работы Берка – пришлось на несколько часов перевести дела в резервный офис.

Но аукционы прошли хорошо. Только один раз сотрудникам клиринговой палаты пришлось проверить, отражала ли ценовая заявка настоящие намерения участника аукциона. Выяснилось, что да, отражала. Берк доложил о том, что 16 из 19 оставшихся членов SwapClear приняли участие в аукционе. Через три недели после дефолта LBSF LCH.Clearnet объявила о том, что ей и OTCDerivNet удалось успешно закрыть портфель Lehman Brothers по внебиржевым процентным свопам¹³.

3.5. Ситуация в Париже – LCH.Clearnet SA

Для Кристофера Хемона, директора LCH.Clearnet SA в Париже, уплата Lehman Brothers маржи рано утром 15 сентября вызвала смешанные чувства. Он вспоминает, как проверил счет центрального контрагента в Банке Франции: «Мы почувствовали облегчение, увидев платеж. Но ситуация была двойственная: теперь мы не могли объявить дефолт Lehman Brothers, поскольку на тот момент они заплатили требуемую маржу»¹⁴.

Дилемма разрешилась после получения новостей о дефолте из Лондона. SA объявила дефолт LBIE одновременно с LCH.Clearnet. Она незамедлительно уведомила основных регуляторов в Париже и Амстердаме, а также «коллегию» из 10 регуляторов, которые работали с LCH.Clearnet на континенте¹⁵.

На бумаге управление дефолтом Lehman Brothers было для SA относительно понятным. Она работала только с одним подразделением Lehman Brothers – LBIE и осуществляла клиринг сделок с деривативами куда в меньшем объеме, чем головная контора.

Как и клиринговой палате в Лондоне, SA пришлось столкнуться с нежеланием внешнего управляющего идти на сотрудничество, а действия партнеров центрального контрагента только добавили проблем при закрытии позиций банка.

Хемон решил, что положения устава SA имеют приоритет перед любыми колебаниями PwC: «Наш свод правил – очень четкий». Позже он добавил: «Нам необходимо обеспечить защиту интересов центрального контрагента, наших клиентов и рынка в целом». Он незамедлительно начал заниматься организацией аукционов для закрытия позиций LBIE. «Это было достаточно волнующее и сложное мероприятие с учетом волатильности рынка и появившихся на следующий день слухов о возможном дефолте AIG». Компания разыгрывала такой сценарий с одним из своих банковских

партнеров, но это «было похоже на военные учения – у нас не было опыта выполнения подобных задач в реальной жизни».

Хемон и его коллеги начали с маленьких портфелей, прежде всего с тех, которые торговались на бирже Powernext – площадке для заключения контрактов по энергоносителям и прочим сырьевым товарам. Затем последовали портфели по ценным бумагам и индексным деривативам. Сделки по обыкновенным акциям не представляли проблем для клиринговой палаты, поскольку здесь LBIE проводила клиринг по своим контрактам через BNP-Paribas – крупный французский банк, который был одним из участников клиринга SA.

Когда дело дошло до позиций LBIE по облигациям и РЕПО, теория начала расходиться с практикой. Это был самый крупный кусок бизнеса Lehman Brothers в SA. Работа с этим классом активов сильно отличалась от работы с другими классами, особенно по долговым обязательствам Италии. SA провела расчеты по сделкам в Италии через подразделение BNP-Paribas в Милане, а также активно взаимодействовала с CC&G – итальянским центральным контрагентом, который выступал в роли «коалиционной клиринговой палаты», демонстрируя пример успешного сотрудничества центральных контрагентов. Расчеты по сделкам прошли через Monte Titoli – центральный депозитарий ценных бумаг в Италии.

Каждая компания должна была разбираться с последствиями дефолта в соответствии со своими внутренними процедурами, и это создавало дополнительные сложности и путаницу на рынке. Например, когда Monte Titoli отменил все торговые операции, связанные с деятельностью Lehman Brothers в соответствии с итальянскими правилами поведения во время дефолта, это многократно увеличило операционную нагрузку на SA. Из-за действий Monte Titoli SA оказалась не в состоянии отслеживать свои сделки на итальянском рынке и попросила подразделение BNP-Paribas в Милане вводить операции в систему вручную, чтобы восстановить провóдки перед тем, как двигаться дальше.

Центральный контрагент в Париже провел клиринг большого количества сделок LBIE по государственным облигациям Италии, платежи по которым впоследствии прошли через счет SA в Monte Titoli. Расчеты по каждой сделке осуществлялись с каждой стороной в тот же день, но часто неодновременно, и, хотя сальдо на конец дня было нулевым, в течение дня могли возникать довольно большие «качели» по открытым позициям.

Эти обстоятельства привели к дефициту ликвидности у SA в тяжелейших условиях дефолта Lehman. «Люди сильно переживали, потому что ситуация на рынках была хуже некуда. Компании не знали, получат ли они хоть что-то по сделкам с Lehman Brothers, регуляторы нервничали, поскольку знали, что Lehman Brothers был очень крупным клиентом, и боялись, как бы весь процесс не привел к краху», – говорил Хемон позже.

Расчеты по позициям Lehman Brothers, закрытым в начале недели, должны были пройти в четверг и пятницу. По прогнозам SA, чтобы запустить весь процесс, она должна была осуществить расчеты по сделкам с ценными бумагами чистой стоимостью в 1 млрд евро. Она знала, что ей потребуется перевести наличные средства через систему крупных платежей Европейского центрального банка Target2 на свой счет в Monte Titoli.

Однако в четверг, в пиковый расчетный день, SA потребовалось 3,5 млрд евро для ускорения процедуры расчетов. Около двух третей – 2–3 млрд евро – было необходимо для выкупа ценных бумаг у Monte Titoli – эти операции инициировал Lehman Brothers или его клиенты, но они зависли из-за дефолта. Остальные средства нужны были для закрытия позиций в Euroclear France – французской клиринговой и расчетной палате, которая занималась клирингом операций LBIE по французскому долгу. Хемон поясняет:

Это большой объем денежных средств. Обычно нам не требуются такие суммы до следующего рабочего дня.

Сложность заключалась в том, что мы не были уверены, вернутся ли к нам эти средства в конце дня.

Позиции в Euroclear не представляли проблем. Euroclear был готов к сотрудничеству. У нас сложились хорошие рабочие отношения с Euroclear Bank^[5] и Euroclear France. Мы договорились с директором Euroclear France, что он направит дополнительные ресурсы в это подразделение.

Казалось, что процедура расчетов в Monte Titoli значительно отличается от процедуры в Euroclear, – вспоминал Хемон позже. – У нас создалось впечатление, что Monte Titoli сначала проводит расчеты по всем нашим покупкам, а затем по нашим продажам в течение дня. Вот почему нам понадобилось так много наличных средств либо для вброса наличности, либо для авансового финансирования расчетов в кризисной ситуации.

Приведем пример: для того чтобы произвести расчеты на сумму 1,3 млрд евро в определенный момент в течение дня, нам требовалось вбросить 1 млрд евро. Это практически один евро на один евро. Это было очень дорого.

Хемон вынужден был пойти на беспрецедентные меры:

Нам пришлось в боевых условиях протестировать процедуру, с которой мы раньше никогда не сталкивались. У нас лежала большая сумма залогового обеспечения на счете в Euroclear Bank. Мы перевели ее обратно в Banque de France на всякий случай, чтобы ускорить перевод денежных средств в Банк Италии для закрытия сделок. В это же время мы заняли деньги на рынке (что SA делает редко), чтобы обеспечить центральному контрагенту наличность в достаточном количестве.

Без этих экстренных мер SA могла бы столкнуться с дефицитом наличности.

Оглядываясь назад, можно сказать, что необходимость иметь достаточно наличности стала серьезным уроком для SA. Во время дефолта Lehman Brothers статус банка, работающего в соответствии с требованиями французского законодательства, дал SA определенные преимущества. Благодаря этому у центрального контрагента был доступ к средствам Banque de France под свое залоговое обеспечение и он мог пользоваться платежной системой Target2 для быстрого перевода платежей в Италию.

Хемон признавал позже:

Как всегда в случае кризисной ситуации такого масштаба, что-то идет по плану, а что-то нет. Этот реальный случай дефолта показал нам, как важно иметь быстрый доступ к наличности. Мне интересно, что бы произошло, если бы мы не нашли такой возможности.

3.6. Другие компании в борьбе с последствиями дефолта

Центральные контрагенты LCH.Clearnet Group были далеко не единственными в Европе, кто устранял последствия дефолта Lehman Brothers. PwC – внешний управляющий LBIE – позже обнаружил еще три центральных контрагента, признанных Управлением по финансовому регулированию Великобритании в качестве клиринговых палат, которые участвовали в закрытии позиций LBIE¹⁶. Это были Eurex Clearing AG – клиринговая палата Deutsche Börse Group; EMCF¹⁷ – дочерняя компания Fortis Bank и EuroCCP¹⁸ – дочерняя компания DTCC в Лондоне.

В конце сентября 2008 года клиринговая палата Eurex объявила о том, что она успешно закрыла собственные торговые позиции LBIE и перевела клиентские позиции, которые были на балансе LBIE на момент банкротства американского инвестиционного банка. Как и в случае с LCH.Clearnet, Eurex удалось выполнить эту операцию за счет использования залогового обеспечения, депонированного LBIE. Центральному контрагенту ни разу не понадобилось прибегать к другим активам, таким как гарантийный фонд, которые формируются за счет средств его членов для защиты при дефолте.

Клиринговая палата работала в условиях крайнего цейтнота, поскольку в пятницу 19 сентября наступал срок исполнения по многим контрактам. «Нам пришлось долго убеждать внешнего управляющего, что пора действовать», – вспоминает Маркус Зикволф, исполнительный директор и руководитель подразделения по разработке систем Eurex во Франкфурте¹⁹.

После того как во вторник вечером внешний управляющий выдал необходимые данные, некоторые сотрудники Eurex начали работать в офисе Lehman на Кэнэри-Уорф. Они работали совместно с сотрудниками LBIE, которые помогали закрыть позиции LBIE и перевести клиентские счета к другим участникам клиринга.

На европейских рынках ценных бумаг дефолт стал первой серьезной проверкой для инфраструктуры, которая появилась в ответ на принятую в ноябре 2007 года директиву Евросоюза «О рынках финансовых инструментов» (MiFID). Эта директива была направлена на развитие конкуренции на европейских финансовых рынках и разрешила создание торговых площадок нового типа – многосторонних торговых площадок (MTFs). К моменту дефолта две такие площадки были созданы в Лондоне, и каждая выбрала себе партнеров для предоставления клиринговых услуг: Chi-X осуществляла клиринг по своим сделкам через Европейскую многостороннюю клиринговую палату (EMCF); Turquoise, которая начала торговать ценными бумагами только в августе, использовала услуги EuroCCP (последняя была реанимирована для выполнения роли клиринговой палаты после нескольких лет бездействия).

Клиринг на рынках ценных бумаг сталкивается лишь с некоторыми из тех сложностей, которые привычны центральным контрагентам по дериватавам. В случае с ценными бумагами расчеты или закрытие сделки происходят всего через три дня после ее заключения (T+3). С фьючерсами или другими деривативами закрытие сделки или расчеты по ней могут произойти спустя месяцы, а то и годы после заключения сделки, а это требует сложных расчетов при определении размера маржи и внедрения системы управления рисками в центральных контрагентах такого типа.

С учетом всех обстоятельств можно понять, почему на лице Яна Барта де Бура, председателя Наблюдательного совета Европейской многосторонней клиринговой палаты, было написано явное удовлетворение на следующий день после дефолта.

Согласно де Буру, EMCF избавилась от позиций Lehman Brothers к 8 утра во вторник 16 сентября. «Мы прошли проверку на прочность. Lehman был прямым участником клиринга. Это сработало. Мы проинформировали остальных наших участников, что позиций больше нет, клиринговые фонды нам не понадобились, и EMCF продолжает работать, как и раньше»²⁰.

Накануне EMCF направила LBIE официальное уведомление о дефолте, где говорилось, что она будет закрывать его позиции. Процедуры, хоть и были менее масштабны, напоминали процедуры LCH.Clearnet.

«Мы провели аукцион, на котором отправили позиции ряду дилеров-брокеров, – вспоминает де Бур. – Мы получили их ценовые предложения, выбрали лучшее и продали позиции этой компании». Маржи с избытком хватило на покрытие всех убытков, а оставшиеся средства были отправлены внешнему управляющему.

Помогло то, что в EMCF заранее прорабатывали подобное развитие событий. «У нас был тренинг в выходные, просто на всякий случай, – рассказывал де Бур. – Это был самый обычный тренинг, который мы проводим раз в месяц. Обычно все эти тренинги по дефолту кажутся странными, пока что-то не случается в реальности».

Общая позиция LBIE в EMCF, включая длинные и короткие позиции, составляла около 500 млн евро, в нее входило около 600–700 различных наименований ценных бумаг (или ISIN, международных идентификационных номеров ценных бумаг)²¹. «Это была большая позиция. Весомая», – заметил де Бур.

Поскольку EuroCCP стала функционировать как клиринговая палата позже других, у нее было меньше торговых позиций, которые необходимо было закрыть. Согласно данным DTCC, 15 сентября у ее дочерней компании EuroCCP насчитывалось открытых позиций Lehman Brothers на сумму около 21 млн евро в шести валютах на 12 рынках²². EuroCCP прекратила принимать от Lehman Brothers заявки на новые сделки, но смогла с помощью банков-агентов Lehman Brothers закрыть сделки на сумму около 5 млн евро с другими финансовыми институтами перед тем, как перестать работать от имени Lehman Brothers 16 сентября. Затем EuroCCP привлекла брокера для закрытия оставшихся сделок на сумму 16 млн евро, осуществив по ним расчеты через день (T+1), а не как обычно – через три дня. Размер маржи, депонированной Lehman

Brothers, оказался достаточным для покрытия затрат по этой операции. Клиринговой палате в Лондоне не пришлось тратить средства гарантийного фонда, который формируется из средств компаний-участников.

Участие EuroCCP в работе по дефолту Lehman Brothers было минимальным по сравнению с участием оставшихся дочерних компаний DTCC. Но в любом случае это была проверка. Банкротство Lehman Brothers произошло за неделю до того, как EuroCCP начала работать на полную мощность. Также EuroCCP необходимо было закрыть позиции Lehman Brothers на несколько дней раньше, чем это сделают центральные контрагенты в США, включая центрального контрагента материнской компании.

Подразделение Lehman Brothers в США по брокерским и дилерским операциям не объявляло дефолт до заключения соглашения о продаже своего американского инвестбанковского подразделения британскому банку Barclay. Это произошло через неделю после объявления дефолта в Европе, и за это время центральные контрагенты в США успели подготовиться.

«Система более или менее стабилизировалась после того, как в первые выходные после дефолта были приняты необходимые меры, чтобы обеспечить брокер-дилера достаточными ресурсами для продолжения своей деятельности в США», – отметила Ким Тейлор, управляющий директор и президент CME Clearing из Чикаго. Выступая через 10 дней после объявления о банкротстве Lehman Brothers Holdings (LBH) в Нью-Йорке, она подробно рассказала о том, как в CME Group «участник клиринга по-прежнему функционировал и выполнял все свои обязательства в течение той недели. [...] Поэтому у нас никогда не возникало такой ситуации, как в LCH, когда кто-то объявлял дефолт или когда мы признавали дефолт нашего участника и выводили его из бизнеса таким образом»²³.

С другой стороны, CME Group оказалось не так просто справиться с банкротством Lehman Brothers. Как выяснилось через 18 месяцев,

банкротство Lehman Brothers впервые за всю историю деятельности CME навело сотрудников его клирингового подразделения на мысль об организации распродажи позиций участника клиринга.

Детали вскрылись в отчете о крахе инвестиционного банка на 2200 страницах, подготовленном Антоном Валукасом – выдающимся юристом, которому было поручено расследовать обстоятельства банкротства LBH²⁴. У CME было около 4 млрд долл. маржи, внесенной Lehman Brothers Inc. (LBI), главным операционным подразделением LBH и участником клиринга CME, в качестве обеспечения для своих открытых позиций на биржах CME Group. Маржа Lehman Brothers (она составляла значительную часть общей суммы маржи всех участников клиринга CME в размере 95 млрд долл.) складывалась из 2 млрд долл., которые являлись обеспечением для собственных позиций LBF, и еще 2 млрд долл., которые были внесены в качестве обеспечения по клиентским позициям LBI.

После начала процедуры банкротства LBH 15 сентября 2008 года CME приняла решение подготовить позиции LBF к закрытию и дала указание клиринговой палате биржи продать или передать эти позиции целиком. С разрешения Lehman Brothers она ранее выбрала шесть компаний для предоставления условных ценовых заявок на позиции инвестиционного банка. Она также объявила ликвидационный статус для этих позиций, означавший, что все открытые торговые сделки LBI будут закрыты. Правда, не указала, в какие именно сроки.

Вместо того чтобы закрыть свои позиции через CME, «LBI скромно нарастил их количество в последующие два дня». Как заметил Валукас, «это отражало неразбериху и хаос, царящий в LBI». Между тем беспокойство CME росло. Биржа считала, что закрытие позиций – это вопрос времени, и была обеспокоена тем, что JP Morgan может перестать выступать в качестве расчетного банка LBI для операций, проводимых клиринговым подразделением CME. Это могло бы значительно усложнить процесс.

Вечером в среду 17 сентября CME ожидала поступления новых ценовых заявок от пяти из шести фирм, к которым ранее обратилась с предложением приобрести пять корзин позиций LBI. В состав этих пяти корзин входили деривативы на энергетические контракты, процентные деривативы, деривативы на акции, деривативы на сельскохозяйственную продукцию, а также на альтернативные инвестиционные инструменты. Были выбраны следующие пять участников торгов: Barclays, Goldman Sachs, JP Morgan, Citadel LP и DRW Trading.

Ценовые заявки были рассмотрены во вторник утром, и позиции оптом перевели трем компаниям из списка – Barclays, Goldman Sachs и DRW Trading. Согласно отчету Валукаса, по всем ценовым заявкам LBI понес значительные убытки из-за частичного или полного (в нескольких случаях) перевода маржи. Из-за вынужденного перевода позиций LBI потерял дополнительно около 2 млрд долл., которые ушли на покрытие издержек, связанных с прекращением операций и закрытием данных позиций. На момент написания отчета Валукаса у CME оставалось приблизительно 150 млн долл. из бывшей маржи LBI.

В отредактированной версии отчета Валукаса, опубликованной в марте 2010 года, отсутствовали финансовые подробности закрытия позиций и имена победителей торгов. Когда судья по банкротству позволил опубликовать полный текст отчета, информация в блогах и в новостях о том²⁵, что участники этих торгов извлекли огромную прибыль из заведомо непрозрачной процедуры за счет кредиторов Lehman Brothers, вызвала волну негодования.

Отчет Валукаса был весьма неприятным чтением. Он обратил внимание общественности на то, с какими трудностями могут столкнуться центральные контрагенты при дефолте крупного участника клиринга. Даже с учетом скидки на хаос, царивший на финансовых рынках после краха Lehman Brothers, убытки, понесенные в результате ликвидационной распродажи, вызвали вопрос об эффективности аукционной процедуры CME.

Центральный контрагент убытков не понес. Но что делала бы СМЕ или другие центральные контрагенты, если бы помимо Lehman Brothers на той неделе обанкротились и другие крупные участники рынка?

Несомненно, из-за объема и масштабов деятельности Lehman Brothers закрытие его открытых позиций стало сложным процессом для американских центральных контрагентов. Это справедливо и в отношении DTCC, которой пришлось закрывать позиции участников рынка на сумму свыше 500 млрд долл., что стало самой серьезной задачей за всю историю компании.

22 сентября DTCC объявила, что будет работать над упорядоченным закрытием всех позиций LBI, которые не приобрел Barclays. Прошло больше пяти недель, прежде чем она объявила об успешном закрытии этих позиций без привлечения средств гарантийного фонда, предоставленных другими участниками²⁶.

В это время лидер на рынке посттрейдинговых услуг в США, который предоставляет расчетно-клиринговые и другие услуги по сделкам с ценными бумагами, корпоративными, муниципальными и правительственными облигациями, бумагами, обеспеченными ипотечными кредитами, инструментами денежного рынка и внебиржевыми деривативами, вынужден был обрабатывать рекордно высокие объемы торгов в течение четырех дней подряд. Пик пришелся на пятницу 10 октября 2008 года, когда на продажу были выставлены 9,3 млрд акций на сумму около 3,3 трлн долл. В этот день Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам (NSCC) – подразделение DTCC – обработала рекордное количество сделок – 209,4 млн, что более чем в два раза превысило предыдущий рекорд 2007 года. С помощью неттинга этот объем сократился на 98 %. В итоге общая сумма к расчету составила «всего» 57,5 млрд долл.

NSCC осуществляет клиринг ценных бумаг, муниципальных долговых обязательств и других ценных бумаг, которые торгуются на биржах США и альтернативных торговых площадках.

Депозитарная трастовая компания (DTC), подразделение DTCC, предоставляет расчетные услуги для этих же рынков. В случае с банкротством Lehman Brothers эта структура осталась в выигрыше. NSCC должна была закрыть доставшиеся в наследство от Lehman Brothers позиции на сумму 5,85 млрд долл. Но с помощью DTC она получила доступ к ценным бумагам общей стоимостью 1,9 млрд долл., депонированным в банках в качестве залогового обеспечения расчетов по открытым сделкам.

Как и отдельные европейские инфраструктурные провайдеры, DTCC тоже разработала сценарий на случай наихудшего варианта развития событий на рынке. «Однако в 2005 году мы начали себя спрашивать: что мы будем делать в случае банкротства одной из 10 крупнейших финансовых фирм? – сказал Дон Донахью, председатель и директор DTCC²⁷. – С того самого момента мы начали проводить тренинги для всей организации, имитируя банкротство одной из ведущих фирм. Мы задавали себе вопросы: что случилось? как мы будем действовать в этой ситуации? какие возникают проблемы? могут ли наши системы справиться с чем-то подобным?»

Тренинги показали, что существуют определенные ограничения по количеству позиций, которые DTCC может закрыть. В 2006 году стало очевидно, что в систему нужно внести некоторые изменения. По свидетельству Донахью, в результате DTCC начала готовиться к худшему развитию событий, используя системы, которые были «полностью готовы к самому невероятному сценарию, который вы только смогли придумать».

«Поэтому, когда Lehman Brothers обанкротился, оставив нам в наследство открытых позиций на полтриллиона долларов, вопросов, хватит ли мощности системы, чтобы закрыть такое количество открытых позиций, вообще не стояло, – вспоминает Донахью. – Мы просто делали то, чтобы должны были делать».

DTCC провела два внутренних тренинга с имитацией банкротства крупнейшей фирмы масштаба Lehman Brothers в течение года, предшествовавшего сентябрю 2008-го. На втором тренинге, который

проводился в июне 2008 года, использовались реальные данные Lehman Brothers, и в нем принимали участие члены совета директоров DTCC и представители контролирующих органов. Эти учения «были бесценны для выявления проблем и поиска их решения, – заметил Донахью. – И благодаря этому, а также таланту наших риск-менеджеров процесс закрытия позиций Lehman Brothers в течение нескольких недель прошел очень гладко».

Правда, импровизировать все равно пришлось. DTCC осуществляла клиринг ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами, через свою Корпорацию по клирингу ценных бумаг с фиксированным доходом (FICC), но на момент банкротства на этом рынке никто не проводил клиринг с участием центрального контрагента. Он только создавался, чтобы начать работать в середине 2009 года.

Когда инвестиционный банк объявил дефолт, размер открытых позиций Lehman Brothers по ценным бумагам, обеспеченным ипотечными кредитами, на балансе DTCC составлял устрашающие 329 млрд долл. Вскоре после этого Донахью объявил ведущим финансовым организациям²⁸, что, выполняя пожелания клиентов DTCC и Ассоциации участников индустрии ценных бумаг и финансовых рынков (SIFMA), компания «в течение одного дня выступит в роли центрального контрагента и будет работать с дилерами, банками и фондовыми компаниями, с которыми торговал Lehman Brothers, по закрытию его открытых позиций». DTCC сократила объем открытых позиций на рынке бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами, до 30 млрд долл., что, как заметил Донахью, «моментально облегчило боль и успокоило тревоги многих компаний».

Спустя месяцы оказалось, что центральные контрагенты по всему миру сумели взять под контроль ситуацию после банкротства гиганта, не прибегая к средствам своих гарантийных фондов. Но в декабре 2008 года Гонконгская биржевая и клиринговая компания (HKEx) объявила об убытках в размере 157 млн

гонконгских долларов²⁹, включая затраты на закрытие позиций Lehman Brothers Securities Asia (LBSA) Гонконгской клиринговой компанией по ценным бумагам (HKSCC). Эта информация имела большой резонанс, поскольку именно в Гонконге фьючерсные биржи и клиринговые компании понесли серьезные убытки около 21 года назад³⁰.

HKEx заявила, что указанные убытки явились следствием решения гонконгской Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам (SFC) наложить на LBSA ограничения, «запретив компании закрывать свои позиции через центральную расчетно-клиринговую систему HKSCC и осуществлять расчеты с ее клиентами (за исключением возврата полностью оплаченных акций клиентам)»³¹.

После этого уведомления HKSCC объявила дефолт LBSA 16 сентября 2008 года и взяла на себя обязательства по закрытию позиций на сумму 3,5 млрд гонконгских долларов в соответствии со своими правилами³². По данным, опубликованным CCP12 и HKEx, убытки возникли, когда HKSCC пришлось провести сделки на рынке, чтобы, как сформулировала HKEx, «закрыть дефицит средств на сумму 2,5 млрд гонконгских долларов на резко сжавшемся кредитном рынке и выполнить свои расчетные обязательства как центрального контрагента».

HKSCC пришлось продать большое количество ценных бумаг на падающем рынке, в то время как обеспечение LBSA было достаточно небольшим. Вместо того чтобы потребовать внесения достаточного обеспечения для покрытия потенциальных ценовых рисков по незакрытым позициям участников клиринга, HKSCC требовала от участников внесения обеспечения, когда объем их незакрытых позиций превышал их ликвидный капитал.

HKSCC объявила, что она потребует возмещения убытков по закрытию сделок Lehman Brothers от его временной администрации, и привлекла другие ресурсы, включая 394 млн гонконгских долларов из гарантийного фонда HKSCC. Чтобы

защитить себя и гарантийный фонд от всех последующих аналогичных дефолтов, НКСС впоследствии стала взимать дополнительное залоговое обеспечение со своих наиболее активных участников клиринга, составлявшее до 10 % от общего ежесуточного объема коротких или длинных позиций каждого участника, в зависимости от того, какие позиции были крупнее. Она также уведомила о своем решении разработать «всеобъемлющие долгосрочные решения» проблем, которые вскрылись во второй половине 2008 года.

3.7. Уроки, извлеченные непосредственно из дефолта

Хотя большинству центральных контрагентов удалось успешно разобраться с последствиями самого крупного финансового дефолта в истории, очевидно, что из банкротства Lehman Brothers был вынесен целый ряд уроков.

Главная проблема – ее последствия выходят далеко за пределы данной книги – заключалась в том, что такая огромная структура, как Lehman Brothers (у инвестиционного банка было 2985 подразделений по всему миру³³, которые вовсю торговали друг с другом), была международной при жизни, но стала национальной после смерти. Из-за различных процедур банкротства в тех юрисдикциях, где работали подразделения Lehman Brothers, они попадали в руки различных внешних управляющих, которые действовали на основе разных правил и процедур, в первую очередь для того, чтобы удовлетворить требования местных кредиторов.

В Великобритании, где центральные контрагенты столкнулись с наибольшими проблемами, эта кризисная ситуация поставила под сомнение эффективность действующих процедур банкротства в случае краха инвестиционного банка. В то время как американское законодательство о банкротстве позволяло действующим подразделениям Lehman Brothers продолжать работать до тех пор, пока на бóльшую часть активов не найдется покупатель, британская система не делала различий между банкротством финансовой организации и банкротством промышленной компании. Крис Джонс из LCH.Clearnet отметил: «Заводы останавливают производство, а когда внешние управляющие готовы, производство вновь возобновляется. Но вы не можете это сделать с инвестиционным банком. Если вы это сделаете, то любая надежда на спасение хотя бы части средств испарится».

У LCH.Clearnet не оставалось другого выхода, кроме как объявить дефолт LBIE и LBSF и попытаться взять ситуацию под контроль. «Американские клиринговые структуры смогли снизить риски и перевести позиции клиентов значительно более организованно, чем это сделали мы», – отметил Джонс.

LBIE был уязвим в любом случае из-за отсутствия в Великобритании каких бы то ни было нормативных требований относительно минимального объема ликвидности для крупных международных банковских учреждений. Главное казначейство Lehman Brothers в Нью-Йорке могло за ночь беспрепятственно «освободить» свои дочерние компании от наличности. Только после краха Lehman Brothers Управление по финансовому контролю и надзору Великобритании ввело требование по минимальному объему ликвидности.

Другая проблема, которая частично была вызвана практикой ведения отчетности в Lehman Brothers и его дочерних компаниях, касалась смешанных счетов. Оглядываясь назад, можно сказать, что решение Великобритании не разделять клиентские счета в отличие от США принесло мнимую экономию.

Это отличие не имело бы таких последствий, если бы внешний управляющий, который занимался банкротством LBIE, лучше понимал статус и права клиринговых палат в соответствии с британским законодательством о банкротстве, в частности Разделом VII Закона о компаниях в редакции 1989 года. Создание препятствий для деятельности клиринговых палат в первые столь важные два дня после объявления дефолта значительно осложнило и без того непростую ситуацию.

Очевидно, что перед внешними управляющими в Великобритании и других странах мира стояли беспрецедентные по важности проблемы. Банкротства такого масштаба ранее не случалось. Предыдущим крупным банкротством, которым занимался руководитель подразделения PwC по реструктуризации и банкротству (он же должен был руководить закрытием LBIE), был

крах автомобильной компании. «Учтите, я не инвестиционный банкир, – заявил Тони Ломас четыре месяца спустя аудитории, состоявшей из финансистов и экономистов. – Последнее банкротство, с которым я работал, было банкротство MG Rover»³⁴.

Ломасу и его коллегам пришлось ринуться в бой незамедлительно после уведомления. «Нам позвонили и обо всем рассказали в субботу вечером, а утром в воскресенье мы уже присутствовали на собрании совета директоров, где нас назначили внешними управляющими со следующего утра», – рассказал он на той же конференции в январе 2009 года.

В нашем распоряжении имелось всего полдня, а у компании вообще не было плана на случай такой чрезвычайной ситуации. [...] Мне приходится сталкиваться с большим количеством проблемных ситуаций, и при нормальном развитии событий всегда есть время на принятие превентивных мер. Это позволяет подготовить план действий. Полдня – это очень мало. Когда я занимался банкротством Enron в Великобритании, у нас было по меньшей мере две недели на разработку плана.

Возможно, структура открытых позиций LBIE также отвлекла внешних управляющих и не позволила им уделить должное внимание требованиям LCH.Clearnet и других центральных контрагентов в соответствии с Разделом VII Закона о компаниях в редакции 1989 года.

По позднейшим расчетам PwC, на момент назначения внешнего администратора у LBIE было приблизительно 142 000 открытых сделок по ценным бумагам³⁵. Из этого числа 83 500 сделок нужно было закрыть в Европе, 45 000 – в Азии и 12 500 – в США. По данным PwC, открытые сделки за наличный расчет в Европе были в основном внебиржевыми. И хотя расчеты по 65 % этих сделок были произведены через расчетные системы Дании, Франции, Италии, Норвегии, Швейцарии и Великобритании, а также

Euroclear в Брюсселе, лишь небольшая часть этих сделок была заключена на биржах и подлежала клирингу с участием центрального контрагента.

Из-за того что внешние управляющие несли персональную ответственность за свои решения, они действовали излишне осторожно. В декабре 2008 года по указанию мэра Лондона был проведен анализ данной ситуации рабочей группой высокого уровня под руководством Боба Вигли (в то время он являлся председателем совета директоров Merrill Lynch по Европе, Ближнему Востоку и Африке). Этот анализ и выявил странности законодательства Великобритании о банкротстве, что позволило сделать следующий вывод:

Правительству [Великобритании] необходимо незамедлительно пересмотреть законодательство о введении внешней администрации, чтобы восстановить доверие подразделений зарубежных компаний в Лондоне. Процедура, по которой работали внешние управляющие Lehman Brothers в Лондоне, и тот факт, что они несли персональную ответственность за свои действия, не способствовали оперативной продаже активов и скорейшим расчетам с кредиторами и, таким образом, мешали быстрому проведению процедуры банкротства.

Согласно выводам рабочей группы Вигли, в Великобритании международные компании понесли более серьезные материальные потери в результате банкротства Lehman Brothers, чем в других финансовых центрах³⁶.

Невозможно забыть о тех трудностях, с которыми столкнулись LCH.Clearnet и другие центральные контрагенты при налаживании контактов с внешними управляющими и получении доступа к данным по клиентским позициям сразу после банкротства Lehman Brothers. Эти вопросы поднимались во время телефонных

переговоров (иногда довольно эмоциональных) с Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании, а также при обсуждении «вынесенных из ситуации уроков» с регуляторами после того, как центральные контрагенты закончили работу³⁷.

«Вместе с LCH мы впоследствии отметили, что было бы полезно, если бы у внешних управляющих были хотя бы базовые знания о деривативах», – прокомментировал эту ситуацию Маркус Зиквульф из Eurex.

Банк Англии также указал на необходимость совершенствования процедур банкротства несколько месяцев спустя, высказав завуалированный упрек внешним управляющим LBIE.

В апреле 2009 года Банк Англии отметил, что события вокруг дефолта Lehman Brothers «показали важность детального понимания всеми участниками рынка того, как следует применять процедуры банкротства в отношении любых транзакций и открытых позиций, к которым участники рынка имеют отношение, включая понимание соответствующих мер юридической защиты, предоставляемых Разделом VII Закона о компаниях в редакции 1989 года и положением 1999 года “О финансовых рынках и банкротстве”»³⁸.

При поддержке Банка Англии и Управления по финансовому регулированию и надзору в Великобритании признанные клиринговые палаты и специалисты по банкротству в 2009 году начали работать над документом, который призван был стать «руководством по сотрудничеству» и минимизировать конфликты при применении Раздела VII Закона о компаниях.

Это руководство было необязательным к исполнению, что создало определенные проблемы на этапе рассмотрения и обсуждения проекта. В нем не содержалось ничего, что помогло бы устранить укоренившиеся сомнения клиринговых палат в эффективности необязательных для исполнения договоренностей и в том, что этот документ поможет в будущем избежать ситуации, подобной дефолту Lehman Brothers. Хотя работа практически не двигалась с места до лета 2010 года, профессионалы из клиринговых компаний все

активнее поддерживали внесение изменений в законодательство с целью обеспечить приоритет правил о дефолте для клиринговых палат в соответствии с Разделом VII Закона о компаниях в редакции 1989 года над процедурами банкротства, которые применяют внешние управляющие.

3.8. LCH.Clearnet выдержала проверку на прочность

LCH.Clearnet использовала только 35 % первоначальной маржи, предоставленной Lehman Brothers для клиринга по дефолту в размере 2 млрд долл.³⁹ В основном благодаря своей организационной структуре она смогла преодолеть препятствия, возникшие в первые дни, и разобраться с внутренними и клиентскими позициями LBIE, не используя средства других участников клиринга или Lehman Brothers, которые формируют гарантийный фонд на случай дефолта.

Модель организации LCH.Clearnet, которая занимается клирингом множества активов, дала возможность ее руководителю Роджеру Лидделу приостановить закрытие позиций клиентов LBIE в первые два дня, когда представители клиринговой палаты безуспешно стучались в дверь внешнего управляющего и пытались разгадать головоломку с объединенными клиентскими счетами.

По мере закрытия позиций в других местах увеличивался размер покрытия – разница между оставшейся маржей и размером оставшихся открытых позиций на ежедневной основе. Ситуация в клиринговой палате становилась более безопасной по мере снижения рисков. В результате Лиддел смог с уверенностью вновь принять решение по переводу объединенных позиций, которые иначе были бы закрыты. Позже Лиддел вспоминал:

Мы всегда думали, что общий гарантийный фонд на случай дефолта является главным преимуществом мультиактивного центрального контрагента. На самом деле во время работы по банкротству Lehman Brothers было сделано еще более важное и ценное открытие: первоначальная маржа на каждом рынке является взаимозаменяемой. Поскольку все открытые позиции были аккумулированы у нас, мы могли использовать их в качестве портфеля. Наблюдались обратные взаимосвязи

между колебаниями цен – на одних рынках цены росли, на других падали. Как только нам удавалось ликвидировать какой-нибудь портфель раньше других, это означало, что маржа, оставшаяся от этой ликвидации, становилась доступной для покрытия рисков в другом месте. Это было очень, очень крупным преимуществом. Ни на одном направлении у нас не заканчивалась маржа. А это означало, что все время у нас была большая подушка безопасности. Благодаря ей мы могли более внимательно относиться к клиентским позициям. У нас не было необходимости незамедлительно от чего-либо избавляться⁴⁰.

«Эта история о модели, которая полностью себя оправдала, – впоследствии утверждал Крис Тапкер, председатель совета директоров LCH.Clearnet. – Это модель, когда клиринговая палата работает с различными классами активов и может распределять клиентскую маржу по одному классу активов на большой диапазон различных активов или же, в случае необходимости, ее всю можно использовать для одного класса».

Модель LCH.Clearnet по работе с разными классами активов помогла Крису Джонсу и его команде справиться с рисками на исключительно волатильном рынке:

Мы знали это, поскольку были очень диверсифицированы – мы теряли деньги на нефти и зарабатывали на газе, несли потери по ценным бумагам и получали прибыль по сделкам РЕПО, – по сальдо портфеля у нас не было значительных убытков. Мы сумели найти правильный баланс и тем самым выиграли время. Частично это произошло благодаря счастливому стечению обстоятельств, частично – благодаря расчету.

У LCH.Clearnet было бы меньше возможности для маневра, если бы запланированный перевод нефтяных фьючерсов в ICE Clear

Европе успел произойти в выходные, перед тем как Lehman Brothers объявил о банкротстве.

В LCH.Clearnet работали профессионалы, и у них были нужные контакты, что и помогло справиться с чрезвычайной ситуацией после дефолта Lehman Brothers. Опыт и структура сделали свое дело, когда вскрылась проблема со смешанными счетами обанкротившегося инвестбанка. Из-за того что LCH.Clearnet занималась клирингом многочисленных классов активов, компания смогла выиграть время и задержать закрытие клиентских позиций LBIE. В противном случае они были бы проданы, что могло привести к изменению хеджированных позиций, а это дорого обошлось бы клиентам банка, а также почти наверняка привело бы к невосстановимой утрате доверия международных инвесторов к лондонскому Сити.

Что касается LCH.Clearnet SA в Париже, то у Кристофера Хемона были все основания говорить о счастливом случае. Хотя банкротство Lehman Brothers было для LCH.Clearnet SA крупнейшим за всю историю, портфель LBIE был далеко не самым сложным активом на ее балансе. После Хемон задавал себе вопрос, что бы делал его центральный контрагент, если бы LBIE занимался не только торгами по своим позициям и позициям своих клиентов, но еще был бы общим участником клиринга и проводил через центрального контрагента клиринг по сделкам других финансовых институтов.

Этот вопрос стал актуальным через две недели после дефолта Lehman Brothers, когда Fortis, бельгийско-голландский банк, пострадал от утраты доверия инвесторов и его пришлось спасти совместными усилиями правительств Бельгии, Голландии и Люксембурга. Хотя это спасение стало только первой главой в длинной саге со множеством судебных разбирательств и падением правительства Бельгии действия трех правительств позволили предотвратить дефолт Fortis. Но банк был не только очень крупным клиентом подразделения LCH.Clearnet SA по клирингу деривативов; являясь общим участником клиринга, бельгийско-голландская

финансовая группа предоставляла услуги по клирингу 120 участникам торгов.

Согласно Хемону, этот был огромный бизнес...

...и пострадали бы не только мы. Перевод этих позиций стал бы огромным мероприятием. Необходимо было бы перевести позиции в другую организацию или к международному участнику клиринга. Перевод оказал бы очень большое влияние на рынок, поскольку эти компании не смогли бы вести торги по своим позициям или стабилизировать их в понедельник, если бы банкротство Fortis случилось в выходные. Процесс перевода позиций все еще продолжался бы. Если бы такая ситуация случилась в действительности, она бы значительно повлияла на обстановку, например на Нью-Йоркской фондовой бирже и Лондонской международной бирже финансовых фьючерсов в Европе, и волатильность рынка была бы весьма значительной.

Тревога по поводу ситуации с Fortis еще раз послужила напоминанием о том, что центральные контрагенты должны быть готовы к любому кризису. «Когда вы рассматриваете банкротство крупного клиента, такого как Lehman Brothers, или общего участника клиринга, такого как Fortis, ситуация будет развиваться совершенно по-разному, поэтому центральный контрагент должен быть готов к любому сценарию, когда речь идет о процедуре банкротства».

Регуляторы тоже вынесли уроки из банкротства Lehman. К обсуждению проблем с ликвидностью, которые возникли у LCH.Clearnet SA и Monte Titoli, вернулись три месяца спустя после дефолта. В разборе данной ситуации участвовали две компании, о которых шла речь выше, а также Банк Франции и Банк Италии.

Данный эпизод продемонстрировал некоторые преимущества, которые дают центральному контрагенту статус банка и тесные взаимоотношения с национальными центробанками на всех уровнях. Банковская лицензия LCH.Clearnet SA во Франции дала ему

доступ к средствам центрального банка. Вот что рассказывал Хемон впоследствии:

LCH.Clearnet SA пришлось столкнуться с проблемой нехватки ликвидности в течение недели. Это произошло из-за того, что все банки на рынке вели себя чрезвычайно осторожно. Имея на конец дня большое сальдо, они предпочитали держать эти деньги в Банке Франции, а не предоставлять кредиты другим банкам. Поскольку LCH.Clearnet SA сама являлась банком, то у нее был доступ к Европейскому центральному банку.

В частности, доступ к Европейскому центральному банку позволил воспользоваться системой платежей Target2 для перевода денег в Италию.

Возникающие проблемы можно было бы своевременно обнаружить, если бы терминалы Monte Titoli были установлены в офисе LCH.Clearnet SA в Париже. Это позволило бы клиринговой палате следить за движением ценных бумаг и прогнозировать размер необходимой ликвидности. Установка мониторов стала одной из нескольких мер по улучшению ситуации с ликвидностью в кризисной ситуации.

LCH.Clearnet SA приняла следующие меры:

- Увеличила кредитную линию в международных центральных депозитариях.
- Организовала взаимную кредитную линию с подразделением LCH.Clearnet в Лондоне.
- Вошла в европейскую систему центробанков ССВМ, которая позволяла своим членам использовать иностранные ценные бумаги в качестве обеспечения для получения наличных средств их национальных банков.
- Внедрила процедуры по работе с центральными депозитариями и международными центральными депозитариями по возврату ценных бумаг в течение половины дня и переводу их в наличность

с помощью банковской гарантии под названием 3G (Gestion Globale de Garanties).

Что касается управления финансовым кризисом, то ситуация с Lehman Brothers подтвердила, что центральные контрагенты необходимы финансовым министерствам и органам, разрабатывающим финансовую политику, по обе стороны Атлантики.

В частности, закрытие SwapClear сделок по внебиржевым процентным свопам на триллионы долларов, а также неттинг открытых позиций на американском рынке ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами, который успешно провела DTCC, показали, насколько эффективно могут работать центральные контрагенты на внебиржевом рынке в чрезвычайной ситуации, особенно если они владеют практическими знаниями в данном сегменте.

Успех LCH.Clearnet Group и других клиринговых палат в борьбе с последствиями банкротства Lehman Brothers привел к тому, что лица, определяющие финансовую политику, стали уделять особое внимание клирингу внебиржевых операций. Требования регуляторов, реакция финансовой отрасли и будущее клиринга с участием центрального контрагента подробно рассматриваются в части V данной книги.

Первые несколько недель после краха Lehman Brothers стали наиболее серьезным испытанием для центральных контрагентов. Каким образом развитие клиринга позволило им еще лучше подготовиться к любым проблемам подобного рода, является темой частей II, III и IV этой книги.

Часть II. Клиринг с участием центрального контрагента: становление системы

4. Ранняя история клиринговых операций

4.1. Первые трейдеры и посттрейдинговые технологии

Методы, вошедшие в практику клиринговых операций, использовались людьми задолго до появления центральных контрагентов в их нынешнем виде.

Археологические раскопки доказывают, что первые торги фьючерсами и опционами происходили примерно за 1750 лет до Рождества Христова в древних городах-государствах Месопотамии. Если трое или более человек собирались вместе, чтобы купить или продать товары и услуги, естественным образом возникала потребность в обеспечении сделок и платежей. По мнению одного из исследователей, храмы, сыгравшие важную роль в развитии торговли на территории нынешнего Ирака, могли выполнять функции клиринговых палат еще 4000 лет назад¹.

По словам этого автора, ни один ученый пока не сумел выстроить полную картину посттрейдинговых операций в Ассирии, несмотря на наличие тысяч текстов, записанных клинописными знаками на табличках из обожженной глины, в которых приводятся многочисленные подробности древнейших практик в области торговли, банковской и бухгалтерской деятельности, применявшихся в городах этого региона. Но стоит перенестись оттуда на машине времени на несколько столетий вперед – и мы сразу находим свидетельства практик и методов, сформировавших основу деятельности сегодняшних центральных контрагентов.

Неттинг существовал еще в древности. Согласно принципу римского права, именуемому *compensatio*, взаимозачеты платежей признавались совершёнными в случае урегулирования разногласий между должником и кредитором. Этот принцип, возрожденный после падения Римской империи на Западе, составил правовую основу неттинга в Европе Средних веков.

Купцы средневековой Европы разработали необычайно сложные неттинговые технологии обращения векселей, которые являлись основным видом безналичных платежей между коммерсантами вплоть до XX века. Векселя давали возможность компенсировать общий недостаток металлических денег и предотвратить риск ограблений, связанный с торговыми операциями в дальних странах. Торговые ярмарки Европы, привлекавшие посетителей со всех концов света, обеспечили коммерсантам возможность клиринга векселей при заключении сделок.

На ярмарках в Шампани, проводившихся с XII века в различных местах этой провинции в разное время года, сформировалась практика предоставления определенного времени для расчетов между купцами после окончания торгового периода. Торговцы из Фландрии, Англии, Германии и других французских земель пользовались для своих операций самой ранней формой векселя – так называемым *lettre de foire*. На пике своей популярности ярмарки длились 49 дней. Первая неделя была посвящена привозу товаров, четыре последующие – собственно торговле, а последние две – расчетам. Для разрешения разногласий существовал коммерческий «суд чести» – показатель достаточно сложной финансовой инфраструктуры².

К XV веку ярмарки в Шампани стали организовываться реже из-за Столетней войны между Францией и Англией. В 1463 году, через десять лет после окончания войны, король Франции Людовик XI учредил ярмарки, которые должны были проводиться четыре раза в год в Лионе, – своего рода замену исчезнувшему шампанским. После окончания каждой ярмарки один день отводился на расчеты, то есть на предъявление векселей и оплату долгов. Принятые в Лионе расчетные процедуры отменили практику зачета встречных требований, что дало торговцам возможность оплачивать долги наличными, которые, по словам одного из историков, «очень редко были в действительности необходимы»³.

Неттинг снизил цены, повысил привлекательность ярмарок как места для ведения деловых операций и помог Лиону стать крупным финансовым, коммерческим и промышленным центром.

Этот город оставался местом, где устанавливался обменный курс европейских валют, до конца XVI – начала XVII века. К тому времени новаторские веяния в области обращения векселей стали прерогативой торговых городов Северной Италии. Среди них была и Генуя, где банк Сан-Джорджо осуществлял клиринг cambi, или векселей, на особых «обменных ярмарках», учрежденных специально для этой цели.

Расцвет клиринговых операций этого банка в 1580–1630-е годы способствовал развитию коммерции и осуществлению займов и платежей в целях торговли в дальних краях, снижая тем самым риск перевозки наличных на большие расстояния. Подняв архивы банка, двое исследователей – Джузеппе Фелони и Гвидо Лаура – смогли описать четкую систему обменных ярмарок, которые проводились раз в три месяца в разных местах⁴.

Ярмарки длились восемь дней. В это время участники могли принимать векселя, выданные в других городах, срок действия которых истекал во время ярмарки, вести по ним переговоры и урегулировать предыдущие транзакции путем «взаимных компенсаций и наличной оплаты непогашенных остатков».

Все происходило согласно установленной процедуре. Участники ярмарок и векселя с истекающим сроком действия должны были регистрироваться в первый день. Во второй день подсчитывалась разница между текущим дебетом и кредитом участников и подводился итог. Этот итог проверялся на третий день. В этот день также достигались соглашения относительно взаимозачетов, которые можно было отменить, и оплаты задолженностей. На следующий день согласовывались обменные курсы для других городов, выпускались и продавались новые векселя. Результаты всех этих операций сводились воедино в итоговой «платежной ведомости», где регистрировались суммы долгов к оплате каждого из участников.

После соответствующей проверки ведомости подписывались банкирами и направлялись должностному лицу – консулу ярмарки, который ставил на документ печать и закрывал ярмарку.

Несмотря на неспешный характер процедур регистрации, согласования, проверки и неттинга, которые использовал банк Сан-Джорджо, они хорошо знакомы сегодняшним управляющим клиринговых палат.

4.2. Клиринг в Голландии во времена «золотого века»

В то время как обменные ярмарки Генуи специализировались на клиринге векселей для коммерсантов, посттрейдинговые практики получили свое развитие в Нидерландах, послужив становлению инвестиционного бизнеса.

XVII век стал «золотым веком» для Голландии, которая известна как колыбель финансовых новшеств. Хотя голландская тюльпановая лихорадка 1636–1637 годов осталась в истории примером одного из самых откровенных «мыльных пузырей», все же эта афера, когда спекулянты наперебой набавляли цену на луковицы ценных сортов, еще произраставшие в земле, послужила толчком к активизации клиринговой деятельности.

Торговые клубы со штаб-квартирами в гостиницах превратились в пункты клиринга операций с луковицами тюльпанов. Как пишут два историка из Нидерландов, торговые сессии были хорошо организованы. Войдя в гостиницу, клиент, желающий принять участие в торгах, должен был представиться счетоводу. Тот выдавал ему грифельную доску с написанным на ней именем клиента. Кроме того, счетовод отслеживал все операции в своем гроссбухе в конце вечерней «сессии»⁵.

Урегулирование счетов проводилось после зачета взаимных требований, так что трейдеры должны были выплатить друг другу только «разницу», или оставшуюся сумму долга, которая возникала из-за разницы в ценах на луковицы в ходе торговой сессии. Чтобы покрыть расходы, со сделок бралась небольшая комиссия.

Торговые клубы представляли собой зародыш клиринговых палат в стране, которая к тому времени стала родиной первой в мире компании, привлекавшей большое число частных инвесторов. Голландская Ост-Индская компания, или VOC⁶, основанная в марте 1602 года, получила от правительства Нидерландов право

монопольной торговли с Азией. С 1641 года она являлась единственной компанией в Европе, получившей от японских властей разрешение торговать в Японии. Свою базу компания основала на острове Дэдзима в порту Нагасаки.

Акции VOC, торговавшиеся на Амстердамской бирже, пользовались большим спросом у спекулянтов в силу больших колебаний размера дивидендов, которые выплачивала компания⁷. Практики торгов акциями VOC в конце XVII века были описаны Жосе де ла Вега, португальским коммерсантом и поэтом⁸: его книга *Confusion de Confusiones* («Путаница путаниц») считается первым в истории руководством по фондовым рынкам. Этот труд, завершённый в 1688 году, всего за три месяца до серьёзного падения акций VOC, содержал описание процедур клиринга и расчетов по ним.

Поступившие на торги обыкновенные акции VOC с полной выплатой представлялись 20-го числа каждого месяца и оплачивались 25-го числа. Однако в силу того, что пакеты акций торговались несколько раз в течение месяца, представление акций и оплата по ним проходили весьма неорганизованно. Как писал де ла Вега, «небрежение, беспорядок и путаница в расчетах процветают, ибо инвестор либо не представляет акции вовремя, либо не платит в срок». Эту проблему решали особые брокеры, или «рескаунтеры». Их бизнес заключался в том, чтобы «урегулировать обязательства, оплачивая и получая разницу», возникавшую в процессе торговых сделок.

Де ла Вега нарисовал живую картину торговли так называемыми дукатовыми акциями мелкого достоинства. Дукатовые акции возникали, когда держатели акций высокой ценности делили каждую из них на десять частей и предлагали мелким инвесторам в виде доли. Дукатовые акции были высокоспекулятивным инструментом, привлекавшим «лиц обоих полов, стариков, и женщин, и детей», которые и формировали рынок «сколь бурный, столь и не терпящий промедления».

Клиринг по торгам дукатовыми акциями осуществляло должностное лицо, именовавшееся генеральный кассир. За небольшую плату, вносимую продавцами и покупателями, он регистрировал транзакции в специальной книге. Первого числа каждого месяца, когда часы на бирже отбивали час тридцать пополудни, генеральный кассир подсчитывал стоимость акций на основе рыночной цены акций VOC крупного достоинства для того, чтобы можно было произвести расчеты по задолженностям наличными деньгами.

Эти процедуры и стали предшественниками позднейших практик. Производя расчеты и выплаты разницы цен, голландские «гостиничные» торговые клубы и «рескаунтеры» де ла Веги послужили становлению практик, сходных с теми, что осуществляли первые товарные клиринговые палаты XIX века. Сверяясь с часами на товарной бирже, генеральный кассир фиксировал справочную котировку дукатовых акций, что, по сути, и составляет основу любой клиринговой операции.

4.3. Распространение клиринговых палат

Амстердамская фондовая биржа появилась, чтобы удовлетворить неумный аппетит Ост-Индской компании к приобретению новых капиталов. Это событие увенчало собой процесс появления в XVI веке в других городах Северной Европы бирж как постоянных площадок для осуществления коммерческих и финансовых операций. Биржа в Антверпене была открыта в 1531 году. За ней в 1567 году последовало открытие Королевской биржи в Лондоне.

Как только трейдеры сосредоточили деятельность в одном месте, их примеру последовали и клиринговые структуры. Первым из известных зданий клиринговых палат стало здание Лож де Шанже, построенное в Лионе около 1630 года.

Но именно в Лондоне с его процветающим банковским сообществом XVII века проведение клиринга через клиринговую

палату стало общепринятой практикой. В 1773 году банкиры арендовали помещение в таверне «Пять колоколов» в переулке на Ломбардской улице, где их клерки и занялись обменом векселей, счетов и чеков и урегулированием долговых расчетов между банковскими компаниями Сити⁹.

Таким образом, была устранена необходимость для банкиров посылать своих клерков по разным адресам, чтобы собирать платежи. Изначально Лондонская клиринговая палата¹⁰ (а именно под этим именем компания впервые вошла в историю) функционировала как нечто похожее на частный клуб. В 1821 году для общего руководства повседневной деятельностью был создан постоянный комитет, состоявший из банкиров. Компании дважды пришлось арендовать новые, более просторные помещения, прежде чем в 1833 году было построено ее первое собственное здание.

В течение многих лет членство в клиринговой палате в здании почтамта в переулке на Ломбард-стрит было ограничено частными банкирскими фирмами Сити. Но спустя двадцать лет палата сдалась, и в 1854 году она открыла двери акционерным банкам, а еще через четыре года, в 1858-м, – начала осуществлять клиринг чеков, выданных английскими банками.

В 1854 году в число ее членов вошел Английский банк, и расчеты между банками-участниками стали осуществляться путем перевода денег между счетами, открытыми в центральном банке. Это новшество ознаменовало собой значительный шаг вперед в области организации платежно-клиринговой системы, став предвестником той весьма активной роли, которую Банк и другие центральные банки играют в клиринговой деятельности в наши дни.

Когда экономист и философ Уильям Стэнли Джевонс посетил Лондонскую клиринговую палату в 70-е годы XIX века, самым популярным платежным средством Великобритании, с которым была связана львиная доля ее операций, были чеки¹¹.

Джевонс описывает, как в единственном длинном, неказисто обставленном помещении в здании на Ломбардской улице

ежедневно трудились три клиринговые фирмы. Клиринговая палата улаживала «взаимные правопритязания 26 главных банков Сити». При этом «долги, средняя сумма которых составляла около 20 миллионов фунтов стерлингов ежедневно», оплачивались «без единой монеты или банкноты». Некоторые банки посылали в клиринговую палату сразу шесть клерков, что, по словам Джевонса, «порой создавало невообразимую тесноту на рабочих местах».

Его слова, которыми он описывает царившие там условия, напоминающие дилерскую контору современного Сити, пронизаны тревогой:

Помещение, где клерки вносят записи о сделках, очень просторное; однако интенсивная умственная работа, когда на счету каждая минута, в атмосфере, далекой от спокойствия, в шуме и суете, когда один клерк через всю комнату кричит другому, чтобы тот внес какую-то поправку, необыкновенно трудна. Нередки случаи заболеваний мозга.

Вскоре в других городах Великобритании стали появляться клиринговые палаты, занимавшиеся клирингом чеков и платежей. По примеру Лондона в октябре 1853 года была основана Нью-Йоркская клиринговая ассоциация, которая должна была привести в порядок хаотичную систему взаимозачетов и платежей между 57 банками города. По мере того как границы Соединенных Штатов продвигались все дальше на запад, один город за другим создавал собственную клиринговую палату по примеру Нью-Йорка.

И тем не менее, как писал Джевонс, клиринг никогда не был прерогативой одних лишь банкиров. «Если у трейдеров имеются многочисленные взаимные правопритязания, то они могут принять решение об учреждении собственной клиринговой палаты», – отмечал он.

Одним из таких примеров стала Железнодорожная клиринговая палата (RCH), учрежденная в 1842 году для урегулирования деятельности «намного более сложной и разнообразной, чем у банковской клиринговой палаты». Эти сложности и разнообразие были вызваны наличием огромного числа железнодорожных компаний начала XIX века, которые вынуждены были вести свои составы по отрезкам путей, принадлежавшим какой-либо из них. «В огромном, полном бухгалтеров доме на Истон-сквер в Лондоне» принимались и регулировались платежи за перевозку пассажиров и грузов между станциями по территориям, управлявшимся разными железнодорожными компаниями¹².

В 1874 году Лондонская фондовая биржа учредила клиринговую палату для брокеров, которая, по словам Джевонса, должна была заниматься клирингом «не денежных сумм, а акций». Так как брокеры занимались взаиморасчетами раз в две недели (или ежемесячно, когда речь шла о клиринге государственных ценных бумаг Великобритании), то получилось так, что они зачастую продавали и покупали одни и те же акции по многу раз в течение данного периода. Клиринговая палата устранила необходимость в многочисленных двусторонних операциях с ценными бумагами, обязав каждого из своих членов готовить отчет об общем количестве акций, которые они должны были получить или представить другому члену клиринговой палаты. Затем управляющий клиринговой палатой указывал дебиторам, какое количество акций они должны передать кредиторам для закрытия сделки. Переводы осуществлялись между брокерами, а не на счет клиринговой палаты. Общим результатом подобной практики стало снижение объемов транзакций, так что «фактически переводимые объемы не превышали 10 процентов от общего количества подлежащих клирингу транзакций», что, соответственно, определило и существенные сокращения объемов платежей в установленные дни.

В своем труде Джевонс ссылается на введение клиринговой процедуры Ливерпульской ассоциацией хлопковых брокеров в целях упрощения расчетов по форвардным сделкам на хлопок. В то время это стало прогрессивным новшеством в области клиринга в Англии. Но Джевонсу, к сожалению, было неизвестно, что клиринговые палаты играли ключевую роль в сфере фьючерсной торговли уже более века назад. Это происходило в стране, находившейся на другом краю света, которая в 1640 году – то есть более трех столетий назад – добровольно отгородилась от западного мира в экономическом, дипломатическом и культурном смысле. Речь идет о Японии.

4.4. Рисовый рынок Дэдзима

В 1730 году сёгун, управлявший Японией от имени императора через военных губернаторов, издал указ о превращении рисового рынка Дэдзима в Осаке¹³ в официальную биржу.

Япония, почти полностью закрытая от внешних влияний, представляла в то время общественный строй, в котором главенствовал класс феодальных помещиков-самураев, однако в городах, в условиях развивающейся денежной экономики, все больший вес приобретали купцы и ремесленники.

Основной сельскохозяйственной культурой Японии был рис. Землевладельцы и феодальные правители страны ежегодно изымали долю урожая в виде арендной платы и налогов с крестьян – арендаторов земли. Нуждаясь в деньгах на продукты, вооружение и жизнь при дворе, они стали отвозить излишки риса на продажу в Осаку и Эдо (современный Токио). Землевладельцы начали продавать складские расписки, или товарные квитанции (cho-ai-mai), по которым можно было получить наличные за рис, хранившийся в городе или в деревне. Из-за капризов погоды, неустойчивых урожаев и тенденции (свойственной дворянству всех эпох) жить не по средствам лендлорды-самураи вскоре стали продавать складские расписки в счет будущих поставок риса. Торговля этими расписками и дала начало рынку фьючерсных поставок риса, центром которого стала Осака.

Указ 1730 года устанавливал правила торговли складскими расписками на рис (cho-ai-mai-kaisho), аналогичные современным правилам фьючерсных торгов. Согласно этим правилам, неотъемлемой частью рыночной инфраструктуры отныне являлись клиринговые палаты¹⁴. Правила предусматривали следующее:

- договоры заключались на ограниченный срок;
- в течение установленного срока условия договоров были стандартными;

– договоры заключались на оговоренный сорт риса в рамках своего срока действия;

– продление договора на новый срок не допускалось.

Кроме того, все сделки подлежали клирингу в клиринговых палатах, где каждый торговец должен был иметь кредитную историю.

Подобная организация рыночной деятельности, позволявшая торговцам и поставщикам хеджировать позиции, оказалась весьма успешной. К 1732 году на рисовом рынке Дэдзима было зарегистрировано 1300 трейдеров, 500 из них были оптовыми торговцами, а 800 – брокерами¹⁵. Также существовало от 50 до 60 клиринговых палат и более 1000 человек занимались расчетами по сделкам между продавцами риса и брокерами¹⁶.

По словам Ульрики Шеде, профессора Калифорнийского университета (Сан-Диего), изначально клиринговые палаты существовали для того, чтобы обменивать рис на деньги и держать депозиты торговцев рисом. Однако по мере расширения биржевого бизнеса они постепенно занялись и расчетами по сделкам. Клиринговым палатам не разрешалось осуществлять собственные торговые операции. Вместо этого они принимали комиссию и маржу на открытые позиции, а получая торговую разницу, принимали на себя обязательства по исполнению условий контракта. Таким образом, по словам Шеде, торговцы могли «производить расчеты по рыночным позициям в клиринговой палате, вне зависимости от кредитоспособности конечного контрагента»¹⁷.

В XIX веке рисовый рынок Дэдзима столкнулся с некоторыми трудностями. Число клиринговых палат сократилось всего до четырех: как считает Шеде, это было, вероятнее всего, связано с тем, что палаты, нуждавшиеся в большом количестве служащих, несли соответствующие затраты. В период между 1830 и 1843 годами Япония испытала экономический кризис, вызванный плохими урожаями, рисовыми волнениями и высоким уровнем задолженностей. Шеде рассказывает, как в эти годы

клиринговые палаты повышали размер комиссионных и маржи, чтобы сократить до минимума риск, связанный с обеспечением фьючерсов.

Японская политика изоляции закончилась 8 июля 1853 года, когда в Токийский залив вошла американская эскадра «черных кораблей» под командованием Мэтью Перри. Рисовый рынок Дэдзима был подорван беспорядками, сопровождавшими свержение сегуната и открытие Японии для внешнего мира. Рынок просуществовал до 1869 года, то есть еще год после того, как император вернул себе политическую власть в Японии во время революции Мэйдзи, а затем имперские власти объявили спекуляцией и запретили торговлю по контрактам, нацеленным исключительно на получение прибыли за счет разницы в цене¹⁸.

Было приказано закрыть все биржи в Японии. Разрешена была только спотовая торговля рисом. Два года спустя рисовый рынок Дэдзима был заново открыт, однако дни его славы миновали безвозвратно. Несмотря на легализацию сделок с фиксированными условиями, они по-прежнему ставились в зависимость от реальной поставки товара при расчетах.

И тем не менее, основываясь на имеющихся данных, можно сделать вывод, что рисовый рынок в Осаке послужил созданию клиринговых палат, которые играли роль современных центральных контрагентов, принимая на себя риски сторон по сделкам и таким образом гарантируя закрытие сделок. Западный капиталистический мир ввел у себя подобную систему почти через три десятка лет после окончания изоляции Японии в 1853 году.

И все же пальма первенства в изменении системы товарных торгов принадлежит Великобритании, а другие страны Европы и Соединенные Штаты лишь принимали у нее эстафету по фьючерсам, по мере того как постепенно менялась система форвардных операций по будущим контрактам. Именно эти новшества после некоторого перерыва дали новый импульс прогрессу в клиринговой сфере.

4.5. Форварды и фьючерсы

В середине XIX века Британия превратилась в «мастерскую мира». Лидер мировой индустриализации испытывал все большую зависимость от импортного сырья для своих заводов, фабрик, а также от продуктов питания для все увеличивающейся рабочей силы в городах. К этому времени США представляли собой страну с развивающейся экономикой. По мере того как границы освоенной и заселенной территории отодвигались все дальше на запад, США начинали производить все новые виды товаров, в том числе зерно, хлопок, золото, а позднее и нефть. Все это поставлялось в города и на заводы Восточного побережья, на экспорт в Англию и в другие страны.

Индустриальная революция в Европе и быстрый рост городов и поселений, вырвавшись за пределы Англии, перекинулись вначале в Бельгию, а затем и далее. Спрос на товары увеличивался, а вместе с ним увеличивалась и тревога фермерских сообществ и широких городских масс, вызванная резкими колебаниями цен на эти товары.

Понадобилось некоторое время, прежде чем нововведения в области технологии и связи вызвали соответствующие перемены в трейдинговых методах. Уже наступил XIX век, а в Англии еще долго бóльшая часть товаров и сырья продавалась на спотовых условиях. Самым распространенным методом торгов были аукционы¹⁹.

Ненадежность транспортировки и неравноценное качество товаров препятствовали предварительным закупкам. Более того, цепочки поставок – от фермера-пионера, отсылающего излишки зерна, выращенного на Среднем Западе, на Восточное побережье США, или с хлопковой плантации американского Юга перед Гражданской войной до текстильной фабрики на северо-западе Англии – питали собой армию самых разнообразных коммерсантов и прочих посредников, сильно заинтересованных в сохранении статус-кво.

И все же форвардная торговля, известная также как купля-продажа товаров «в пути», мало-помалу завоевывала позиции. После некоторой задержки это привело к становлению более организованных фьючерсных рынков, а за ними и клиринговых палат.

Форвардные транзакции в Европе и США получили свое развитие в основном по тем же причинам, что и рисовый рынок Дэдзима в Японии XVIII века. Производители и покупатели сельскохозяйственных товаров стремились избежать ограничений, налагаемых сезонными колебаниями, используя торговые практики, обеспечивающие защиту от ценовых перепадов методом хеджирования.

Форвардная торговля товарами являла собой промежуточный этап в развитии рынков от аукционных домов, где из рук в руки переходили исключительно товары, до фьючерсных рынков, где торговля стандартизированными контрактами обеспечивала экономические преимущества, заключавшиеся в прозрачности цен, контроле рисков и широких возможностях для спекуляции, притом что участники торгов были избавлены от необходимости поставлять товары «вживую».

По мере развития форвардных рынков трейдеры научились использовать их так же, как позже стали использовать фьючерсы: для хеджирования позиций путем участия в компенсационных сделках по спотовым операциям, получая, таким образом, защиту от ценовых скачков. И все же у этих рынков имелись недостатки. Форвардные рынки предназначались прежде всего для конечных поставок специфических объемов физических товаров. Стандартизация контрактов находилась на довольно низком уровне, поэтому и рынки были относительно неликвидными. Форвардная торговля была уязвима для разного рода рыночных махинаций. Имели место как регулярные, так и случайные спекулятивные скупки товаров – так называемые корнеры, когда трейдер приобретал все имеющиеся товарные запасы и придерживал их, так что все прочие

рыночные игроки, чтобы закрыть собственные сделки, вынуждены были приобретать эти товары у лица, осуществившего корнер.

Фьючерсные рынки работали на основе более стандартизированных продуктов, генеральных контрактов и все более четко формулируемых правил. Их иногда называли «рынками договорных обязательств», поскольку фьючерсные рынки были более ликвидными, чем форвардные, и позволяли трейдерам легче избавляться от обязательств по контракту на покупку или продажу, заключенную на какую-то дату в будущем, путем проведения противоположной по характеру транзакции на ту же дату. Ликвидность фьючерсных рынков возросла еще больше, когда они получили поддержку со стороны клиринговых палат.

Развитию фьючерсной торговли также способствовали новации в сфере коммуникаций: товары на условиях поставки в будущем стало возможно приобретать с большей долей уверенности. Расширение сети железных дорог, пароходств и почтовых служб дало возможность производителям присылать образцы товаров на рынок еще до поставки основных грузов, которые также теперь приходили быстрее, чем во времена парусников. Покупателям больше не приходилось инспектировать партии товаров по прибытии, прежде чем приобретать их. С появлением электрического телеграфа потоки указаний, которыми обменивались рынки и производители, возросли, а после успешного ввода в строй в 1866 году трансатлантического кабеля связь между Европой и Америкой стала делом считанных часов.

За последние два с половиной десятилетия XIX века фьючерсные рынки, выросшие на прочных корнях форвардных рынков по обе стороны Атлантики, постепенно затмили их.

О первых днях фьючерсных рынков и применявшихся там клиринговых практиках имеется не так уж много сведений. Однако два рынка XIX века – хлопковый рынок в Ливерпульском порту и торговля зерном на Чикагской товарной бирже – оставили о себе достаточно материала, чтобы получить представление о том, как

клиринговые палаты удовлетворяли растущие рыночные потребности. Методы, принятые на этих рынках, весьма сходны с методами центральных контрагентов. Но прежде всего их пример рисует нам картину клиринга как жизненно необходимого инструмента организованных фьючерсных рынков, где и расцвели пышным цветом первые в истории клиринговые палаты.

4.6. Хлопковые операции в Ливерпуле: трейдинг и клиринг

Именно в Англии, в Ливерпуле, торговля хлопком послужила становлению торговых практик: от спотовых торгов к форвардным сделкам, а потом, во второй половине XIX века, и к торговле фьючерсами. Частично это стало возможным за счет учреждения клиринговых палат. О том, как развивались системы трейдинга и клиринга, мы знаем главным образом благодаря труду Томаса Эллисона²⁰, одного из игроков ливерпульского рынка.

До Гражданской войны между Севером и Югом (1861–1865) Ливерпуль торговал в основном хлопком, уже доставленным в порт. Торговые операции велись по неписаному, но четко установленному закону. Коммерсанты, ввозившие хлопок, реализовывали его через брокеров по продаже, а текстильные фабрики Ланкашира, нуждавшиеся в хлопке, приобретали его через брокеров по покупке. Брокеры редко действовали сами в качестве покупателей или продавцов. Тогда, в 1880-е годы, Эллисон отмечал, что до Гражданской войны в США в Ливерпуле почти не совершались торговые операции с грузом хлопка «в пути».

Разразившаяся война практически положила конец хлопковой торговле между отделившимися от Союза штатами и Англией за наличный расчет, одновременно породив невероятные колебания цен. Все это привело к становлению рынка форвардных сделок, или операций с товарами «в пути», который дал возможность импортерам обезопасить свои позиции. Форвардный рынок рос, как грибы на жирном удобрении, из неопределенности и спекуляций. Когда закончилась Гражданская война, форвардные контракты, по словам Эллисона, «почти полностью заменили собой спекулятивные спотовые операции с хлопком».

Помехой форвардным торгам, однако, служили естественные ограничения, присущие форвардным контрактам. Согласно им, импортеры хлопка могли более эффективно хеджировать свои

операции. Но рынок фьючерсов имел также поддержку в лице вполне организованного контингента покупателей и продавцов, подогревавших спекулятивный интерес на уровне, достаточном, чтобы импортеры получали контрагентов для хеджевых операций.

Для спекулянтов привлекательность фьючерсной торговли состояла в возможности использовать методы, исключавшие обязательства принимать или поставлять реальные товары. Однако подобные операции означали, что, как правило, и импортер, и спекулянт в равной степени должны были получать или выплачивать «разницу» в цене между реализуемыми контрактами. Эта ценовая разница была лишь одним из немногих обязательств, которые должны были урегулировать участники рынка.

Наведение порядка в этой области представляло собой серьезную проблему. Контракты много раз переходили из рук в руки, вызывая необходимость в урегулировании между всеми сторонами без исключения. Подобная система двустороннего клиринга провоцировала задержки и неудобства – а еще, как образно (а может, и буквально) писал Эллисон, «пререкания, сердечные приступы и потоки проклятий». В итоге возникло движение за реформу рынка, лидером которой стал Джозеф Морган, талантливый местный брокер. Он и выдвинул идею создания клиринговой палаты, которая тут же натолкнулась на сопротивление тех, кто опасался нового всплеска спекуляций. Были и такие, кто считал, что управляющие клиринговой палаты станут использовать ради своей выгоды инсайдерскую информацию компаний-членов. Однако Морган был человеком упорным, и в 1876 году на свет появилась Клиринговая палата хлопкового рынка.

Каждый день один из членов комитета клиринговой палаты принимал от должников в наличной форме все платежи в счет «разницы» в цене по операциям с хлопком. Приняв платежи, этот служащий затем выплачивал соответствующие суммы (также наличными) тем, кто должен был их получить. Клиринговая палата была устроена таким образом, что члены комитета не имели

возможности получать внутренние сведения о бизнесе других компаний. «Ошибки случались весьма редко, при возникновении их быстро исправляли, и касса в конце дня была так же пуста, как и в начале», – писал Эллисон.

За созданием клиринговой палаты последовали другие инфраструктурные новшества. 14 апреля 1878 года распахнул двери Хлопковый брокерский банк. Детище богатого на идеи Моргана, это учреждение было предназначено для того, чтобы устранить риски, связанные с ежедневным циркулированием на рынке наличных средств в размере от 100 до 150 тысяч фунтов стерлингов.

Как сообщает нам Эллисон, брокер по покупке, совершавший несколько платежных операций, должен был класть необходимую сумму на специальный брокерский счет²¹ в отделении Английского банка в Ливерпуле. Далее он выдавал кредитные ваучеры брокерам по продаже, которым был должен денежные суммы. Те учитывали эти ваучеры в Хлопковом банке и в счет них могли выдать или новые кредитные ваучеры, чтобы заплатить ими другим трейдерам, или (после окончания клиринга) чек на Английский банк. Кредитный ваучер, выданный каким-либо брокером, мог в течение дня проходить через разные фирмы и учитываться на различных счетах, снимая потребность в операциях с наличностью. При закрытии дневных операций наличные, оставшиеся в филиале Английского банка, передавались по чеку последним получателям кредитных ваучеров.

Система получила такое широкое развитие, что текстильные фабрики и другие конечные пользователи хлопка могли вносить деньги в отделение Английского банка в Манчестере для зачисления на брокерский счет в отделении в Ливерпуле, чтобы тамошние брокеры по покупке смогли выдать кредитные ваучеры брокерам по продаже. Таким образом, нужда в циркулировании наличности между Манчестером и Ливерпулем отпала. Клиринговая палата и Хлопковый брокерский банк постепенно слились в единую структуру. Как писал Эллисон, «все платежи по “фьючерсам”

вносились через Банк и распределялись при помощи “кредитных ваучеров” вместо звонкой монеты на конторке клиринговой палаты».

Создание клиринговой палаты породило некоторые далеко идущие последствия. Ливерпульские коммерсанты, создавшие цепочку поставок по спотовым контрактам на хлопок, стали терять позиции в бизнесе, потихоньку уступая их брокерам, которые контактировали непосредственно с американскими трейдерами при помощи трансатлантического телеграфа. Клиринговая палата способствовала снижению брокерских комиссий и резкому росту конкуренции между брокерами и коммерсантами. Эллисон сообщает, что положение торговцев стало еще более невыгодным, «когда все “фьючерсы” по необходимости должны были проходить через клиринговую палату, а право на пользование этим институтом давалось только лишь членам Ассоциации хлопковых брокеров».

Импортеры товаров, желавшие хеджировать свои сделки, должны были платить брокерам комиссию в размере 1 %. Результатом стало создание в 1881 году конкурирующего учреждения – Ливерпульской хлопковой биржи. Принимая во внимание склонность новых трейдерских учреждений порождать долговременные дискуссии, брокерская ассоциация и торговая биржа смогли необыкновенно скоро – всего через год – прийти к согласию, образовав Ливерпульскую хлопковую ассоциацию, в которой были представлены оба класса трейдеров.

Хлопковая ассоциация внесла дальнейший вклад в становление системы расчетно-клиринговых операций, предложив метод расчетов по контрактам по установленным датам: сначала – раз в две недели, позднее – еженедельно. Этот шаг, предложенный добровольной Ассоциацией расчетов по операциям в составе 60 брокерских и торговых фирм в декабре 1882 года и взятый на вооружение хлопковой ассоциацией в 1884 году, стал причиной краха многочисленных спекулятивных сделок.

Изначально правила Ливерпульской клиринговой палаты устанавливали, что сбор причитающихся брокерам комиссий и «разниц» должен производиться лишь после наступления срока исполнения контракта. К этому времени у спекулянтов уже накапливались крупные обязательства. Установив предельный срок расчетов по контрактам в одну неделю и официальные цены на расчетные операции, новая система «периодических расчетов» ввела еженедельную переоценку активов по рыночным ценам. Установление официальных цен позволило рыночным игрокам подавать детальные заявления относительно всех контрактов – как исполненных, так и нет. Члены ассоциации могли передавать эти заявления друг другу в день накануне даты расчетов и таким образом вести учет еще не закрытых контрактов, избегая опасности задержек.

Ливерпульская система клиринговых операций обозначила важный этап в развитии современных клиринговых палат, ограничив контрагентский риск. Но кое-что было упущено. Не существовало системы гарантий исполнения контрактов ни для покупателя, ни для продавца. Хотя принцип периодичности расчетов и позволял контролировать «разницы», обеспечивая прозрачность спекулятивных рыночных позиций, он все же давал меньше защиты, чем маржирование. Но, несмотря на это, ливерпульскую систему можно считать промежуточным этапом в истории становления центральных клиринговых контрагентов.

4.7. Фьючерсная торговля и клиринг в Чикаго

Гражданская война в США, дав импульс развитию форвардной торговли хлопком в Ливерпуле, стала также важным фактором в становлении торговли зерном и другими сельскохозяйственными продуктами (например, свининой, которой славились фермы Среднего Запада) в северных штатах Союза.

К тому времени торговля между Востоком и Западом США уже развивалась быстрыми темпами. Страна росла, ее границы отодвигались все дальше на запад, и в период между 1820-ми годами и Гражданской войной биржи и форвардные рынки стали возникать и на Севере, и на Юге. Ключевым событием стало окончание в 1825 году строительства канала Эри, соединившего Великие озера (Буффало) с рекой Гудзон и Нью-Йорком, что послужило распространению зерновых культур к западу от Аппалачских гор.

Канал преобразил западный штат Нью-Йорк, превратив его из пограничной области в процветающий фермерский штат, который в течение 20 лет являлся пшеничным и мучным центром США. Канал автоматически сделал район Великих озер внутренней областью Нью-Йорка, вытеснив коммерческие операции северных штатов Среднего Запада с юга и от Миссисипи²². Что не менее важно, он открыл путь для колонистов из восточных штатов и из-за океана к Великим озерам и далее на запад, в плодородные земли прерий. К 1850-м годам в центральных штатах Севера проживало около четырех миллионов человек, что составляло почти пятую часть всего населения США.

Успешное строительство канала Эри вызвало настоящий бум строительства каналов в районе Великих озер. За каналами последовали железные дороги, открывая в 1850-е годы новые пути в прерии для поселенцев и маршруты для зерна. Потом наступил черед новых финансовых и коммерческих институтов.

В 1844 году в Буффало была учреждена торговая ассоциация, или биржа. Предназначалась она для операций с зерном, но не прошло и трех лет, как эта структура²³ превратилась в центр форвардной торговли. По мере того как зерноводство продвигалось на запад, биржи создавались и в других транспортных центрах, таких как Кливленд, Детройт, Чикаго и Милуоки. Самой значительной из них стала Товарная биржа Чикаго, основанная в 1848 году.

Когда в 1837 году Чикаго приобрел статус города, его население составляло чуть более 4000 человек. Географическое местоположение определило его будущее величие. Город был заложен на озере Мичиган, на коротком перешейке между притоком Миссисипи и бассейном Великих озер. Через год после обретения Чикаго городского статуса оттуда отплыл первый корабль с грузом зерна, взяв курс на Буффало по Великим озерам. К концу 1850-х годов, получив выход к Иллинойской центральной железной дороге и далее на восток, Чикаго стал главным зерновым транспортным узлом Среднего Запада. В 1860 году его население перевалило за сто тысяч, а сам город каждый год отправлял на восток 20 миллионов бушелей зерна²⁴.

Торговые советы Среднего Запада выполняли разнообразные функции. Изначально они занимались урегулированием споров между местными коммерсантами, но вскоре занялись разработкой системы категорий, стандартов и инспекций, которая дала возможность сделать запасы зерна величиной измеримой. Это стало важной предпосылкой развития форвардной, а затем и фьючерсной торговли.

Первый известный долгосрочный договор, заключенный в Чикаго 13 марта 1851 года, скреплял сделку на поставку 3000 бушелей кукурузы, которые должны были быть доставлены в Чикаго по цене на один американский цент ниже рыночной. Важный шаг к регулированию рынка был сделан в 1859 году, когда администрация штата Иллинойс признала Чикагскую товарную биржу частной ассоциацией. Это означало, что ассоциация получает

право устанавливать правила делового поведения, выносить арбитражные решения и улаживать споры на правах выездного суда²⁵.

В марте 1863 года члены Чикагской товарной биржи приняли первые правила форвардных биржевых торгов, предусматривавшие временное лишение членства за несоблюдение условий контракта. В последующие годы Чикагская товарная биржа вводила новые правила, нацеленные на защиту от контрагентских дефолтов. С мая 1865 года вступили в силу требования к маржированию, которое на том этапе еще не являлось обязательным²⁶, а в 1873 году было введено правило, гласившее, что любой участник, не выполнивший условия контракта, должен сделать заявление «правлению биржи о своем финансовом состоянии под присягой» под страхом исключения из ассоциации.

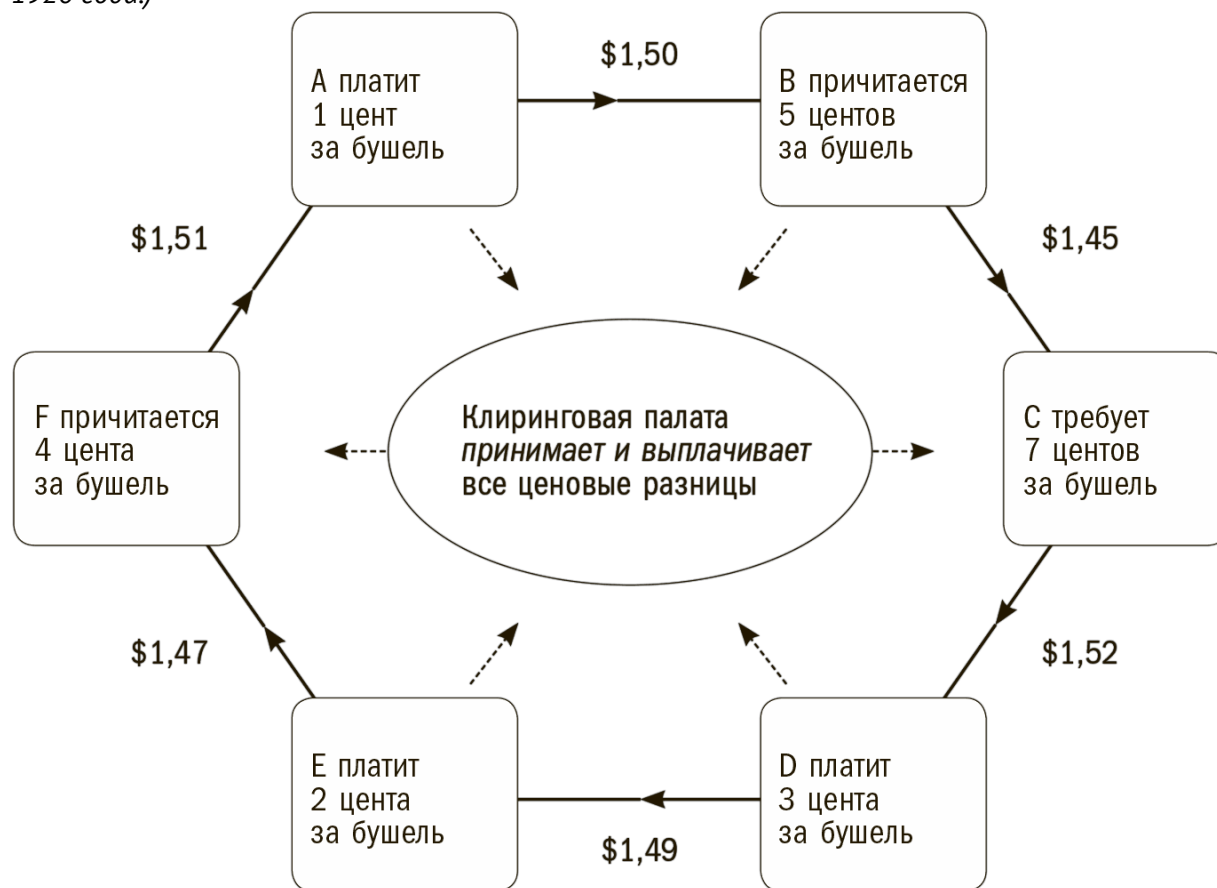
Это были важные меры, способствовавшие превращению форвардных контрактов на условиях «в пути» в стандартные контракты, которые уже можно назвать фьючерсными. Новшества, введенные в Чикаго, совпали по времени с усовершенствованиями в области железных дорог, телеграфного сообщения и хранения зерна. Хотя ученые спорят относительно даты заключения первого в США фьючерсного контракта, они единодушны в том, что Чикагскую товарную биржу середины 1870-х годов можно считать фьючерсной биржей.

Тем не менее ей не хватало одного из ключевых компонентов современной фьючерсной биржи – эффективной системы клиринга. Ситуация изменилась в сентябре 1883 года: после крупного спора по поводу одного из контрактов биржа потребовала, чтобы торговые фирмы делали заявления относительно своего торгового баланса по поставкам и других расчетов и осуществляли или принимали платежи на ежедневной основе. Для того чтобы стороны сделок, получающие прибыль или терпящие убытки, могли с уверенностью получать то, что им причитается, Чикагская товарная биржа учредила клиринговую палату.

Эта палата не являлась предшественницей сегодняшних центральных клиринговых контрагентов в отличие от клиринговых палат Европы и более поздних палат полного клиринга в США. Она не имела активов или капитальных фондов. Она не играла никакой роли в физических поставках товара по фьючерсному контракту, срок исполнения которого наступил. Это учреждение являлось отделением Чикагской товарной биржи, и некоторые комментаторы считают ее всего лишь «почтовой конторой», занимавшейся обменом чеков и залоговых сертификатов для членов биржи²⁷.

Рисунок 4.1. Расчетная цепочка в Чикаго: А, В, С, D, E и F – компании – члены клиринговой палаты. Суммы указаны в долларах – продажные цены на бушель предыдущих членов клиринговой палаты и покупные цены последующих участников в цепочке. Платежи, поступающие в клиринговую палату и осуществляемые ею, отмечены пунктиром

(По данным Отчета о торговле турецким горохом Федеральной комиссии по торговле 1920 года.)



Однако эта палата способствовала развитию неттинга, клиринга и расчетов по встречным сделкам. На самом простом уровне она обеспечила инфраструктуру для прямых расчетов, когда два члена биржи в конце дневных торгов порой обнаруживали, что у них имеются встречные позиции, где каждый выступает и продавцом, и покупателем на одинаковое количество товара по одному и тому же контракту. В этом случае как члены клиринговой палаты они могли воспользоваться ее услугами для расчетов сумм, которые они должны были выплатить и получить и которые возникали в результате разницы в ценах, в рамках своих операций.

Кроме того, существование клиринговой палаты стало стимулом к развитию «цепочки расчетов», когда три или более члена клиринговой палаты, являвшиеся одновременно продавцами и покупателями на одинаковое количество товара в рамках одного контракта, пользовались ее услугами для выплаты сумм, которые они должны были оплатить или получить как участники цепочки расчетов.

Эти цепочки формировались в том случае, если покупатели и продавцы образовывали замкнутое кольцо. Расчеты по ним велись после закрытия торгов специальными клерками, нанятыми различными торговыми компаниями. Эти клерки учитывали проданные и приобретенные количества товара и, проконсультировавшись со своими заказчиками, собирались шумными группами на следующее утро, чтобы уточнить встречные контракты и рассчитать разницы сумм. Последние рассчитывались на основе расчетной цены, которая устанавливалась каждый день незадолго до закрытия торгов секретарем Чикагской товарной биржи и вывешивалась на видном месте в зале биржи. Суммы, которые должны были получить или выплатить участники различных цепочек, сообщались клиринговой палате, которая получала соответствующие платежи, а затем единомоментно выплачивала деньги тем, кто должен был их получить²⁸.

Участие в цепочках было полностью добровольным, и некоторые компании предпочитали ими не пользоваться. По сути, на практике ежедневно формировалось множество цепочек. Сделки, являющиеся объектами клиринга в рамках цепочки, могли оставаться открытыми много дней, но точно так же расчеты по ним могли происходить и за один день. В результате количество товара, расчеты по которому проходили в установленный день, больше не учитывалось в объеме сделок, ежедневно совершавшихся на бирже.

Цепочки расчетов были очень популярны на Чикагской товарной бирже. Расчеты по ним, которые координировала клиринговая палата, устранили необходимость выдавать или получать чеки на каждую разницу сумм между отдельными торговыми фирмами. Открыв широкие возможности для встречных контрактов, цепочки помогли поставить заслон сфабрикованным маржам по сделкам²⁹. Однако успешная работа цепочки зависела от того, смогут ли стороны провести между собой замещение и взаимозачет позиций в рамках тех же самых контрактов, чтобы свести к минимуму количество транзакций, связанных с оплатой разницы. Но ни система цепочек, ни структура клиринговой палаты Чикагской товарной биржи не помогали сторонам снизить риски.

Тем не менее клиринговая палата быстро доказала свою ценность. Одним из непосредственных результатов ее существования стало резкое сокращение платежных операций. Как писала газета *Chicago Tribune*, за первые 14 недель работы в клиринговой палате было обработано 26 986 чеков, а не 260 000, как прежде. И это был не единственный пример: за первые девять месяцев клиринговая палата обработала 76 500 чеков по сравнению с 740 000 при старой системе³⁰.

В 1884 году клиринговая палата стала исполнять обязанности регистратора сделок, делая это при их закрытии, а не днем позже, как ранее.

Но хотя подобные новшества и повысили эффективность рынка и помогли снизить расходы, все же система цепочек имела и свои

недостатки. Цепочка покупателей и продавцов была прочна настолько, насколько прочным было ее слабейшее звено. В 1902 году банкротство члена Чикагской товарной биржи Джорджа Филлипса повлияло на дела 748 членов биржи, что составляло более 42 процентов всего ее состава³¹.

К этому времени расчетные цепочки использовались в качестве клирингового метода большинством товарных бирж США. Неудача этого метода в случае с Филлипсом заставила обратить внимание на преимущества других. Одним из таких методов был «полный клиринг», при котором клиринговая палата должна была иметь фонды, достаточные для защиты трейдеров, выступая как покупатель для любого продавца и продавец для любого покупателя. При этом устранялся риск того, что трейдер может понести потери из-за дефолта контрагента, а также устанавливались уровни маржи, защищающие клиринговую палату от дефолта.

Полный клиринг сегодня известен как клиринг с участием центрального контрагента. Он был принят в США через несколько лет после появления клиринговых палат в Европе, которые выполняли ту же функцию за счет предоставления гарантий по сделкам в отношении контрагентских рисков.

История полного клиринга в США началась весьма скромно, когда в 1891 году коммерсанты Товарной биржи Миннеаполиса – городской зерновой биржи – учредили клиринговую ассоциацию, отделенную от биржевой структуры. Этот метод трудно пробивал себе дорогу в Северной Америке и остался почти незамеченным современниками, поскольку в то время для торговли зерном были учреждены другие ассоциации: в 1899 году – в Канзас-сити, в 1901-м – в Виннипеге в Канаде и в 1909-м – в Дублине, штат Миннесота.

Таблица 4.1. Торговля зерновыми культурами на фьючерсных рынках США: примерные объемы за пятилетний период, млн бушелей

	Чикаго	Миннеаполис	Канзас-сити	Сент-Луис	Прочее
1884-1888	108 500	Неизвестно	500	1100	7900
1889-1893	81 000	500	600	700	7000
1894-1898	98 000	2000	800	500	6300
1899-1903	81 900	3000	1500	1200	9600
1904-1908	72 200	5500	2200	1500	13 000
1909-1913	65 000	5000	2900	1600	5300
1914-1918	83 400	4900	3300	1200	4200

Источник: *Отчет по торговле зерном Федеральной комиссии по торговле, Вашингтон (1920).*

По сравнению с Чикагской товарной биржей это были маленькие структуры – ведь на ее долю приходилось 80 % торговли фьючерсами в США. Чикагская биржа стала использовать современный метод клиринга с участием центрального контрагента только в 1926 году. Одной из причин такой медлительности были опасения, что полный клиринг войдет в противоречие с жесткими законами штата Иллинойс об игорном бизнесе.

4.8. Борьба с игорным бизнесом в США

В конце XIX века игорный бизнес стал предметом весьма эмоциональных политических дискуссий в США и Европе. Негативное отношение к азартным играм реформаторов общественной морали не получило всеобщей поддержки, однако вызвало достаточный резонанс среди рабочего и среднего класса, получившего избирательные права, стремившегося к образованию и вырвавшегося в мощную политическую силу в трудные для экономики времена в США, Германии, а до некоторой степени и в Англии.

Чикаго был городом большим и шумным. Обширные земли Среднего Запада населяли богобоязненные протестанты из Северной Европы и пуритане Новой Англии, которые, как и многие из тех, кого они выдвинули на выборные должности, желали попробовать свои силы на Чикагском фьючерсном рынке.

Попыток провести на рынке корнерские сделки было множество. В 1868 году на зерновом рынке было зафиксировано не менее семи корнеров. Один из них – особенно вопиющий корнер на рынке лярда – и послужил в 1883 году причиной реформирования Чикагской товарной биржи, в том числе ввода в обиход расчетов в цепочках. В тени биржи процветали спекулятивные брокерские конторы. Существовали места, где делались нелегальные ставки по биржевым ценам, когда на самом деле не предполагалось приобретать или поставлять товар. Пока не были разрешены кодированные сообщения, неразборчивые в средствах трейдеры предпринимали попытки получить сведения и манипулировать рынком, подкупая операторов телеграфа и трансатлантического кабеля.

Представляется сомнительным, чтобы многие фермеры в окрестностях Чикаго стремились к роли биржевых спекулянтов. Однако в фермерских сообществах сложилось твердое убеждение,

что азартные игры в виде биржевых ставок на богатства американской нации суть источник многих бед. Западные фермеры были постоянно обременены долгами, и ситуация в Штатах только ухудшилась, когда начиная с 1880-х годов цены на зерно стали падать, а в 1890-е разразилась экономическая депрессия.

Резкие понижения цен приписывались исключительно нечестивым деяниям игроков на зерновых биржах страны. Газета «Голос фермера», издававшаяся в Блумингтоне, так описала эти настроения (вып. от 21 марта 1896 года): «Не будет преувеличением заявить, что товарные биржи – мерзейшее из осиных гнезд нашей страны, где жужжит целый рой спекулянтов. Это самые коварные и бесчестные люди, самые наглые из тех грабителей, что обирают фермеров, каких когда-либо видела Америка»³².

Враждебное отношение к торговле фьючерсами в США вылилось в многочисленные, хотя и неудачные, попытки провести антиигорные законы в конгрессе, а также в принятие штатом Иллинойс антиигорного законодательства, которое запретило любую торговлю, не предусматривающую получение или поставку реального товара.

Законы штата Иллинойс усилили опасения по поводу легитимности клиринговых цепочек на Чикагской товарной бирже. Суды могли счесть расчеты в цепочках доказательством того, что торги на бирже представляют собой «не что иное, как азартную игру на ценовые разницы». Пока юридическая составляющая системы клиринговых цепочек была покрыта мраком, доминировало мнение, что полному клирингу вообще не найдется места в Чикаго.

В мае 1905 года – более чем через 20 с лишним лет после учреждения клиринговой палаты Чикагской товарной биржи – вопрос о легальности фьючерсного трейдинга и клиринга был поставлен перед Верховным судом США. Это дело получило название «Товарная биржа против зерновой и товарной компании Кристи».

Большинством голосов суд поддержал легитимность фьючерсных контрактов и принятый в Чикаго метод клиринговых цепочек, придав им статус легальных деловых операций. Выступавший от имени большинства судья Оливер Веделл Холмс невозмутимо заявил, что честно заключенный фьючерсный контракт на реальную поставку товара может в обычном случае быть исполнен и закрыт путем выплаты ценовой разницы. Судья Холмс утверждал следующее: «По всем статьям это серьезный деловой контракт, заключенный с законными и полезными целями, расчеты по которому могут производиться до даты фактической поставки, если сама поставка окажется ненужной или нежелательной». Он отмечал: «Зачет суммы сделки имеет все свойства реальной поставки. Что касается расчетов по цепочке, это просто более сложный случай того же рода»³³.

Но несмотря на то, что фьючерсные контракты решено было юридически отделить от ставок в азартных играх, понадобилось двадцать лет, пять голосований членов Чикагской товарной биржи и суровое давление федерального правительства Штатов, прежде чем Чикагская биржа наконец учредила центрального контрагента.

Провал голосований отражал опасения членов биржи на тот счет, что полный клиринг выльется в утечки конфиденциальной коммерческой информации к конкурентам, следовательно, разумнее держаться системы, одобренной Верховным судом. Даже после того, как 4 января 1926 года начала работу Клиринговая корпорация Товарной биржи, антиигорные законы Иллинойса продолжали оказывать влияние на операции чикагских бирж и клиринговых палат вплоть до 1980-х годов.

В непростых условиях чередующихся бумов и спадов конца XIX века антиигорные настроения ставили препятствия нарождающимся фьючерсным рынкам и их клиринговым палатам во многих государствах Европы.

Франция в отличие от большинства стран придерживалась не столь строгих позиций. Начиная с 1870-х годов фьючерсная

торговля кофе и хлопком стала развиваться здесь быстрыми темпами, и произошло это в портовом городе Гавре, где в 1882 году была учреждена клиринговая палата. Она стала выполнять те же функции по управлению рисками, которые сегодня являются прерогативой центральных контрагентов.

5. Европейские новшества

5.1. Гаврский прорыв

В ноябре 1882 года в Гавре была основана так называемая Товарная ликвидационная касса (Caisse de Liquidation des Affaires en Marchandises, Caisse), ознаменовавшая собой решительный отход от прежних методов осуществления и управления клиринговыми операциями.

Будучи учрежденной в целях поддержки недавно появившихся городских рынков товарных фьючерсов, гаврская Caisse гордо опередила всех своих европейских соперниц, предоставляя гарантии на регистрируемые ею контракты. Через десять лет другие ведущие коммерческие центры северо-запада Европы были принуждены последовать примеру Гавра и учредить у себя клиринговые палаты в поддержку операций на фьючерсных биржах, которые выполняли функции гарантов, часто преодолевая яростное сопротивление со стороны групп, имевших давно сложившие интересы.

В 1880-е годы мир вступил в эпоху развития, которая весьма напоминала ситуацию, имевшую место веком ранее. Ведущие мировые экономики вступили в раннюю фазу глобализации, побудительными причинами которой послужили индустриализация, развитие международной торговли, а также все более быстрые и эффективные каналы связи. Способствовало этому и отсутствие крупных войн в Европе в период между 1871 и 1914 годами.

Гавр стал быстрорастущим, оживленным портом¹. От него вглубь страны тянулся Парижский бассейн, а кроме того, город имел хорошие торговые контакты с обеими Америками и Тихоокеанским регионом. Гавр стал одним из ведущих европейских импортеров кофе, что неудивительно – ведь до Первой мировой войны Франция

была третьим крупнейшим потребителем кофе в мире. Кроме того, он сделался главным портом континентальной Европы, куда поступал хлопок из США, – наследие, заслуженное Францией в войне за независимость, когда она помогала американским поставщикам обойти наложенное британцами эмбарго. В 1830-е годы в Гавр поступало около 15 % ежегодного урожая американского хлопка.

Но с середины XIX века установленные методы импорта указанных товаров стали создавать все больше проблем для тесного сообщества портовых коммерсантов, занимавшихся ввозом, и брокеров, приобретающих у них товары и перепродававших их потребителям на континенте. Возникшие сложности и побудили этих достойных господ разработать систему фьючерсной торговли и революционный на тот момент метод клиринга.

Гаврские импортеры традиционно приобретали особые партии кофе у торговцев из Бразилии и Гаити, платя за него занятыми в банках деньгами. К 1860-м годам эта практика начинала наталкиваться на препятствия. Рост объемов импорта, предназначенного для удовлетворения appetitов французских потребителей, потребовал значительно большего оборота капиталов. Кроме того, повысилась волатильность цен, поскольку спекулянты стали быстрее реагировать на поток новостей товарного рынка, обеспеченный усовершенствованиями в области коммуникаций. Все эти факторы повлияли на повышение степени риска для импортеров.

Одно из решений, принятых портовыми импортерами кофе, состояло в том, чтобы побудить коммерсантов из стран-экспортеров заключать фьючерсные контракты по фиксированным ценам «в пути» на момент прибытия товара в порт. Импортер в этом случае надеялся на доходные условия поставки или по меньшей мере на снижение риска невыгодных ценовых колебаний, продав контракты на условиях «в пути» до разгрузки кофе в Гавре. Примерно в 1870-х годах такие кофейные контракты на условиях «в пути» приобрели практически стандартный вид и стали называться

«фьючерсы». Появление ходовых фьючерсных контрактов позволяло импортерам приобретать кофе в стране экспорта и хеджировать покупку в Гавре, перекладывая риск ценовых колебаний на спекулянтов.

Что касается хлопка, то Гражданская война в Америке поставила гаврских торговцев перед лицом столь же резких колебаний цен, как у их ливерпульских конкурентов, что привело к краху множества торговых домов и текстильных фабрик.

Как и в Ливерпуле, импортеры хлопка из Гавра приняли практику контрактов на условиях «в пути» как защиту против ценовых колебаний, а потом начали и торговать ими. Но тут возникла проблема качества.

Качество хлопка, торгуемого по контрактам «в пути», слишком варьировалось, чтобы гарантировать фабрикам единый стандарт. Соответственно, ни торговцы, ни текстильные фабрики не стремились устанавливать слишком жесткую планку из боязни, что рынок окажется слишком ограниченным и неликвидным. Эту проблему удалось решить, приняв в 1870-е годы стандарт качества хлопка как основу для фьючерсной торговли, а также шкалу ценовых разниц для различных сортов поставляемого хлопка.

После ввода этих новшеств торговля двумя указанными видами товара пошла в рост, чему в случае с хлопком способствовало принятие в 1877 году первого свода правил фьючерсного рынка Франции. В частности, эти правила зафиксировали количество тюков, торгуемых по одному контракту, в пятьдесят штук, сделав шаг в направлении замещаемости и «измеримости» контрактов.

К 1880 году брокеры и торговцы Гавра начали искать пути упрочения в городе фьючерсной торговли. Так возникла идея учредить клиринговую палату, которая гарантировала бы выполнение контрактов. 6 ноября 1882 года Товарная ликвидационная касса была преобразована в компанию с ограниченной ответственностью с капиталом в 2 млн франков.

В число ее учредителей вошли и многие из ведущих торговцев порта.

В точности неясно, почему лидером в этой области стал именно Гавр. Анализируя долгую историю финансовых инноваций и их роль в становлении клиринга, можно было бы ожидать, что первую скрипку здесь станут играть рынки Лондона или Амстердама. Но вместо этого их трейдеры и купцы – как и трейдеры и купцы Парижа, Марселя, Антверпена и Роттердама, где в 1880-е годы возникли обновленные клиринговые палаты, – вынуждены были реагировать на нововведения, рожденные во французском портовом городке.

По словам Робера Лакомба, написавшего перед Второй мировой войной историю фьючерсных рынков и клиринговой палаты Гавра, учреждение Кассы стало результатом визита в Штаты одного из ведущих трейдеров Гавра – некоего месье Ленормана. Ленорман был вдохновлен посещением основанной в 1882 году Нью-Йоркской кофейной биржи, имевшей собственную клиринговую палату, и, по словам Лакомба, вернулся во Францию, чтобы основать Caisse – «учреждение гораздо более совершенное, чем американские аналоги того времени»².

Как отмечали европейские комментаторы в 1880-е и начале 1890-х годов, клиринговая палата Нью-Йоркской кофейной биржи выполняла функции гаранта³. Имеются, однако, серьезные свидетельства того, что подобное утверждение не соответствовало действительности⁴. Согласно исследованиям автора этой книги, полный клиринг в сфере торговли кофе в Нью-Йорке стал проводиться не ранее 1916 года.

Кто, если не Америка вдохновил Гавр на создание клиринговой палаты? Может быть, Япония? Имеется лишь косвенное свидетельство в подтверждение гипотезы, что клиринговые практики рисового рынка Дэдзима могли повлиять на становление фьючерсной торговли и учреждение Гаврской клиринговой палаты.

После того как Америка открыла миру доступ в до тех пор закрытую Японию, отношения между Францией и Страной восходящего солнца стали более тесными. В октябре 1858 года страны подписали договор о мире, дружбе и торговых связях.

Когда в 1860-х годах в Америке началась Гражданская война, Франция стала влиять на Японию больше, чем любая другая держава⁵. Именно она оказала теряющему власть сегунату военную помощь, сумев сохранить свои позиции и после революции Мэйдзи.

Экономические связи ширились. Франция стала крупнейшим импортером японского шелка, а после того как эпидемия уничтожила ее собственную популяцию шелковичных червей, восстановить ее помогла также Япония. Эта страна принимала участие в Парижской всемирной выставке 1867 года, где ее представлял младший брат сёгуна. В 1870-е годы укрепление связей между двумя странами продолжилось: Франция экспортировала машины для японских шелкопрядилен, а Япония участвовала в следующей Парижской выставке 1878 года. Кроме того, японское искусство немало повлияло на творчество французских импрессионистов.

С учетом вышесказанного, следует признать возможность того, что Франция могла заимствовать клиринговые практики у Японии, хотя с той же долей вероятности торговцы Гавра могли прийти к идее добавочных гарантий и без постороннего вмешательства.

Каковы бы ни были ее прародители, но гаврская Caisse имела огромный успех. За введением особого вида расчетов по кофейным и хлопковым фьючерсам последовало принятие новых правил и законов, послуживших стандартизации и упрочению законности соответствующих рынков.

В январе 1883 года гаврские торговцы хлопком одобрили правило, устанавливавшее максимальный вес хлопка, торгуемого по одному контракту, в 11 000 фунтов. В августе того же года первые правила, выработанные для рынка кофейных фьючерсов, были применены к контрактам на бобы из бразильского города Сантос.

Правила фьючерсной торговли кофе, поставляемого из Гаити, были выработаны 15 месяцев спустя.

В марте 1885 года был принят закон, который серьезно поддержал фьючерсную торговлю и работу клиринговых палат. Согласно ему фьючерсные контракты не подпадают под антиигорные положения Статьи 1965 Гражданского кодекса Франции, воспрещавшие взыскание по суду долгов по азартным играм и пари. Закон гласил, что все организованные фондовые или товарные биржи считаются законными, и добавлял: «Никто не может быть освобожден от обязательств, налагаемых подобными сделками, в силу Статьи 1965 Гражданского кодекса, даже если такое обязательство возникло исключительно из разницы в двух ценовых величинах»⁶.

Более того, в 1898 году высший апелляционный суд Франции – Cour de Cassation – установил, что судьям по закону воспрещается интересоваться намерениями сторон торговой сделки и что все случаи спекуляций на организованных биржах имеют законный характер.

5.2. Как работала Caisse

Учрежденная в Гавре Caisse была структурой, близкой к рынкам, обслуживавшей их, но независимой от них, по крайней мере в теории. Созданная как частная компания с ограниченной ответственностью, она извлекала доход в виде комиссии за регистрацию и гарантирование контрактов. Никакой роли в переговорах и закрытии фьючерсных контрактов она не играла. Торговцы не были обязаны регистрировать свои сделки в Caisse, а та, в свою очередь, могла отказать в регистрации по своему усмотрению.

Система работала по принципу, сходному с функциями современного центрального контрагента, следующим образом: Caisse регистрировала контракты, контролируя все их детали, и принимала депозитные средства от покупателей и продавцов. Здесь мы видим сходство с первичной маржей современного центрального контрагента. Депозиты заносятся на банковские счета, открытые Caisse на имя трейдеров. После открытия счета трейдер переводил затребованные Caisse депозитные средства, размер которых мог быть изменен по решению совета управляющих. Как только первичный депозит был принят, считалось, что Caisse приняла на себя гарантийные обязательства по контракту. Об этом факте она информировала трейдеров путем рассылки копий документов о регистрации и гарантийных обязательствах, служивших подтверждением ее ответственности по сделке.

Чтобы обеспечить собственную защиту, Caisse требовала, чтобы каждая компания или частное лицо, открывшие у нее счет, регистрировались в городской торговой палате и получали одобрение совета управляющих самой Caisse. Совет же оставлял за собой право потребовать от тех или иных трейдеров внести первичный депозит в сумме, превышающей обычные ставки.

Чтобы повысить свои собственные гарантии против риска, Caisse могла потребовать от трейдеров, чьи позиции шли вниз, вносить на ежедневной основе добавочную маржу, зависящую от разницы между ценой, заявленной этим трейдером, и официальной ценой на бирже. Хотя подобным образом Caisse обеспечивала себе эквивалент вариационной маржи, она не была обязана производить перезачет в наличной форме для тех трейдеров, чьи позиции приносили прибыль.

Она также не требовала первичных депозитов от трейдеров, которые в течение одного и того же месяца регистрировали встречные контракты на покупку и продажу. А по встречным контрактам на поставку одного и того же товара в разные месяцы взималась пониженная маржа. Зачет маржи для клиентов, стоящих в длинных позициях по одному товару и в коротких – по другому, не допускался.

В принципе Caisse ожидала, что оплата маржи будет производиться наличными. Но когда Лакомб писал свою историю Caisse, ее совет управляющих мог принять в качестве гарантийного обеспечения допущенные на биржу ценные бумаги за 75 % их стоимости. Также Caisse была готова принимать залоговые свидетельства на поставку товара с передаточной надписью в ее пользу и даже гарантии, хотя в таких случаях оставляла за собой право в любой момент потребовать на их основании наличные.

Трейдер, имевший контракты на продажу и покупку одного и того же товара на условиях поставки в пределах одного и того же месяца, мог в любое время произвести по ним расчеты до даты исполнения, заплатив комиссию и, таким образом, реализовав свою прибыль или застраховавшись от убытков.

Когда приближался срок исполнения контракта, продавец передавал в Caisse подписанный передаточный документ. Затем Caisse просматривала список покупателей товара, числившихся в ее бухгалтерских книгах на месяц поставки, пока не находила желающих забрать указанный товар. После этого приобретатель

товара (который чаще всего не являлся покупателем по первичной фьючерсной сделке) связывался с продавцом, чтобы обговорить условия поставки. Гарантия Caisse оставалась в силе до завершения операции по поставке и осуществлению платежей.

Таблица 5.1. Поставки кофейных бобов из Сантоса (мешки по 60 кг)

Год	В Гамбург	В Гавр
1876–1881	321 200	181 900
1881–1885	359 500	520 900
1886–1891	649 000	489 600

Источник: *Brockhaus Konversationslexikon, 14-е издание (1892–1895).*

На этом этапе операцией могло заняться другое учреждение – Арбитражная палата Гавра, если возникали какие-либо разногласия или необходимость внести коррективы в сумму платежа, которые бы отражали отклонения от стандартного качества поставляемых по контракту товаров. В самом крайнем случае Caisse могла столкнуться с необходимостью самой осуществить поставку товара, если представленный продавцом коносамент был неудовлетворительным. Аналогичным образом, если приобретатель товара не имел возможности оплатить поставку, в ход операции в качестве покупателя вступала Caisse, забиравшая товар на один из собственных складов.

В случае банкротства Caisse могла ликвидировать все позиции на счету неисправного должника без всяких отсрочек или формальностей. Если было необходимо, она могла принять на себя административные функции по управлению делами такого должника как в самом Гавре, так и в других странах, чтобы иметь возможность сократить объем его обязательств и ликвидировать позиции.

Говоря юридическим языком, Caisse не рассматривала себя в качестве покупателя по отношению ко всем продавцам или

в качестве продавца по отношению ко всем покупателям, отличаясь в этом отношении от американских клиринговых палат позднейшего времени. Как сообщает Лакомб, ее устав гласил, что она не выступает заместителем сторон, участвующих в сделке. Вместо этого, несмотря на имеющиеся у нее весьма обширные полномочия на случай дефолта, Caisse действовала от имени своих клиентов как агент или доверенное лицо.

Успешное функционирование Caisse с самых первых дней послужило толчком к созданию в 1884 году в Гавре конкурирующей организации⁷. На счастье владельцев Caisse, конкурент просуществовал недолго и вскоре влился в состав самой Caisse. Новое учреждение получило название Caisse de Liquidation des Affaires en Marchandises au Havre – Товарная ликвидационная касса Гавра.

В 1883-м, в первый год функционирования, Caisse зарегистрировала контракты на общую сумму в 185 млн франков⁸. Четыре года спустя, в 1887-м, стоимость зарегистрированных контрактов составила уже 2478 млн франков, а размер собственного капитала Caisse удвоился, дойдя до 4 млн франков.

К этому времени гаврская модель ликвидационной кассы стала основой для подражания в торговых центрах Западной Европы. В 1880-е годы учрежденные в городе клиринговая палата и фьючерсная биржа помогли Гавру превзойти Гамбург в качестве ведущего европейского рынка кофе⁹ (см. также табл. 5.1) и стать поставщиком этого товара в большинство городов континентальной Европы: эту позицию Гавр удерживал до Первой мировой войны¹⁰. В эти годы Caisse также осуществляла клиринг по сделкам с другими товарами, в том числе с индиго, шерстью, перцем и медью.

5.3. Европа идет по стопам Гавра

Понадобилось около пяти лет, прежде чем другие европейские города учредили собственные структуры, подобные гаврской Ликвидационной кассе, которые стали расти как грибы после дождя.

В Париже в 1887 году появилась собственная Caisse de Liquidation – Ликвидационная касса, в задачу которой входило гарантирование сделок на фьючерсных рынках, главным образом на сахар. В тот же год аналогичные клиринговые палаты, занимавшиеся обеспечением фьючерсных сделок на кофе, появились в Марселе, Антверпене, а также в Гамбурге, где в начале 1888 года клиринговая палата нового типа, известная как Warenliquidationskasse, начала клиринг сделок на свекловичный сахар.

В феврале 1888 года была учреждена Лондонская продуктовая клиринговая палата – предтеча Лондонской клиринговой палаты, которая с 1 мая того же года начала операции по клирингу кофейных фьючерсов, а одиннадцатью месяцами позднее – контрактов на сахар. В один день с Лондонской продуктовой клиринговой палатой открыла двери и Клиринговая палата Амстердама (Amsterdamsche Liquidatiekas).

Многолетнее деловое соперничество между Амстердамом и Роттердамом убедило коммерческий мир, что Нидерланды должны иметь две новые клиринговые палаты. Через две недели после того, как 1 мая 1888 года Клиринговая палата Амстердама провела клиринг первых кофейных контрактов, открыла двери и роттердамская – Rotterdamsche Likwidatiekas. В сентябре 1889 года примеру Гамбурга последовал второй по величине сахарный рынок Германии – в Магдебурге, основав собственную современную клиринговую структуру с долевым капиталом в 3 млн марок.

Согласно сохранившимся свидетельствам¹¹, похоже, что методы, принятые на вооружение различными клиринговыми палатами Европы в конце 1880-х годов, должны были защищать торговые сделки от контрагентских рисков, что не сильно отличало их от методов, использовавшихся в Гавре. Ранние внутренние регламенты и правила Лондонской продуктовой клиринговой палаты во многом повторяли положения, которым руководствовались французская Caisse и гамбургская Warenliquidationskasse. Лондонская продуктовая клиринговая палата за плату предоставляла гарантии по регистрируемым ею контрактам.

Но хотя новые клиринговые палаты Европы функционировали практически на тех же самых основаниях, мотивы их учреждения были иными, равно как и структуры владения и управления ими.

Большинство из них, в том числе Лондонская продуктовая клиринговая палата и гамбургская Warenliquidationskasse, были созданы как ответ на соперничество Гавра, где операции осуществлялись весьма успешно. В отличие от этого решение об учреждении Ликвидационной кассы Магдебурга (Magdeburger Liquidationskasse) родилось после того, как летом 1889 года лопнул мыльный пузырь спекулятивных цен на сахар, что привело к краху многих компаний¹². «Магдебургский сахарный кризис» побудил оставшихся на плаву городских брокеров искать варианты лучшего обеспечения против рисков – и клиринговая палата могла им предоставить такую возможность.

Не у всех трейдеров клиринговые палаты нового типа вызывали восторг. Так, в Амстердаме и Гамбурге сторонники фьючерсных рынков с клиринговыми палатами встретили сопротивление официальных трейдеров и торговых ведомств.

Клиринговая палата Амстердама возникла только после раскола между основателями и большинством членов недавно созданной в городе торговой кофейной ассоциации¹³. 22 декабря 1887 года эта ассоциация отвергла предложение о создании фьючерсного рынка и клиринговой палаты нового образца. Ничуть не обескураженный

первой неудачей главный идеолог нового плана – энергичный трейдер по имени Эрнст Александр Бунге – в рождественский сочельник разослал двадцати двум своим сторонникам приглашение на встречу 29 декабря в известной остерии Tot Nut van't Algemeen. Несмотря на праздники, ему удалось обеспечить весомую поддержку идее создания фьючерсного рынка кофе с клиринговой палатой, учрежденной как отдельное коммерческое предприятие с собственным акционерным капиталом, не зависящее от кофейной ассоциации.

В апреле 1888 года состоялось официальное учреждение Клиринговой палаты Амстердама. Ее номинальный капитал составил один миллион флоринов, 300 000 из которых внесли главным образом директора-учредители. Отношения между Клиринговой палатой и кофейной ассоциацией быстро наладились. Клиринговая палата скоро стала работать и с другими товарами: с 1890-го – с хлопком, с 1891-го – с оловом и с 1892-го – с перцем, и планы ее становились все амбициознее.

С самого начала Клиринговая палата демонстрировала независимость и дух предпринимательства и тем отличалась от своей «сестры-соперницы» – Клиринговой палаты Роттердама (Rotterdamsche Likwidatiekas), созданной по инициативе Торговой товарной ассоциации Роттердама.

Клиринговое учреждение Роттердама всеми способами старалось избежать конкуренции с банками своего государства. А палата Амстердама, напротив, в 1894 году предоставила трейдерам возможность овердрафта и начала выдавать кредиты. Это стало первым шагом на пути ее превращения в банковское учреждение, специализирующееся на товарном финансировании наряду с клирингом. В 1895 году Клиринговая палата увеличила свой оплаченный капитал до 500 тысяч флоринов, а в следующем году эта цифра возросла вдвое. Капиталы палаты продолжали расти¹⁴.

Примеры Амстердама и Роттердама показывают, как менялись практики ведения бизнеса вновь учрежденных европейских

клиринговых палат в зависимости от местного законодательства и ситуации, сложившейся в пределах небольшого региона.

И все же всем этим структурам были свойственны общие черты. Все они нуждались в существенной финансовой поддержке, поскольку их бизнес заключался в предоставлении обеспечений против рисков. Кроме того, им требовались четко определенные договорные отношения с рынками, которые они обслуживали, и с трейдерами, которые на этих рынках работали. Как правило, клиринговая палата регистрировала только сделки, заключенные брокерами, имевшими право работать на конкретном рынке. Брокеры, в свою очередь, были обязаны проводить все свои сделки через клиринговую палату.

Многие трейдеры, долгое время работавшие на рынках, находили подобные условия обременительными. По свидетельствам современников, отличавшиеся традиционным консерватизмом гамбургские торговцы кофе неохотно приняли идею фьючерсного рынка с клиринговой палатой, которая гарантировала бы сделки¹⁵.

Однако они понимали, что выбора у них нет. Распространение в 1880-е годы в Европе клиринговых палат, созданных по типу Гавра, стало признаком того, что его конкуренты в итоге осознали: этот французский порт получил мощное преимущество, учредив свою Caisse, которая занялась обеспечением контрагентских рисков для торговцев фьючерсами. Кофейный фьючерсный рынок Гавра и его клиринговая палата повысили торговый оборот в первые же годы своего существования настолько, что трейдеры Гамбурга стали опасаться, что их собственный рынок может превратиться в перевалочную базу для грузов кофе.

Другие же находили экономические доводы в пользу клиринговых палат нового типа довольно убедительными. В 1894 году Макс Вебер, немецкий авторитет в области политэкономии и социологии, описал в своем труде, как клиринговые палаты, предоставлявшие гарантии торговых сделок против контрагентских рисков, инициировали новый виток экономического роста¹⁶. По мнению

Вебера, освобождение рыночных игроков от контрагентских рисков «привело к сильнейшему росту рынков» с точки зрения оборота торгуемых фьючерсов и числа инвесторов. В свою очередь, расширение фьючерсной торговли повлекло за собой развитие финансовых центров, где стали функционировать фьючерсные рынки и осуществляться операции спотовой торговли физическими товарами или соответствующими ценными бумагами. Наконец, расширение этих финансовых центров привело к повышению политического влияния стран, в которых они были расположены, – к несчастью для конкурентов, которые не приняли идею фьючерсных рынков и их клиринговых палат нового типа.

Не стоит забывать, что Вебер делал выводы в сложных политических обстоятельствах, пытаясь оказать влияние на *Zeitgeist* – дух времени. Он жил в обществе, привычном к бумагам и спадам, что подтверждает «Магдебургский сахарный кризис».

Через два года после того, как эссе Вебера увидело свет, обвинения, гласившие, что фьючерсные рынки и клиринговые палаты благоволят азартным играм и спекулятивному произволу, попав на благоприятную политическую почву Германии того времени, привели к принятию влиятельного *Börsengesetz*, или Закона о биржах, наложившего запрет на фьючерсные рынки зерна и муки. Закон о биржах 1896 года оставался краеугольным камнем немецкого законодательства о биржах и биржевых операциях на протяжении всего XX века, а некоторые из его ограничительных положений оставались в силе более девяноста лет.

5.4. Антиигорные настроения в Европе

Как и в Америке, в Европе оппозиция темным силам, олицетворенным в азартных играх, спровоцировала немало бурь среди политиков и общественности в конце XIX века.

В Нидерландах, где общественное мнение прочно связало фьючерсную торговлю с «тюльпановой лихорадкой» 1630-х годов и расцветом спекуляции в следующем столетии, окрещенной *windhandel* – «торговлей ветром», планы Эрнста Александра Бунге, связанные с фьючерсным рынком и клиринговой палатой, вызвали заметные – и враждебные – отклики в прессе. *De Economist*, известное периодическое издание, высказалось решительно против подобной идеи, утверждая, что фьючерсная торговля, «если выразаться простейшим языком, это просто пари, которое любой мясник может заключить с парикмахером на то, упадет кофе в цене или нет». *De Economist* безуспешно призывал короля запретить новое предприятие Бунге на том основании, что оно являет собой «оскорбление общественного достоинства»¹⁷.

В 1890-е годы в соседней Германии особая коалиция обеспокоенных граждан и враждебно настроенного фермерства способствовала проведению в рейхстаге драконовского *Börsengesetz* – Закона о биржах.

Имперская Германия в то время была страной, где располагались очень важные фьючерсные рынки, в том числе гамбургские рынки кофе и сахара. Однако в то время в Германии на рынки смотрели косо, и зерновой фьючерсный рынок в Берлине не был исключением. Объединение страны в 1871 году последовало за сильным финансовым подъемом, сменившимся спадом, который привел к длительной депрессии в сфере сельского хозяйства.

Влиятельная в Германии политическая сила – земледельцы, прусское юнкерство – сильно пострадала от падения цен. Они высказывали тревоги относительно моральной допустимости

фьючерсных рынков и Берлинского зернового рынка как в рейхстаге, так и в обществе, в частности, утверждая, что падение цен угрожает способности государства прокормить население и вооружиться на случай войны. Парадоксально, но факт: эта кампания получила громадную поддержку после того, как в начале 1890-х годов цены на зерно устремились вверх вследствие плохих урожаев, когда германская экономика находилась в рецессии. Результатом стал Закон о биржах от 22 июня 1896 года, наложивший запрет на фьючерсы на зерно и муку, а также на форвардные сделки на имеющиеся запасы горнодобывающих и промышленных компаний¹⁸ и компаний с капиталом менее 20 млн марок.

Börsengesetz создал препятствия на пути фьючерсной торговли любыми товарами на любой бирже. Лицам, заинтересованным в том или ином товаре, необходимо было организовать слушания, после чего разрешение на биржевую торговлю должен был утвердить государственный канцлер – никак не меньше. Торговать на фьючерсных рынках, которые еще оставались в Германии, разрешалось только зарегистрированным профессиональным трейдерам. Любые контракты с незарегистрированными контрагентами считались недействительными¹⁹.

Германское законодательство стало причиной того, что большая часть фьючерсных сделок стала проходить по неофициальным каналам, затормозив развитие клиринговой инфраструктуры²⁰. Между тем пользы в плане поддержки цен на фермерские продукты оно не принесло. В 1908 году запрет был частично снят, однако большинство ограничений сохранилось²¹. Хотя в период до Первой мировой войны германские рынки кофе и сахара частично восстановились, большинство последующих попыток возродить в Германии фьючерсные рынки оказались недолговечными, поскольку две мировые войны и политические и экономические потрясения похоронили все добрые намерения. Только в 1989 году правительство Бонна пересмотрело Закон о биржах Германии

и легализовало современный фьючерсный рынок и клиринговую инфраструктуру в рамках программы модернизации сектора финансовых услуг страны.

С точки зрения политики и национальных интересов, ситуация, имевшая место в Британии той эпохи, сильно отличалась от ситуации в Германии и США. Великобритания дала зеленый свет свободной торговле в 1846 году вместе с отменой так называемых кукурузных законов. Будучи первой мировой индустриальной державой, Британия была непосредственно заинтересована в дешевых продуктах питания и сырьевых товарах. В Великобритании процент городского населения был намного выше, чем в Германии или США, несмотря даже на тот факт, что индустриализация в этих странах шла более быстрыми темпами²². Однако дело осложнялось распространенным недоверием к фьючерсной торговле, коренившимся в том, что ее ставили на одну доску с азартными играми. Как уже отмечалось, одним из двигателей реформы расчетной системы Ливерпульского хлопкового рынка стала обеспокоенность спекулятивным характером рыночных операций.

1 мая 1896 года, незадолго до принятия берлинским рейхстагом Börsengesetz – Закона о биржах, британская палата лордов провела дебаты на тему фьючерсной торговли и клиринга. Лорд Стэнли Олдерли с трибуны порицал падение «цен на пшеницу, хлопок, шерсть, серебро, кофе и прочие сельскохозяйственные продукты [sic]», возлагая вину за происходящее на «международную систему торговли опционами и фьючерсами, представляющими собой фиктивные, несуществующие товары»²³.

Заметив, что средняя цена за бушель пшеницы в Соединенных Штатах упала со 119 центов в 1881 году до 53 центов в 1893-м, он заявил, что в падении английских цен на этот товар виновна Лондонская продуктовая клиринговая палата, основанная восемью годами ранее. Однако, будучи сторонником партийного нейтралитета и имея репутацию эксцентричного человека, лорд не смог убедить правительство консерваторов поддержать свою

негативную позицию по фьючерсам. В ответ секретарь Торговой палаты Великобритании граф Дадли процитировал мнение эксперта: «Система, поддерживающая торговлю фьючерсами вместо падения цен, как раз способствует их выравниванию и противодействует колебаниям, которые всегда будут иметь место».

Вопрос о том, являются ли форвардные сделки на товары нарушением антиигорного законодательства Великобритании, стал предметом нескольких разбирательств в судах страны в течение XIX века, причем мнения судей разделились. Хотя к 1880-м годам прецедентное право поддерживало сделки, при которых стороны могли получить прибыль или понести убытки в зависимости от ситуации в будущем, только в 1925 году Английский апелляционный суд установил, что фьючерсные торги представляют собой реальные транзакции реальных участников, поэтому азартными играми они могут считаться только в широком или разговорном смысле²⁴.

Подобная ситуация объясняет, почему инициатива группы торговцев, брокеров и банков (многие из которых имели немецкое происхождение, см. табл. 5.2), зарегистрировавших 22 февраля 1888 года Лондонскую продуктовую клиринговую палату в статусе акционерного общества, спровоцировала взрыв враждебных откликов в английской прессе.

Как признавала Daily News, идею поддержали некоторые видные дельцы Сити. Однако любой положительный отзыв немедленно сводился на нет выражением неприязни и подозрений относительно цели учреждения клиринговой палаты и немецкого звучания имен многих сторонников Лондонской клиринговой палаты.

Таблица 5.2. Андеррайтеры Лондонской продуктовой клиринговой палаты²⁵

Andr, Reiners and Co.
Торговая компания

Arbuthnot, Ewert and Co.
Компания торговли с Ост-Индией

Arbuthnot, Latham and Co.
Торговая компания

Baring Brothers and Co.
Торговая компания

Blyth, Greene, Jourdain and Co.
Торговая компания

Wm Brandts Sons and Co.
Торговая компания

Carey and Browne
Ост-Индская и колониальная брокерская компания

Chalmers, Guthrie and Co.
Торговая и банковская компания

W. H. Cole and Co.
Торговая компания

C. Czarnikow
Колониальная брокерская компания

Frühling and Goschen
Торговая компания

Antony Gibbs and Sons
Торговая компания

C. J. Hambro and Sons
Торговая компания

Hardy Nathan and Sons
Торговая компания

Fred. Huth and Co.
Торговая компания

Ed. Johnston Son and Co.
Торговая компания

Kleinworth, Sons and Co.
Торговая компания

Knowles and Foster
Торговая компания

Maclaine, Watson and Co.
Торговая компания

Megaw and Norton
Компания торговли с Бразилией

Rsing Bros and Co.
Торговая компания

N. M. Rothschild & Sons
Торговая компания

L. A. Rucker and Bencraft
Чай, кофе, какао-бобы, сахар, хина, колониальные
продукты – брокерская компания

J. Henry Schroder and Co.

Торговая компания

A. Tesdorpf and Co.

Торговая компания

Wallace Bros

Торговая компания, представительство в Ост-Индии

Wogau and Co.

Торговая компания

«У Компании весьма могущественные сторонники», – писала газета, стараясь дать читателям почувствовать «запах жареного».

Не меньше двух десятков компаний, среди которых были первые лондонские дома, пожелали, чтобы их имена были названы в качестве основателей или андеррайтеров полумиллионного капитала в проспекте, предложенном публике в следующий понедельник. Среди них были Бэринги, Ротшильды, компания Frahling and Goschen, Амбро, Хаты и Шредеры – внушительная гирлянда имен, поддерживавших иностранные государства и основывавших пивоваренные заводы²⁶.

Суть мнения, выраженного в газете, состояла в том, что от клиринговой палаты добра не жди – она станет миной в основании исторически сложившейся системы торговых домов на Минсинг-лейн: «Истинная функция новой Компании – функция акционера игорного дома. Она откроет рынки Минсинг-лейн для любого, кто пожелает, – для тунеядцев, прожигающих время в клубах, для завсегдаево трактиров – словом, для всех, у кого в кармане есть пятифунтовая банкнота».

Газета Financial Times, в то время только завоевывавшая себе место среди английских изданий, хоть и не позволила себе

ксенофобской тональности Daily News, но в известном смысле пошла еще дальше. Новая компания, писала газета, превратит товарные рынки и Минсинг-лейн «в один большой игорный дом». В своей статье под названием «Азартная игра на товарных рынках» (The Produce Gamble) в номере от 25 февраля 1888 года корреспондент Financial Times утверждал, что сложно примирить высокое положение сторонников клиринговой палаты, к которым он, впрочем, питает естественное уважение, и уверенность в том, что это учреждение станет местом для азартных игр, выгодных лишь спекулянтам, а прочие понесут лишь невосполнимые потери, и общественные интересы будут ущемлены.

Даже к 1 мая 1888 года, когда Лондонская продуктовая клиринговая палата открыла двери, газета не сменила гнев на милость. Новые положения о клиринговой палате рынка кофейных фьючерсов, писала она, «подтверждают все наши подозрения о духе азартных игр, которым пронизано это учреждение и который она намерена претворять в жизнь»²⁷.

6. Лондонская продуктовая клиринговая палата

6.1. Клиринг для получения прибыли

В 1880-е годы лондонская Минсинг-лейн была царством профессионалов своего дела. Тогда, как и десятилетия спустя, это был центр товарной торговли Лондона.

Узкая улица, избегавшая пышности и скандальной известности, Минсинг-лейн, как писала в своем первом выпуске Financial Times, представляла собой «один из самых скромных деловых центров Сити, отличавшийся тем не менее известной основательностью»¹.

Однако, по мнению всех газет той эпохи, в начале 1888 года Минсинг-лейн превратилась в бурлящий улей – именно тогда стало известно о планах создания Лондонской продуктовой клиринговой палаты².

Сообщая, что новое учреждение будет выгодно любителям азартных игр, Financial Times не без злорадства добавляла: «Старейшие и самые уважаемые фирмы Минсинг-лейн выступают против предложенной системы». Корреспондент газеты советовал читателям «ожидать веселых деньков», если этим планам дадут ход.

Многие уважаемые трейдеры с Минсинг-лейн не видели в идее клиринговой палаты ничего веселого. Их беспокоил не столько дух азарта, сколько тот факт, что существование клиринговой палаты изменит порядок торговли товарами, существовавший десятилетиями.

Приняв на вооружение методы, зародившиеся в Гавре, клиринговая палата собиралась предоставлять гарантии закрытия фьючерсных контрактов на различные виды товаров, начиная с кофе и сахара, в качестве коммерческого предприятия.

Акции Лондонской продуктовой клиринговой палаты должны были предлагаться широкой публике и котироваться на Лондонской

фондовой бирже. Компания с самого начала обнародовала очень четкие обещания выплачивать дивиденды своим акционерам.

Это учреждение отличалось от клиринговых инфраструктур, возникших в поддержку зарождавшейся торговли хлопковыми фьючерсами в Ливерпуле, тем, что было создано *прежде* фьючерсных рынков, которые должно было обслуживать.

В отличие от гаврской Caisse, которая к концу 1880-х годов имела устойчивую поддержку городских торговцев товарами, Лондонская продуктовая клиринговая палата на Минсинг-лейн олицетворяла собой символ борьбы между старым и новым.

В этом плане ее позиция относительно устоявшихся торговых интересов была аналогична той, что занимали Warenliquidationskasse в Гамбурге или Клиринговая палата Амстердама. Но хотя последняя позднее и оказалась более «предпринимательской» по духу, чем ее лондонская «сестра», трансформировавшись в банковское учреждение, все же голландская клиринговая структура быстро постаралась наладить добрые отношения с ассоциацией кофейных коммерсантов Амстердама и сотрудничество с Likwidatiekas в Роттердаме. Что касается Лондонской продуктовой клиринговой палаты, то ее отношения с некоторыми сахарными коммерсантами Лондона много лет были весьма непростыми.

6.2. Учреждение Лондонской продуктовой клиринговой палаты

Андеррайтеры акций Лондонской продуктовой клиринговой палаты представили свое детище, созданное в континентальном стиле, как коммерческое учреждение, обещавшее большие доходы. «Ликвидационная касса Гавра и аналогичная ей структура, недавно созданная в Гамбурге, стали очень доходными предприятиями, оказав в то же время значимое влияние на развитие безопасной

местной торговли», – гласил проспект публичного предложения акций Лондонской палаты от 27 февраля 1888 года.

Цитата:

Желание иметь подобную систему в нашем городе заставляет английский бизнес переводить свои операции на зарубежные рынки, где главенствуют более безопасные методы ведения дел. И подобные тенденции в торговле быстро распространяются – в ущерб британской коммерции и за счет наших коммерсантов, которые вынуждены платить высокие комиссии брокерам.

Предполагалось, что если идея Лондонской клиринговой палаты будет воплощена в жизнь, ее успех, на который все так надеялись, «должен привести к расширению бизнеса в других сферах, а также к реальному росту импорта и, следовательно, послужит к выгоде города Лондона и его торговцев, поставщиков и докеров». В проспекте утверждалось: «Там, где сделки ведутся с размахом, всегда найдутся склады под любую статью коммерции, а с точки зрения дистрибуции Лондон имеет исключительные преимущества».

Андеррайтеры учредили Лондонскую продуктовую клиринговую палату с изначальным капиталом в 1 млн фунтов стерлингов, выпустив 99 000 обыкновенных акций по 10 фунтов каждая и 100 учредительских акций того же номинала. Эти 100 учредительских акций были полностью оплачены и размещены частным образом среди директоров и сторонников клиринговой палаты, а 50 000 частично оплаченных обыкновенных акций были предложены к открытой подписке по 2 фунта 10 шиллингов каждая³.

Эмиссия акций легко довела уровень капитала до 126 000 фунтов. Подписка на обыкновенные акции превысила установленную сумму, так что размещение прошло в очень широких масштабах. Многие инвесторы приобрели акций всего на 5 фунтов. Согласно регистру акционеров, добрая доля мелких акционеров приобрела выпуск

со спекулятивными целями, продав свои приобретения к маю – июню 1888 года.

В последующие годы структура капитала Лондонской клиринговой палаты с большой долей неоплаченного капитала играла роль тормоза для повышения цен на ее акции. Эта структура была обусловлена отсутствием у компании на тот момент гарантийного фонда. Большая доля неоплаченных инвесторских обязательств служила одним из способов убедить клиентов, что компания способна справиться с «экстремальной ситуацией»⁴.

Но пока такой момент не настал, клиенты непременно получали свое вознаграждение. Задача Лондонской продуктовой клиринговой палаты – зарабатывать деньги для своих акционеров. В проспекте компании было обещано, что держатели обыкновенных акций получат общий дивиденд в размере не менее 6 % от их оплаченного капитала. Учредительские акции давали право на 25 % оставшейся прибыли, после чего будут производиться дальнейшие выплаты по обыкновенным акциям.

25 февраля 1888 года, в тот день, когда Financial Times назвала Лондонскую палату «азартной игрой на продуктовом рынке», десять ее директоров собрались на свое первое заседание во временно арендованном офисе на Минсинг-лейн.

В протоколах этого заседания не отражено, затронули ли управляющих клиринговой палаты враждебные высказывания прессы, которая всего три дня назад приветствовала ее учреждение. Совет управляющих тем временем сформировал комиссии по выработке правил обеспечения фьючерсной торговли сахаром и кофе и избрал Фрэнсиса Джонстона, директора главного банка компании, председателем совета, а Цезаря Царникова – его заместителем⁵.

Так получилось, что из этих двоих именно Царников сыграл более заметную роль в истории клиринговой палаты. Это был известный сахарный брокер, который, как и многие из его коллег-акционеров,

имел немецкие корни. В 1861 году он принял британское подданство и в том же году основал фирму Czarnikow & Co.

Этот человек отвечал многим стереотипам современного дельца из Сити. По словам одного из биографов, этот невысокий, крепко сбитый мужчина, имевший склонность к кубинским сигарам, был импульсивным, автократичным и вспыльчивым дельцом, «способным в один и тот же день прогнать работника и нанять его снова»⁶.

Агрессивный характер Царникова несколько смягчался страстной любовью к цветам и животным, которых у него было множество – в разное время он держал обезьян, эму, орлов и даже медведя⁷. Среди тех, кто присутствовал на его похоронах в его загородном имении в Эффингеме в 1909 году, были в числе прочих: секретарь Лондонского зоологического общества, помощник директора и шесть работников зоопарка в Риджент-парке, а также четыре представителя семейства Клейнвортов, один из Хатов и другие представители банкирских фамилий из Сити немецкого происхождения⁸.

Сам Царников называл себя «колониальным брокером», однако после смерти своего основателя его компания приобрела чисто немецкий характер. Именно в сторону Германии Царников и другие основатели Лондонской продуктовой клиринговой палаты обратили взоры в поисках талантливых сотрудников.

Вскоре после учреждения палаты Царников и член совета директоров Герман Фортлаг поехали в Гамбург. Там, согласно сообщению совета 28 марта 1888 года, они наняли двух клерков, «знакомых с порядком ведения дел в Гамбургской продуктовой клиринговой палате». Кроме того, они провели переговоры с неким Вильгельмом Шульцем относительно занятия им должности второго управляющего Лондонской палаты. 18 апреля, три недели спустя, Шульц был принят на эту должность с вознаграждением в виде 800 фунтов стерлингов в год и доли в прибылях в размере не менее 2,5 %. Совет также принял решение арендовать помещение

по адресу Минсинг-лейн, 21 – в самом сердце товарной торговли Сити.

Через несколько месяцев, 1 ноября, Шульц был назначен управляющим на трехлетний период с жалованьем, состоявшим из 1000 фунтов⁹, 5 % из первых 50 000 фунтов чистой прибыли и 2,5 % во всех последующих прибылях. Еще один немец – Герман Шуман стал секретарем компании с вознаграждением в виде 500 фунтов в год и 1 % чистой прибыли. Шуман недолго проработал в компании, а Шульц оставался управляющим Лондонской палаты до Первой мировой войны.

Хотя в поисках персонала и новаторских идей Лондонская продуктовая клиринговая палата обращалась к Гамбургу, метод заключения ею клиринговых контрактов очень походил на тот, что практиковала гаврская Caisse. Таким образом, можно предположить, что Warentiquidationskasse Гамбурга также скопировала французскую модель.

Подобно Caisse Лондонская палата выполняла свои обязательства перед лондонскими продавцами и покупателями фьючерсов путем регистрации контрактов и выдачи гарантийных свидетельств. Этот метод был утвержден «Правилами ведения фьючерсного кофейного бизнеса», опубликованными Лондонской палатой, когда в мае 1888 года она приступила к клирингу кофейных фьючерсов. Эти Правила применялись с небольшими изменениями и к другим контрактам вплоть до начала компьютеризации в 1960-х годах.

Принимая и регистрируя гарантируемые контракты, Лондонская палата взимала депозиты, или первичную маржу, и в случае падения цен требовала выплаты маржи по балансовой стоимости контракта. Однако палата не являлась юридическим контрагентом сделок. Например, в случае банкротства кого-то из участников она гарантировала выполнение контракта, указывая другой стороне совершить взаимозачет по всем или некоторым из неисполненных контрактов банкрота. Если депозитов и маржевых средств,

имевшихся в клиринговой палате, было недостаточно для покрытия позиций банкрота, она несла убытки.

На заре своей деятельности члены Лондонской палаты делились на два типа: обычные (ordinary) и полномочные (authorized) брокеры. Обычные брокеры занимали примерно такое же положение, как в наше время неклиринговые члены центрального контрагента. Прием каждого члена являлся «абсолютной прерогативой совета директоров»¹⁰, и протоколы подтверждают, что совет относился к этим обязанностям серьезно и одобрял далеко не все кандидатуры. Члены палаты должны были иметь помещение для ведения бизнеса, расположенное в Сити.

Приступая к ведению кофейного бизнеса, Лондонская палата предполагала «принять в свои ряды некоторое количество полномочных брокеров», единственных имевших право регистрировать в палате фьючерсные контракты¹¹. Эти полномочные брокеры были похожи на сегодняшних клиринговых участников, и только при их наличии могли регистрироваться и обеспечиваться контракты обычных участников.

Если обычные члены платили ежегодные взносы в размере «не менее одной гинеи» (1,05 фунта стерлингов), полномочные брокеры платили дополнительные взносы в размере не менее 5 гиней. Брокеры «выбирались» советом и брали на себя особые условия и обязательства. Например, полномочные, или привилегированные, брокеры не имели права принимать участие в кофейном фьючерсном бизнесе «принципалов, не проживающих на территории Великобритании». Кроме того, если клиент брокера (который мог быть членом Лондонской палаты) находился на расстоянии более мили от клиринговой палаты, брокер должен был принять на себя все обязательства и обязанности принципала. Специальные брокеры также должны были принимать участие в работе комитета, состоявшего из пяти членов, который (под пристальным наблюдением управляющих палаты) фиксировал дневную цену для расчета маржи.

Первые 59 членов были приняты в состав палаты в конце апреля 1888 года, незадолго до 1 мая – даты начала регистрации и обеспечения форвардных контрактов на кофе. Количество членов быстро возрастало. На заседании 16 мая совет утвердил прием пятидесятого полномочного кофейного брокера и рассмотрел заявления от обычных брокеров, числившихся в списке кандидатур под номерами с 244 до 256.

Начальный этап работы Лондонской палаты не обошелся без проб и ошибок, в особенности при попытке установить должный уровень контроля контрагентских рисков. В мае 1888 года правила ведения кофейного фьючерсного бизнеса установили, что клиринговая палата будет регистрировать только контракты «фирм – членов Компании (Лондонской палаты), которые имеют местонахождение в Лондоне в пределах одной мили от Клиринговой палаты». Такое правило было слишком жестким, поэтому его быстро подкорректировали, так что контракты могли регистрироваться для фирм, *«один или более партнеров которых являются членами Компании, имеющих местонахождение в Лондоне в пределах одной мили от Клиринговой палаты»*¹². Включенное в правила от июля 1888 года для кофейных фьючерсов, оно все же накладывало слишком жесткие ограничения. Через пять лет его исключили из Свода правил.

Шло время, и Лондонская продуктовая клиринговая палата принимала на вооружение международные принципы. В 1896 году она впервые приняла в свой состав членов, в адресе которых не значилось «Великобритания». Из протоколов совета видно, что все возрастающее число иностранных компаний принималось в палату в 1890–1900-е годы. В 1896 году – когда был принят Закон о биржах (Börsengesetz) – членами палаты стало несколько компаний с немецкими именами¹³. Только в июне 1908 года новыми членами стали три компании из Праги, две из Антверпена и одна из Амстердама.

К сожалению, в основной своей части регламенты Лондонской палаты оставались неизменными вплоть до июня 1913 года, когда правила регистрации, обеспечения и, по необходимости, поставок свекловичного сахара 88-го градуса сахаристости были расширены, включив в себя положение, касающееся возможности войны между Великобританией и Германией.

Система гарантий, разработанная Caisse и другими клиринговыми палатами Европы, нашла свое завершение в Лондонской палате примерно в то время, когда Лондон начал торговать финансовыми фьючерсными продуктами, приняв американскую систему. Согласно этой системе клиринговые палаты в соответствии с собственными регламентами стали считаться покупателями в отношении всех продавцов и продавцами в отношении всех покупателей.

Отличаясь по сути, два вышеозначенных подхода имели один и тот же эффект – снижение трейдерских контрагентских рисков, поэтому в скором времени они практически слились в единую систему. Это случилось, когда один из контрагентов Лондонской продуктовой клиринговой палаты пожелал закрыть два контракта на единую поставку одновременно как покупатель и как продавец. Этот контрагент представил в палату два гарантийных свидетельства. Палата произвела расчеты, взаимозачет и закрыла контракты, выплатив каждому участнику все, что ему причиталось. В подобном случае, как гласило правило 13 редакции Регламентов Лондонской палаты от 1913 года для клиринга сахарных фьючерсов, «все права и обязанности участника контракта относительно соответствующих контрактов» передавались и возлагались на палату. Однако в отличие от системы «полного клиринга», положения которой поэтапно принимались в США после 1891 года, Лондонская палата не являлась и не становилась контрагентом по отношению к другим участникам двух соответствующих сделок. Вместо этого продавцы и покупатели начиная с самых ранних по времени контрактов, зарегистрированных Лондонской палатой, становились

контрагентами в отношении сторон, чьи контракты подлежали исполнению.

Подобные хитроумные моменты было легко отследить. В 1916 году английский суд при определении принципов функционирования Лондонской продуктовой клиринговой палаты объединил ее клиринговые методы с практикой, принятой в США. Суд также ввел термин «новация» в словарь клиринговых операций для описания субституции клиринговой палатой обязательств первичных контрагентов, когда Лондонская палата выдавала гарантийные свидетельства двум сторонам фьючерсного товарного контракта¹⁴. По делу «Jager против Tolme & Runge и Лондонской продуктовой клиринговой палаты», которое касалось влияния Первой мировой войны на исполнение сахарного контракта, Апелляционный суд Великобритании отметил: «Согласно действующим правилам и уложениям, как поставщики, так и покупатели сахара регистрируют свои контракты в Лондонской продуктовой клиринговой палате, после чего осуществляется новация, по которой клиринговая палата становится покупателем в отношении продавцов и продавцом в отношении покупателей»¹⁵.

6.3. Лондонская продуктовая клиринговая палата: сахар и связи с Германией

Когда в 1887–1888 годах Гамбург учредил свои фьючерсные рынки и клиринговую палату для операций с кофе и сахаром, логично было предположить, что Лондон не замедлит сделать то же самое. Кофе был важным товаром в международном масштабе, а сахар был необходим Британии с ее любовью к чаю. Весной 1888 года Лондонская продуктовая клиринговая палата вступила в переговоры с лондонскими представителями компаний, торговавших сахаром, начав 16 июля того же года заниматься сахарными контрактами.

До Первой мировой войны Англия занимала уникальную позицию в мировой торговле сахаром. И тогда, и теперь британцы отличались пристрастием к сладкому: Англия потребляла больше сахара на душу населения, чем любая другая страна в мире¹⁶. Германская империя, откликнувшись на ее потребности, стала крупнейшим поставщиком сахара в Англию. Таково было положение дел со времени основания Лондонской палаты вплоть до 1914 года.

Производство сахара из свеклы – это немецкое изобретение XVIII века, способствовавшие возникновению индустрии очистки сырья в континентальной Европе. Ее развитие шло быстрыми темпами, и важную роль в сахароочистительной промышленности Англии XIX века сыграли немецкие эмигранты. Своим процветанием европейское производство свекловичного сахара было частично обязано политике британских властей. Здесь нельзя не упомянуть английскую блокаду Европы во времена наполеоновских войн; отмену Британией работоторговли в начале XIX века (что повлекло за собой спад производства сахара в Вест-Индии) и политику свободной торговли, отменившую с 1874 года пошлины на сахар. До начала 1900-х годов производство сахара на континенте также поддерживалось экспортными субсидиями во Франции и Германии.

К концу XIX века две трети мирового производства сахара составлял свекловичный сахар. Два крупнейших сахарных рынка находились в Гамбурге и Магдебурге, рядом с обширными равнинными землями на севере Германии, где выращивалась свекла.

В Британии эту культуру не разводили. Вместо этого, в лучших традициях свободной торговли, страна полагалась на импорт сырья и очищенного сахара. Поставку этих товаров в Великобританию осуществляли Германия и ее соседка и союзница – Австро-Венгрия.

Зависимость, однако, была взаимной. Доля Германии в импортных поставках сахара в Англию сильно возросла – с 3 % в 1875 году до 65 % в 1903-м, перед тем как упасть в 1910 году до 33 %. В конце XIX века Англия потребляла около половины немецких экспортных объемов сахара, а в 1907 году – 77 %¹⁷. В период с 1911 по 1913 год Англия ввозила сахар в объеме 1,99 миллиона метрических тонн, из которых 767 200 тонн прибыли из Германии, а 302 300 тонн – из Австро-Венгрии¹⁸.

Свекловичный сахар отлично подходил для фьючерсной торговли. Это был стандартизованный продукт: проверка его качества была несложной. Сахарный рынок Гамбурга устанавливал международную эталонную цену, будучи ведущим портовым центром торговли этим продуктом в стране, являвшейся самым крупным его производителем в Европе. Контрактная единица, принятая для фьючерсной торговли сахаром в Лондоне, составляла 500 мешков белого свекловичного сахара с градусом сахаристости 88 на условиях франко-борт Гамбург.

Должно быть, в 1888 году перспективы торговли и обеспечения сахарных фьючерсных контрактов в Лондоне виделись основателям Лондонской продуктовой клиринговой палаты в самом радужном свете. Широкое сообщество немецких сахарных торговцев с Минсинг-лейн воспользовалось опытом Гамбурга, чтобы основать собственный фьючерсный рынок с опорой в виде клиринговой палаты.

Но хотя рождение кофейного фьючерсного бизнеса Лондонской палаты протекало легко, клиринг сахарных фьючерсов столкнулся с проблемами, омрачившими первые два десятка лет ее существования.

6.4. Разделенный рынок и клиринговый конкурент

Протоколы заседаний совета директоров Лондонской продуктовой клиринговой палаты рассказывают нам, как на заре своей деятельности палата столкнулась с угрозой юридических санкций за предполагаемое нарушение авторских прав со стороны одного из торговых учреждений – Лондонской ассоциации свекловичного сахара, которая выдвинула претензии относительно принятой палатой формы контракта. Отношения между двумя учреждениями оставались напряженными вплоть до 1893 года, когда разногласия были наконец урегулированы.

А тем временем, всего через несколько недель после того, как Лондонская палата начала операции, между Царниковым и другими членами совета возникла стычка по поводу того, кто имеет право регистрировать сахарные фьючерсные контракты в клиринговой палате.

Протоколы дают только частичное представление о том, как шли дебаты, но ясно, что они были очень бурными. Царников возражал против предложения о том, что только брокеры должны иметь право регистрировать в Лондонской палате сахарные контракты. Только брокерам разрешалось регистрировать в клиринговой палате фьючерсные контракты на кофе, и большинство в совете желало распространить эти правила и на торговлю сахаром. Царников оказался в меньшинстве, и другие директора, хоть и выразив «огромное сожаление» по поводу того, что вынуждены не соглашаться с заместителем председателя совета, тем не менее вынудили его на время покинуть кресло председателя.

Когда 27 июня 1888 года совет согласился принимать в палату сахарных брокеров на тех же условиях, что и кофейных, решение было принято большинством голосов; воздержались только Царников и еще один из директоров.

Впрочем, разногласия вскоре утихли. Полмесяца спустя совет постановил, что весь бизнес в клиринговой палате должны вести «полномочные агенты»¹⁹. Царников вновь стал председательствовать на заседаниях совета с осени 1888 года и вплоть до своей внезапной кончины в 1909-м в возрасте 72 лет.

Правда, сахарный бизнес продолжал порождать споры. В феврале 1889 года совет директоров Лондонской продуктовой клиринговой палаты встал на сторону Царникова, создав новую особую «привилегированную» группу сахарных брокеров и агентов с исключительным правом представлять контракты на регистрацию в клиринговую палату. За это привилегированные брокеры должны были проводить все лондонские операции с фьючерсными поставками через Лондонскую палату, обеспечивать осуществление своих расчетных операций, связанных с иностранными рынками, при посредстве купцов или агентов, проживающих в Великобритании, а также регистрировать сделки, заключенные между членами этой группы, в Клиринговой палате.

Новые правила, безусловно, должны были предотвратить интернационализацию торговли сахарными фьючерсами и не допустить перевода операций в иностранные центры, например в Гамбург. Однако рынок Лондона принял изменения без особого восторга. В марте 1889 года оппозиционно настроенные брокеры и члены Лондонской палаты, представлявшие небольшие компании, направили меморандум, в котором выражали протест против допуска полномочных агентов в сахарный бизнес, и сформировали брокерскую ассоциацию в целях обеспечения «слаженных действий» против Клиринговой палаты.

Но, несмотря на все это, дела Лондонской палаты шли все успешнее. После первой недели торгов в мае 1888 года совет

получил сведения, что клиенты клиринговой палаты внесли депозиты и взносы в счет маржи на сумму 8435 фунтов всего за шесть дней. К концу октября того же года в палате в виде депозитов и взносов в счет маржи находились средства в виде 46 520 фунтов наличными и ценных бумаг стоимостью 38 065 фунтов. Год спустя, в конце октября 1889-го, клиенты клиринговой палаты получили кредиты в виде первичных депозитов и взносов в счет маржи в размере 94 016 фунтов наличными и ценных бумаг стоимостью 191 655 фунтов²⁰.

Таблица 6.1. Регистрация контрактов на трех ключевых сахарных рынках (количество мешков)

	1892	Доля в процентах	1893	Доля в процентах	1894	Доля в процентах
Лондон	4 382 500	27	8 288 500	34	4 452 000	27
Гамбург	7 503 000	46	10 291 500	42	8 510 000	52
Магдебург	4 357 500	27	5 906 500	24	3 492 000	21
Итого	16 243 000	100	24 486 500	100	16 454 000	100

Источник: специальный отчет об операциях на сахарном рынке, занесенный в протоколы заседаний совета директоров Лондонской продуктовой клиринговой палаты в апреле 1895 года. Доли в процентном соотношении, округленные до первого целого числа, рассчитаны автором книги.

Публикуя первый годовой отчет Лондонской палаты за 12 месяцев, до 30 апреля 1889 года, директора были полны оптимизма: «Выгоды, которые предоставляет Клиринговая палата, обеспечивая место для ведения торговли, гарантируя исполнение контрактов и тем самым привлекая деловых людей в Лондон, с каждым днем становятся все более явными». Хотя первый год работы считался «в значительной степени стартовым», компания продемонстрировала уверенный рост: за четыре последних месяца финансового года было зарегистрировано более половины контрактов на 2,27 млн мешков кофе и две трети контрактов на 1,28 млн мешков сахара, клиринг и гарантирование которых

осуществила Лондонская палата в 1888–1889 годах. К моменту выхода отчета Лондонская палата начала клиринговые операции с чаем и вела переговоры по другим импортным позициям. Объявленная палатой чистая прибыль за 1888–1889 годы (с переносом убытков на будущие периоды) составила 5742 фунта.

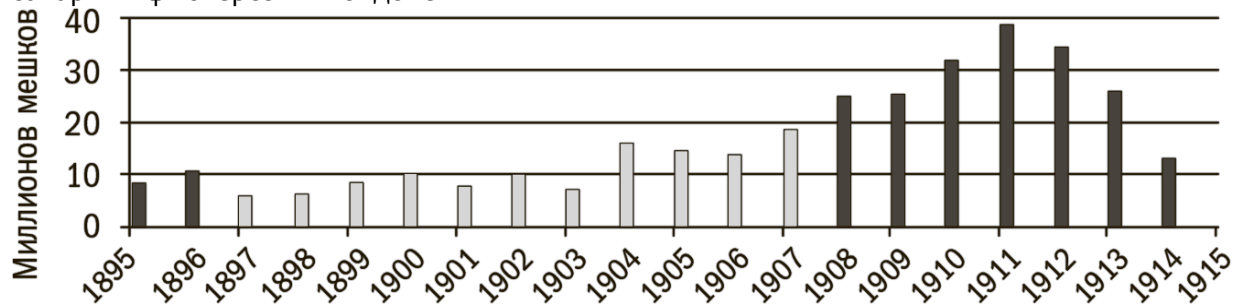
Второй годовой отчет за последние восемь месяцев 1889 финансового года²¹ подтвердил оптимизм директоров. Палата за указанный период зарегистрировала контракты на 4,51 млн мешков сахара и на 2,59 млн мешков кофе. Лондонская палата занималась обеспечением и клирингом контрактов на чай, шелк, пшеницу и маис²². К концу года в ее балансовый отчет были занесены активы и обязательства стоимостью 222 761 фунт, что в ценах на конец 2007 года составляло 20,63 млн фунтов. Объявленная советом чистая прибыль за вычетом затрат составила 14 785 фунтов, а дивиденды на каждую из 50 000 частично оплаченных обычных акций составили 5 шиллингов (или 0,25 фунта). На том этапе дивиденды по другой составляющей оплаченного капитала компании – ста учредительским акциям – не выплачивались.

Однако на заседаниях совета директоров стали звучать нотки обеспокоенности по поводу сахарного бизнеса. В 1895 году совет был встревожен растущей конкуренцией в сфере сахарной торговли со стороны Германии. Тревогу директоров в некоторой степени рассеял специально подготовленный отчет, показавший, что к началу 1890-х годов Лондонская палата по клирингу контрактов на сахар опередила Магдебург (в учетных мешках). Правда, она не смогла превзойти Гамбург (см. табл. 6.1) – ведущий мировой центр сахарной торговли.

Проблемы подбирались все ближе. Казалось бы, связи, налаженные с Германией и самой палатой, и многими из ее членов, должны были помочь обезопасить ее бизнес после того, как принятый в 1896 году Закон о биржах – Börsengesetz ужесточил регулирование немецких фьючерсных рынков. Однако в отличие

от ливерпульских торговцев хлопком и Клиринговой палаты Амстердама, сумевших в 1880-е годы заключить мир на собственных рынках, Лондонской палате не удалось преодолеть разброд на сахарном рынке своего города. Английские сахарочистительные компании многие годы предпочитали вести дела напрямую с Гамбургом или Магдебургом²³. В полном соответствии с продолжающимися разногласиями в начале 1897 года совету Лондонской палаты поступило предложение относительно так называемого открытого сахарного рынка с еженедельными маржин коллами. Это предложение было отвергнуто.

Рисунок 6.1. Лондонская продуктовая клиринговая палата: регистрации лондонских сахарных фьючерсов с 1895 по 1915 год (контрактная единица – 500 мешков белого свекловичного сахара 88-го градуса сахаристости, условия поставки – франко-борт Гамбург). С 1897 по 1907 год Контрактная ассоциация также занималась клирингом сахарных фьючерсов в Лондоне²⁴



В июне 1897 года было создано соперничающее клиринговое учреждение – Контрактная ассоциация – с капиталом в 50 000 фунтов, которое должно было заниматься регистрацией и клирингом контрактов «на колониальные и другие товары». Сообщив о том, что Ассоциация будет заниматься клирингом операций со свекловичным сахаром, Daily News²⁵ поведала общественности, что пять ее директоров пришли из «ведущих фирм с Минсинг-лейн». Каждый из директоров внес 5000 фунтов в состав акционерного капитала.

Подобно Лондонской палате, новое клиринговое учреждение имело в своем составе компании, происходившие из Германии. Контрактная ассоциация ввела в свой обиход еженедельные, а не ежедневные маржин-коллы, отличаясь меньшей ориентированностью на прибыль, чем Лондонская палата. Как можно видеть на рис. 6.1, количество зарегистрированных Лондонской палатой сахарных контрактов в 1897 году, когда была учреждена ассоциация, резко упало.

В ответ на это палата стала искать возможности для расширения сфер своей деятельности, но не сильно в этом преуспела. До 1898 года Лондонская палата занималась клирингом шелка. Другим недолговечным предприятием был клиринг контрактов на индиго, который палата осуществляла лишь до 1905 года. Кроме того, в ее анналах есть и клиринг зерновых контрактов. В течение пяти лет, начиная с 1889 года, палата занималась клирингом фьючерсных контрактов на пшеницу, в течение трех лет – на маис. Хотя в 1897 году лондонский рынок зерна вынудил палату возобновить клиринг фьючерсных контрактов на пшеницу и маис, всего лишь через восемь лет этот бизнес сошел на нет. Основную выгоду от закрытия немецких фьючерсных рынков зерна, последовавшего после принятия Закона о биржах, получила Ливерпульская кукурузная биржа. Клиринг зерновых фьючерсов в Лондоне тут же взяла на себя Лондонская ассоциация торговли кукурузой.

Первые годы нового столетия торговцам товарами и их клиринговым учреждениям дались нелегко. Подтвердив свою репутацию одного из наименее значимых рынков Европы, сахарный рынок Парижа серьезно пострадал, когда в результате засухи на рынке «мыльный пузырь» сначала надулся, а затем лопнул в 1905 году. Это привело к самоубийству видного местного спекулянта, некоторому сокращению количества зарегистрированных Лондонской палатой сахарных фьючерсов,

а также к волне слухов о грандиозных убытках компании Царникова, которые оценивались в четверть миллиона фунтов²⁶.

В 1907–1908 годах мир находился в тисках тяжелого финансового кризиса, который во многом походил на случившееся в 2007 году²⁷. На товарных рынках страны-производители начинали подвергать сомнению доминировавшую систему, согласно которой рынки развитых стран могли устанавливать цены на свою продукцию. Вырастив рекордный урожай кофе, Бразилия в 1906–1907 годах стала приобретать фьючерсы и запасать кофе в реальном виде, чтобы поддержать цены. От такой политики интервенций больше других европейских центров выиграл Гавр.

Тем не менее дела Лондонской палаты пошли в гору, когда в 1907 году она объединила сахарный рынок Лондона и приобрела Контрактную ассоциацию в процессе дружественного поглощения, инициированного и осуществленного при посредничестве одного из самых настойчивых директоров Лондонской палаты – Германа Фортлага²⁸. Лондонская палата заплатила за приобретение своей соперницы 62 500 фунтов, обменяв 25 000 частично оплаченных обыкновенных акций на ее активы. После этого количество обыкновенных акций, принадлежавших инвесторам, возросло до 75 000. В совет Лондонской палаты вошли два директора из Контрактной ассоциации²⁹. Как показано на рис. 6.1, после 1907 года число зарегистрированных палатой сахарных фьючерсов резко возросло. Примерно в это время объем торговли сахарными фьючерсами в Лондоне превысил показатели Гамбурга.

Но, несмотря на всю свою важность для лондонской торговли сахаром и кофе, Лондонская палата вряд ли могла считаться доминирующей силой в Сити, особенно если сравнить положение дел с ее изначальными амбициями. Дела ее по-прежнему сильно зависели от торговли свекловичным сахаром. В 1913-м – последнем предвоенном – году – немногочисленными товарами, клирингом

которых она занималась помимо сахара, были кофе, сахарный песок, перец и серебро.

Однако палата продолжала год за годом исправно выплачивать дивиденды. В течение многих лет она по достоинству вознаграждала труды своих директоров – каждый получал 200 фунтов в год. А те, в свою очередь, исправно присутствовали на заседаниях совета, хотя с февраля 1897 года еженедельные встречи были заменены двухнедельными.

Процедуры клиринговой палаты требовали большого объема бумажной работы и копирования документов. Временами она работала с полной загрузкой, например, в октябре 1910 года, когда вопрос о переработках клерков был вынесен на заседание совета и было принято решение, что плата работникам за сверхурочные должна составлять 1 шиллинг в час после 19:00 и 3 шиллинга после 20:30 по будням. Плата же за сверхурочные по субботам должна составлять 1 шиллинг 6 пенсов в час после 16:00 и 3 шиллинга 6 пенсов после 17:30.

Представлением о рабочей рутине Лондонской продуктовой клиринговой палаты в эпоху короля Эдуарда мы обязаны Дж. Кимминсу, который пришел в компанию 22-летним клерком по регистрациям 17 марта 1923 года. В своем интервью для издания в честь столетия основания клиринговой палаты³⁰ Кимминс вспоминал о Генри Пьюте, который работал клерком под началом Вильгельма Шульца до Первой мировой войны, а позже стал секретарем компании:

Пьют всегда называл первое время своей работы «днями строгой дисциплины». Разговоры на рабочих местах были воспрещены. В пять часов персонал готовился к уходу, кладя пальто и котелки на свои высокие конторские столы. С пятым ударом часов Шульц выходил из своего кабинета и говорил: «Доброго вечера, господа». Это был сигнал, что можно уходить.

Когда в 1914 году разразилась война, в палате, согласно протоколам заседаний совета, насчитывалось всего 24 работника – от самого мелкого клерка до управляющего Шульца, и было похоже, что они проработают тут всю свою жизнь. Когда Честный Джон Калбертсон в январе 1930 года покинул пост секретаря компании, его стаж насчитывал 40 лет. В октябре 1937 года в отставку ушел Уильям Матт, занявший пост управляющего после Первой мировой войны и всего проработавший в компании сорок девять с половиной лет.

Клиринговые методы и официальные рабочие процедуры Лондонской палаты пережили две мировые войны и просуществовали до 1950-х годов. Однако ни «германский дух» палаты, ни теснейшие связи между сахарными торговцами Британии и Германии не смогли пережить Первую мировую.

6.5. Лондонская продуктовая клиринговая палата и Первая мировая война

В канун нового, 1913 года The Times опубликовала статью, посвященную Лондонской продуктовой клиринговой палате, в которой подчеркивались ее внушительные прибыли и удовлетворительные выплаты дивидендов с конца XIX века. Поэтически отмечая, что, «придерживаясь спокойного, ненавязчивого стиля ведения дел, на который не повлияла даже лихорадка, царящая на Фондовой бирже, некоторые компании умеют получать большие регулярные доходы, не балуя себя громом фанфар и финансовыми переполохами», газета писала, что Лондонская палата представляет собой, возможно, уникальный пример фирмы, никогда не имевшей крупных долгов. В этом смысле «она стоит особняком среди акционерных предприятий Лондона»³¹.

Но корреспондент The Times не сообщил, что некоторое время назад над Лондонской палатой начали сгущаться тучи. Согласно протоколам палаты, уже в июне 1910 года совет задумывался о том, как нивелировать последствия войны, которая может разразиться в Европе.

В августе 1912 года совет Лондонской палаты на специально созванном заседании принял единогласное решение изменить правила клиринга «в случае войны между Германией и Великобританией». Правила должны были включать «военную статью», согласно которой официальное объявление или провозглашение войны становилось сигналом к обязательному проведению расчетов по всем контрактам, зарегистрированным в клиринговой палате, с учетом единой цены за каждый месяц поставок для всех покупателей и продавцов.

18 января 1913 года Лондонская палата обнародовала военную статью, которая должна была быть включена в правила торговли

сахарными и другими фьючерсными контрактами. Германия называлась там вероятным агрессором:

В том случае, если Германия будет вовлечена в войну с такими странами, как Англия, Франция, Россия и/или Австрия, такой контракт, если он не был исполнен ранее, по предварительному уведомлению и при условии, что состояние войны имеет место, должен быть закрыт на основе средней цены официальных заявок по состоянию на шестой рабочий день с обратным расчетом, начиная со дня такого уведомления... Расчеты должны совершаться с участием и между сторонами контракта, которые принимают такие расчеты как полные и окончательные; все соответствующие разницы в цене выплачиваются немедленно.

Совет собирался на заседания 4 августа 1914 года – в день, когда Англия вступила в Первую мировую, и еще дважды до 14 августа, когда были предприняты шаги для ликвидации открытых позиций на кофейном и сахарном рынках.

Несмотря на провидческое принятие военной статьи, первые дни войны доставили немало тревог и опасений того, что Лондонская палата понесет огромные убытки. Уильям Матт, в то время младший управляющий, 17 августа сообщил совету о «великой опасности» того, что 1 сентября товарной бирже придется принять большие объемы кофе из-за открытых обязательств на этот товар биржевых «быков». Два дня спустя палата издала циркуляр, в котором заявляла, что рынок будет закрыт, а клиринговая палата не станет осуществлять новых операций вплоть до дальнейшего уведомления.

Гораздо большей проблемой стала зависимость компании от клиринга сахарных фьючерсов. 31 августа председатель совета Лондонской палаты написал в The Times с целью прояснить статус открытых контрактов на сахар, хранившийся до войны в Гамбурге. «Наблюдается существенное непонимание в связи

с обязательствами сторон... по значительному количеству контрактов, заключенных до войны, срок исполнения которых, однако, наступил уже после ее объявления и которые невозможно исполнить из-за существующих условий», – писал он. Проблема гарантийных обязательств на немецкие сахарные контракты, принятых Лондонской палатой до августа 1914 года в качестве покрытия форвардных сделок, зарегистрированных компанией, отразилась и в ее балансовых отчетах за послевоенные годы.

28 сентября совет был поставлен в известность о дефолтах по ряду контрактов на белый перец. Две недели спустя война положила конец карьере Вильгельма Шульца, который, вероятно, оставался подданным Германии в течение всех двадцати шести лет на посту управляющего Лондонской палаты. Протоколы от 12 октября зафиксировали согласие совета на то, чтобы «с настоящего дня должность Шульца была ликвидирована». Тот, чьему перу принадлежат эти протоколы, явно формулировал их не без задней мысли, поскольку слово «ликвидирована» (terminated) было вычеркнуто и заменено словом «обречена» (determined). Было решено, что Шульцу выдадут заработную плату за шесть месяцев, «но вопрос о назначении пенсии будет решен позднее».

Имя Шульца еще дважды появляется в протоколах совета – оба раза после войны. В феврале 1920 года перед советом был зачитан отрывок из письма Шульца Мэтту, датированного 4 января, и совет решил «на данный момент ничего не предпринимать». Неужели Шульц просил назначить ему пенсию? Если так, то проблема вскоре стала чисто теоретической. Шульц скончался. 7 апреля 1921 года совет принял решение о том, что выплата комиссии в счет прибыли в размере 7808 фунтов от транзакции в рейхсмарках, задержанная на время войны, «будет переведена на счет покойного Вильгельма Шульца».

Война вынудила Лондонскую палату перейти на режим экономии. В декабре 1914 года компания подготовила соответствующий этому режиму бюджет на 1915 год, предварительно урезав штат

сотрудников до семи человек. Снижение заработной платы и увольнения среди персонала сократили сумму платежной ведомости с 7154 фунтов в 1914 году до 3281 фунта в 1915-м. Уход Шульца, получавшего вдвое больше любого сотрудника, сэкономил палате в 1915 году 2130 фунтов.

Военные действия вызвали катастрофический спад сахарного бизнеса, поскольку английские власти взяли на себя контроль за поставками. Лондонская палата зарегистрировала в 1915 году контракты всего на 9500 мешков сахара – и ничего более за всю войну. В феврале 1917 года компании пришлось аннулировать свои правила относительно привилегированных сахарных брокеров, поскольку торговля сахарными фьючерсами в Лондоне приказала долго жить.

Сахар стал первым из продуктов питания, на который в 1917 году Британия установила строгие нормы. Согласно документам, во время войны Лондонская палата осуществила клиринг некоторых сделок на кофе, но деятельность эта была эпизодична и постоянно прерывалась. В июле 1915 года палата приостановила выплаты дивидендов. Совет реже собирался на заседания – примерно раз в месяц после марта 1916 года и всего лишь четыре раза в 1918 году.

Гамбургская сахарная биржа также была закрыта во время войны. Падение товарных рынков Европы открыло зеленый свет Соединенным Штатам. Торговля кофе, начатая в 1914 году на Нью-Йоркском кофейном рынке, стала быстро расширяться, и в 1916 году рынок стал называться Нью-Йоркской кофейной и сахарной биржей. Хотя рынок в Нью-Йорке также был закрыт, когда Америка в 1917 году вступила в войну, но в феврале 1920-го он возобновил операции, опередив и Лондон, и Гамбург, которые заново открыли торговлю фьючерсами соответственно в 1921 и 1925 годах. К этому времени Куба, скромно притулившаяся рядом с Америкой, превратилась в крупнейшего производителя сахара.

Рынок Нью-Йорка вскоре стал важнейшей сахарной биржей мира – и это был еще один из множества знаков, свидетельствовавших о сдвиге экономической мощи из Старого Света в Новый после Первой мировой войны.

6.6. Лондонская продуктовая клиринговая палата: нерешительное возрождение

Война потрясла казавшиеся незыблемыми многолетние торговые основы. Была подорвана довоенная международная монетарная система на основе золотого стандарта, заложившая в период до 1914 года фундамент будущей экономической глобализации. Свободному перемещению капитала в Европе был положен конец. Рынки стали национально ориентированными. Протекционизм крепчал, а государства предпринимали все возможные меры в поддержку внутреннего производства товаров. Из-за этого восстановление экономики в 1920-е годы шло неровно и неустойчиво. Крах на Уолл-стрит 1929 года и последовавший за ним резкий спад деловой активности создали сложные условия и для рынков, и для клиринговых палат в равной мере.

Еще до конца войны Лондонской палате пришлось умерить амбиции. Летом 1918 года совет решил сократить размер не востребовавшего капитала компании. В 1919 году Лондонская палата направила в Верховный суд петицию с просьбой снизить номинальную стоимость 99 000 своих обыкновенных акций с 10 до 5 фунтов, сократив тем самым общий санкционированный и выпущенный капитал с 1 миллиона до 500 000 фунтов. Количество оставшихся обыкновенных акций составило 75 000 частично оплаченных акций стоимостью 2 фунта 10 шиллингов каждая.

В 1919 году стоимость активов и обязательств Лондонской палаты составила 326 089 фунтов, в том числе 106 000 фунтов, приходившихся на долю инвестиций в ценные бумаги. Но на балансе состояло 151 058 фунтов авансовых средств (в том числе начисленные проценты) немецких клиентов, внесенных в счет обеспечения долговых обязательств под контролем Германии. Более того, клиенты из Англии должны были клиринговой палате

58 571 фунт. Частично эта сумма представляла собой авансовые платежи за сахар, складированный в Германии.

В конце 1919 года совет Лондонской палаты постановил, что все иски к немецким клиентам должны улаживаться Лондонским комитетом сахарной торговли по зарубежным искам. Но протоколы за апрель 1921 года свидетельствуют, что Мэтт, сменивший Шульца на посту управляющего, нанес визит в Берлин, чтобы способствовать урегулированию расчетов с Mitteldeutsche Privat Bank – ведущим деловым партнером довоенной Германии. В начале 1920-х годов Мэтт регулярно наезжал в Берлин и Гамбург для ведения переговоров по долговым обязательствам. В те годы судебные процессы в целях истребования долгов у других компаний стали постоянным предметом дискуссий в совете Лондонской палаты.

Некоторая видимость нормальной ситуации была восстановлена в 1921 году, когда заново открылся Лондонский срочный сахарный рынок, но торговля сахаром полностью изменила свое лицо. Контрактной единицей стали 50 тонн белого сахара с поставкой на таможенный склад в Лондоне, и в тот же год Лондонская палата осуществила клиринговые операции на 61 050 тонн этого товара.

Во время войны Великобритания расширила собственное производство свекловичного сахара, заполнив вместе с другими поставщиками – главным образом тростникового сахара – пробел, оставленный в 1914 году Германией. Нормирование и закрытие рынков во время войны укрепили позиции английских сахарочистительных компаний по сравнению с торговцами с Минсинг-лейн. Подобный сдвиг в сахарной торговле был подтвержден в 1926 году, когда Юлиус Иосиф Рунге, высокопоставленный директор компании Tate & Lyle, стал членом совета Лондонской продуктовой клиринговой палаты³².

Однако нет худа без добра – война открыла и новые возможности. Так, резко возросло количество автомобилей, вызвав настоящий бум спроса на резину. Торговля фьючерсами на резину, начавшаяся в Роттердаме в 1913 году, шла достаточно успешно,

потом во время войны была приостановлена и в 1919 году возобновилась сразу в двух городах, когда клиринговые палаты Роттердама (Rotterdamsche Likwidatiekas) и Амстердама (ALK) стали осуществлять клиринг соответствующих контрактов.

Успех Лондонской продуктовой клиринговой палаты был менее заметен. Лондонская палата начала предоставление гарантий на контракты на резину с 1 ноября 1921 года после того, как годом ранее резиновые брокеры понесли крупные спекулятивные потери³³. Однако подобная диверсификация бизнеса просуществовала недолго, так как Ассоциация торговли резиной примерно в то же время ввела конкурирующую систему расчетов.

Лондонская палата обнародовала цифры чистой прибыли за 1921 год и выплатила по 6 шиллингов на каждую частично оплаченную обыкновенную акцию – это были первые дивиденды с 1915 года. В январе 1922 года совет увеличил годовое вознаграждение Мэтту и секретарю компании Джону Калберстону на 750 фунтов и заплатил каждому премию в 300 фунтов. После этого уровень их оплаты вернулся к довоенному; и все же их доходы, включая премии, были намного ниже тех, что получал до войны Шульц.

Офисный персонал Лондонской палаты также вынужден был согласиться на менее щедрые условия. Когда Дж. Кимминс в 1923 году пришел на службу в Лондонскую палату, ему положили 120 фунтов в год – меньше обычной ставки в 1914 году.

В воспоминаниях, опубликованных в 1988 году, Кимминс писал о мире, в котором властвовали мужчины и где мало что менялось из года в год:

Рабочий день начинался примерно в 9:30 утра, заканчивался около половины шестого вечера, и весь день приходилось носить сломя голову. Мы писали и копировали все документы от руки. Брокеры готовили контракты, а мы приходили в субботу, чтобы проверить, что сделано за неделю. В 1920-е

годы женщины в Сити были редкостью. В нашем офисе до самого последнего времени работали только мужчины, а рабочая рутина оставалась практически неизменной с 1923 года вплоть до 1950-х.

Великие события, потрясавшие мир, становились воспоминаниями. Когда в 1926 году разразилась всеобщая забастовка, Кимминс перешел на работу на Минсинг-лейн из Чизвика, и жалованье его возросло на 5 фунтов. Вот что он вспоминал о ситуации того года: «Кризис не слишком повлиял на наш бизнес. Прибыли были примерно те же – пострадали только мы, клерки! Управляющий заявил, что клерки сейчас ценятся “в пятачок за пучок”, и велел урезать нам жалованье».

В начале 1920-х годов Лондонская палата сумела занять в Сити прочную, хотя и скромную, нишу. К 1926 году «немецкие» проблемы ушли в прошлое. Основным бизнесом Лондонской палаты стал клиринг контрактов на рынке сахарных фьючерсов, когда между 1928 и 1931 годами контракты на сахар-сырец постепенно вытеснили белый сахар.

После временного послевоенного восстановления торговля кофе из Сантоса сократилась, окончательно сойдя на нет в 1927 году, поскольку бразильские власти решили сами торговать своим урожаем. С 1928 года Лондонская палата переключилась на фьючерсную торговлю какао. С 1926 года – года всеобщей забастовки – и на протяжении 1930-х годов ее оборот, согласно балансовому отчету, составлял примерно 700 тысяч фунтов в год.

Пять членов совета директоров с 1925 года стали выплачивать дивиденды в размере 7 шиллингов 6 пенсов (15 %) на обыкновенные акции, а с 1926 года – 56 фунтов 5 шиллингов на сто учредительских акций номинальной стоимостью 10 фунтов каждая. В марте 1927 года на сороковом ежегодном собрании компании было объявлено, что все задолженности перед акционерами по 6 %-ным общим дивидендам полностью погашены.

Выплаты в размере 15 % и 56 фунтов 5 шиллингов на оплаченный обыкновенный капитал в размере 187 500 фунтов и 1000 фунтов учредительских акций оставались неизменными и в хорошие, и в плохие годы вплоть до января 1940 года, когда компания снизила дивиденды за 1939 год до 10 % и 25 фунтов соответственно.

В межвоенные годы оплаченный акционерный капитал Лондонской палаты оставался неизменным на уровне 188 500 фунтов, хотя условия дважды корректировались. В 1930 году все обыкновенные акции, и выпущенные, и невыпущенные, получили номинальную цену в 2 фунта 10 шиллингов каждая и стали полностью оплаченными. В 1937 году оплаченные обыкновенные акции на сумму 187 500 фунтов были конвертированы в 187 500 ценных бумаг номинальной стоимостью 1 фунт каждая с обязательством выплачивать по ним ежегодные дивиденды не менее 6 %.

До Первой мировой войны невостребованный капитал Лондонской палаты служил обеспечением ее гарантий во время кризиса. В межвоенный период рациональная политика выплаты дивидендов позволила компании собрать инвестиции в неофициальный гарантийный фонд. К концу 1939 года он оценивался в 488 810 фунтов.

В 1930-е годы сахар-сырец и какао были единственными продуктами, клирингом которых занималась Лондонская палата. Объемы снизились в 1931 году, когда Великая депрессия стала набирать силу, и еще раз – в 1935 году. На ежегодном собрании компании в феврале 1936 года было сказано, что «вмешательство правительств практически всех стран – производителей товарной продукции в сферы производства и потребления» держит за горло биржевые торги.

В 1937 году активность возросла, когда накануне своей пятидесятой годовщины Лондонская палата провела клиринг контрактов на 3,93 млн тонн сахара-сырца и 352 250 тонн какао – больше, чем в предыдущие годы.

Бизнес снова замедлился перед Второй мировой войной, хотя к тому времени клиринговая палата стала заниматься и другими продуктами. В 1937 году, после того как спекулянты попытались осуществить рыночный корнер, Лондонская палата помогла сформировать новый фьючерсный рынок – рынок перца. В феврале 1938 года ей удалось осуществить свою политику выплаты «стабильных и разумных» дивидендов на том основании, что компания надеялась на расширение бизнеса и нуждалась в живых деньгах.

Но делу помешала война. Когда в сентябре 1939 года Англия объявила войну Германии, Лондонская палата осуществила регистрацию и клиринг фьючерсных операций по сахару-сырцу, какао и шеллачной смоле, а также по небольшим количествам белого и черного перца (см. табл. 6.2).

Таблица 6.2. Контракты, зарегистрированные Лондонской продуктовой клиринговой палатой в 1939 году (по сравнению с 1938 годом)

Сахар-сырец	1 221 300 тонн (2 690 700 тонн)
Какао	80 280 тонн (226 160 тонн)
Белый перец	30 тонн (85 тонн)
Черный перец	50 тонн (35 тонн)
Шеллак	23 250 мешков и/или контейнеров (нет данных для сравнения)

Компания сумела незначительно восстановиться после состояния депрессии, в которой пребывала с 1918 года, однако так и не смогла в межвоенные годы вновь обрести довоенный статус³⁴.

6.7. Вынужденное бездействие и продажа Лондонской продуктовой клиринговой палаты

Вторая мировая война оказала на Лондонскую палату более драматическое воздействие, чем Первая. Английское правительство приняло на себя контроль над экономикой страны, закрыв товарные рынки и положив конец клиринговой деятельности Лондонской палаты.

Палата перешла на режим поддержания трудоспособности. Во время войны она продолжала собирать проценты и дивиденды на свои инвестиции и выплачивать дивиденды в размере 6 % годовых на обыкновенные акции. Вся энергия ее директоров была направлена на поддержку военных усилий страны. Как явствует из годового отчета за 1944 год, двое из них были награждены военным крестом.

В отчете за 1944 год, вышедшем в начале 1945 года, компания отошла от традиционной сдержанности, опубликовав краткое заявление председателя Джеффри Свонна. В нем уже слышались обнадеживающие нотки. Директора, заявлял Свонн, с нетерпением ждут того дня, когда продуктовые рынки откроются заново, появятся возможности для торговли и компания «сможет восстановить свою обычную деятельность: финансировать и обеспечивать обмен и распределение товаров».

Лейбористское правительство послевоенной Англии никак на это не отреагировало. Оно оставило в силе жесткий контроль и нормирование, рынки по-прежнему были закрыты, а товары закупали оптом за рубежом централизованные ведомства. К 1949 году политика властей вылилась в серьезные проблемы для Лондонской клиринговой палаты. Продолжительное бездействие и повышение налогов на прибыль вынудили ее урезать ежегодные дивиденды до пяти процентов.

11 февраля 1949 года директора письменно обратились к своим акционерам. Они серьезно раздумывали о будущем компании. Компания сумела нарастить значительные резервы в размере 121 954 фунта, ежегодно удерживая часть прибылей, а также имела прибыль в размере примерно 157 934 фунта, образовавшуюся вследствие разницы между учетной стоимостью своих инвестиций – 316 402 фунта 5 шиллингов 5 пенсов и их рыночной стоимостью – 474 336 фунтов³⁵.

И тем не менее у директоров имелись сомнения относительно стоимости акций компании, в особенности учредительских акций, в случае распределения прибыли или ликвидации Лондонской палаты. Директора не знали, имели ли держатели учредительских акций право на большее вознаграждение, чем 10 фунтов от их номинальной стоимости. Таким образом, они представили свои соображения, согласно которым учредительские акции оценивались соответственно в 10, 23 и 654 фунта, а обыкновенные акции – в 2 фунта 7 шиллингов 6 пенсов, 2 или 1 фунт. Держателям каждого вида акций предлагалось назначить своих представителей в комитеты, учрежденные для рассмотрения возникшей проблемы.

Год прошел, но дела комитетов не слишком продвинулись. Клиринговый бизнес по-прежнему агонизировал, а доходы от инвестиций падали из-за повышения налогов на распределенную прибыль. Размер дивидендов за 1949 год, по-прежнему составлявший пять процентов, обусловил размер дивиденда на обыкновенные акции Лондонской палаты в два процента. Единственным светлым пятном была рекомендация Специальной бюджетной комиссии Палаты общин возобновить работу рынков чая, какао и зерна, чтобы возродить в Англии реэкспортную торговлю и поступления от невидимых статей экспорта. Свонн уныло возвестил, что урон, нанесенный пятью годами политики правительства социалистов, стал очевиден только тогда, когда иностранцы заняли торговую нишу, прежде принадлежавшую Лондону и Ливерпулю.

В мае 1950 года директора решили продать Лондонскую продуктовую клиринговую палату. В послании акционерам компания сообщила, что рынок какао по-прежнему находится под контролем правительства, «хотя имеются надежды на определенные послабления, но что касается рынка сахара, то контроль над его операциями продлится еще не менее пяти лет». Поскольку сахар составлял основную статью бизнеса Лондонской палаты до войны, директора не видели перспектив для прибыльной торговли без этого товара.

Совет получил предложение от быстро развивающейся финансовой компании United Dominions Trust (UDT) продать акции по цене 2 фунта 1 шиллинг 3 пенса за каждый фунт стерлингов обыкновенных акций Лондонской палаты. Для сравнения – последняя цена на Лондонской фондовой бирже составляла 1 фунт 16 шиллингов 3 пенса. Также UDT предложила выплатить промежуточные дивиденды в счет задолженностей с 1948 по 1949 год и 313 фунтов за каждую учредительскую акцию.

1 июня 1950 года Лондонская палата сообщила, что девяносто процентов ее акционеров согласились на предложение UDT, и закончила свое существование как независимая котирующаяся на бирже компания. По-прежнему было неизвестно, сможет ли (и захочет ли) она возобновить клиринговые операции как дочерняя компания UDT.

7. Полный клиринг в Северной Америке

7.1. Клиринговая ассоциация Миннеаполиса

В 1888 году, через три недели после того, как Лондонская продуктовая клиринговая палата открыла свой бизнес, ею было получено предложение из-за океана. Совет был извещен о том, что «ведущие мукомолы Миннеаполиса» предлагают проводить американские контракты на муку через новое клиринговое учреждение в Лондоне¹.

Директора Лондонской палаты Герман Фортлаг и Бенджамен Табор начали переговоры с Гюнтером де Сен-Круа, представлявшим мукомолов из Миннесоты. Хотя эти переговоры закончились ничем, сам факт обращения продемонстрировал, с какой скоростью информация о клиринговой практике доходила с одного континента до другого в глобализированном мире конца XIX столетия.

Но, несмотря на это, европейский метод гарантирования контрактов, принятый на вооружение в Гавре и продолженный Лондонской палатой, в Соединенных Штатах не прижился. Согласно записи от 1896 года, дельцы Нью-Йоркской кофейной биржи не раз подумывали о том, чтобы использовать европейский метод, но каждый раз не решались: «Не раз делались попытки учредить такую клиринговую палату на Нью-Йоркской кофейной бирже, но соответствующее предложение не шло дальше совета управляющих», – писал Генри Кросби Эмери².

Вместо этого в 1891 году Торговая палата Миннеаполиса, являвшаяся городской биржей зерна, основала клиринговую палату, которая приняла собственный метод снижения контрагентского риска коммерсантов.

К 1890 году Миннеаполис потеснил Буффало в качестве ведущего мукомольного центра Америки. Кроме того, он стал значимым региональным центром банковской деятельности и домом

влиятельного делового сообщества, которое гордилось тем, что находится на переднем крае финансовых инноваций. Энтузиазм местных предпринимателей по поводу новых финансовых идей частично был обусловлен нежеланием того, чтобы экономика региона зависела от Чикаго, находившегося на расстоянии 350 миль на юго-восток. Кроме того, тут сыграло роль и намерение скомпенсировать географически неблагоприятное положение города, удаленного от глубоководных гаваней, с помощью дешевой транспортировки больших партий грузов по Великим озерам, что, в свою очередь, обусловило зависимость Миннеаполиса от железных дорог, по которым зерно и мука перевозились на восток. Жалобы на железнодорожные тарифы постоянно звучат в ежегодных отчетах Торговой палаты Миннеаполиса в 1880–1890-е годы.

Сама же палата была основана в 1881 году в целях обеспечения рынка для растущего поблизости зерна. Изначально торговля на этом рынке осуществлялась за наличные. После 1886 года он приобрел большое значение, когда городские мукомолы решили осуществлять свои торговые операции именно там, а не через посредство собственной ассоциации³. Первый фьючерсный контракт палаты – на стекловидную краснозерную яровую пшеницу – был заключен в январе 1883 года⁴. Объемы фьючерсных торгов в 1880-е годы были невысоки⁵. Однако совет Торговой палаты летом 1891 года решил назначить комиссию из трех человек для разработки проекта создания клиринговой палаты для открытых сделок⁶. Похоже, что в основе такого решения лежало стремление повысить возможности хеджирования в Миннеаполисе торговли сорта пшеницы, произрастававшего в регионе.

Комиссия высказалась за учреждение клиринговой палаты по типу Чикагской товарной биржи. В августе совет утвердил ряд черновых поправок в уложения о бирже (23 параграфа) и представил их своим членам⁷, однако специально созванное собрание членов палаты

от 2 сентября 1891 года отвергло этот план 66 голосами против 62. Мнение большинства, по сведениям местной прессы, заключалось в том, что клиринговая палата должна быть отделена от Торговой палаты⁸. Биржа более не принимала участия в разработке проекта, и через несколько недель большинство одержало верх. 28 сентября 1891 года была создана Клиринговая ассоциация Торговой палаты с акционерным капиталом 50 000 долл., который состоял из 1000 акций по 50 долл. каждая, полностью оплаченных при выпуске в обращение. Статьи, посвященные этому событию, характеризуют бизнес компании как «покупку, продажу, хранение и доставку зерна всех сортов, включая услуги по доставке за комиссионное вознаграждение, а также покупку, продажу, аренду и закладные операции с недвижимостью в виде реального и персонального имущества любого вида»⁹.

Результатом основания Клиринговой ассоциации в форме корпорации по законам, принятым в штате Миннесота, стало появление юридического лица, которое могло выступать в качестве контрагента в биржевых сделках. Фраза «покупка, продажа, хранение и доставка», встречающаяся в статьях, свидетельствует о том, что ассоциация, по сути, представляла собой то, что позднее стало называться «палата полного клиринга». Она выступала как продавец по отношению ко всем покупателям и как покупатель по отношению ко всем продавцам и, таким образом, стала «бабушкой» сегодняшних центральных клиринговых контрагентов.

6 октября 1891 года Торговая палата предоставила Клиринговой ассоциации исключительные права на клиринг биржевых операций. 12 октября биржа предоставила клиринговой палате офисное помещение на своей территории сроком на один год¹⁰.

К сожалению, подробных сведений, относящихся ко времени функционирования Клиринговой ассоциации Миннеаполиса, больше не существует. Поэтому историки и писатели (в том числе автор этой книги) черпают сведения из пространного доклада о торговле зерном в США, выпущенного Федеральной комиссией по торговле

(FTC) в 1920 году (то есть через 29 лет после описываемых событий), где утверждается, что Клиринговая ассоциация Торговой палаты Миннеаполиса была первой в США клиринговой палатой, которая в 1891 году взяла на вооружение полный клиринг, а также содержится информация о ее работе¹¹.

Согласно FTC, члены Клиринговой ассоциации должны были быть членами биржи Торговой палаты. Однако не все члены биржи обязаны были быть членами клиринговой палаты. Брокерские фирмы, занимавшиеся фьючерсами на бирже Миннеаполиса, становились членами Клиринговой ассоциации, подписавшись на ее акции после утверждения директорами клиринговой палаты. Если член ассоциации испытывал трудности с платежами, клиринговая палата могла покупать или продавать соответствующие контракты в целях собственной защиты от убытков.

Клиринговая палата Миннеаполиса отличалась от подобного учреждения в Чикаго тем, что не являлась структурной частью биржи. Ее политика маржирования также имела особенности. Согласно системе полного клиринга, управляющий клиринговой палаты должен был призывать стороны сделок оплатить необходимую маржу, чтобы защитить палату на период совершения расчетов по контрактам.

В Чикаго стороны сделок требовали маржу друг у друга и депонировали ее в обоюдно согласованном месте – обычно у казначей биржи или в банке, одобренном Чикагской товарной биржей. Согласно правилам Чикагской биржи, маржа была необязательным условием¹². Один комментатор в 1911 году заметил по этому поводу следующее: «Во многих сделках между участниками, где каждый полностью уверен в финансовой стабильности другой стороны, требование маржи необязательно и часто считается знаком неуважения. Разрешение на сделку дается при весьма малом внимании к этой стороне вопроса»¹³.

По сведениям FTC, метод, принятый в Миннеаполисе, предусматривал «ежедневные расчеты по открытым сделкам

на основе цен закрытия рынка». В обязанности компаний – членов Клиринговой ассоциации Миннеаполиса входило информирование ассоциации обо всех деталях сделок в установленное время дня¹⁴. Они должны были либо получить, либо внести оплату в клиринговую палату по чекам, которые подтверждали убытки или прибыли по открытым сделкам.

Полный клиринг облегчил жизнь участникам рынка. Кроме того, такой метод был безопаснее принятого в Чикаго. Члены Клиринговой ассоциации Миннеаполиса имели дело только с клиринговой палатой, когда нужно было проводить расчеты по сделкам и выплачивать маржу. Обязательное требование маржи завоевало поддержку небольших торговых компаний, которые считали, что метод, принятый на Чикагской товарной бирже, является дискриминационным и поддерживает крупные компании.

Правила клиринговой палаты Миннеаполиса позволяли ее членам проводить расчеты по сделкам на двусторонней основе без участия самой палаты. Однако FTC считала, что удобство системы полного клиринга как раз заключается в том, что она охватывает практически все сделки.

В докладах FTC говорилось, что Клиринговая ассоциация развивалась медленнее, чем предполагали ее основатели. В исследовании FTC по данному вопросу, опубликованном в 1920 году, указывалось, что «в ее состав входило чуть больше 100 членов Торговой палаты и никого более», а «выпущенный акционерный капитал в 1918 году составлял около 25 000 долл.», то есть за 27 лет работы ассоциации была выпущена в обращение только половина утвержденного капитала на 1891 год¹⁵.

7.2. Миннеаполис: непризнанный новатор

Клиринговый метод, принятый Миннеаполисом, стал важным новшеством в своей области, но после его появления на свет «новорожденному» почти не уделялось внимания.

Если деятельность гаврской Caisse служила предметом оживленных обсуждений в газетах и в самой Франции, и за ее пределами¹⁶, темой научных исследований и моделью, немедленно принятой за эталон в других торговых центрах Европы, то метод полного клиринга Клиринговой ассоциации Миннеаполиса не вызвал у современников особого интереса.

Через пять недель после основания клиринговой палаты одна из местных газет – Minneapolis Tribune – вернулась к этой теме, опубликовав изобилующую яркими эпитетами статью, где говорилось, что Клиринговая ассоциация – это «шаг в новый мир», и уж конечно, она по всем статьям превосходит чикагскую модель. Но, хотя автор статьи подробно описал систему маржирования, он забыл рассказать, в чем именно заключались функции клиринговой палаты как центрального контрагента¹⁷.

Торговая палата никак не прокомментировала учреждение Клиринговой ассоциации в годовом отчете за 1891 год, в последующих отчетах она просто упоминалась в числе прочих примерно 550 членом биржи. В газетах, книгах и академических журналах Америки в течение следующих 20 лет писали о новаторском духе Миннеаполиса, учредившего свою клиринговую палату в качестве отдельной «клиринговой ассоциации». Однако роль палаты и построенных по ее типу учреждений, выступавших в качестве покупателя по отношению ко всем продавцам и продавца по отношению ко всем покупателям, оставалась вне поля зрения комментаторов и ученых почти тридцать лет.

В своем детальном труде 1896 года «Спекуляция на фондовых и товарных биржах Соединенных Штатов» Генри Эмери Кросби не

упомянул, что Клиринговая ассоциация Миннеаполиса являлась палатой полного клиринга, зато специально отметил, что клиринговая палата в отличие от других учреждений занималась физическими поставками зерна. Когда в 1911 году Американская академия политических и социальных наук посвятила 38-е издание «Анналов» статьям об американских товарных биржах, Клиринговая ассоциация Торговой палаты Миннеаполиса была там провозглашена «пионером страны в своей сфере» – однако без единого упоминания об осуществлении ею полного клиринга по принципу «покупатель по отношению ко всем продавцам и продавец по отношению ко всем покупателям»¹⁸.

Если верить газетным отчетам, Клиринговая палата Виннипега, начавшая операции в 1904 году, была по меньшей мере столь же известна в Чикаго середины 1920-х годов, как и Клиринговая ассоциация Миннеаполиса. Когда в 1925 году Чикагская товарная биржа лихорадочно обсуждала возможность перехода на полный клиринг, *Chicago Journal of Commerce* описывал этот метод как систему, «считающуюся модной в Виннипеге и еще на некоторых местных рынках контрактов»¹⁹.

Отсутствие внимания могло отражать нежелание публичности у определенной части Клиринговой ассоциации. В статье о бирже и клиринговой палате, помещенной в «Анналах» за 1911 год, управляющий Клиринговой ассоциации был назван, «несомненно, одной из самых неразговорчивых персон во всем сообществе». Кроме того, дело могло заключаться в медленном развитии полного клиринга по типу Миннеаполиса на региональных зерновых рынках Штатов, которые в большинстве своем не являлись центрами биржевой игры или фьючерсной торговли.

Когда FTC выпустила доклад о торговле зерном за 1920 год, 639 из 1000 (64 %) местных торговцев зерном в Чикаго занимались фьючерсной торговлей, что вывело город на передний план как главный центр подобной деятельности в США. Напротив, только 35 (7,5 %) торговцев зерном в Миннеаполисе занимались прежде

всего фьючерсной торговлей, в то время как в Канзас-сити, где клиринговая палата появилась в 1899 году, только 17 из 169 (10,1 %) членов биржи из числа местных торговцев зерном занимались фьючерсами в первую очередь.

Кроме того, вряд ли можно считать простым совпадением, что первый подробный материал о Клиринговой ассоциации Торговой палаты Миннеаполиса и ее «исторической» роли в качестве первой в Америке палаты полного клиринга появился после Первой мировой войны²⁰. К тому времени федеральное правительство продвигало полный клиринг как способ реформирования зернового фьючерсного рынка Чикаго примерно тем же методом, которым преемники этого правительства в 2008–2009 годах определили использование центральных клиринговых контрагентов как способ снижения риска на внебиржевых рынках деривативов. Отчет FTC стал составной частью усилий федеральных властей в части рекламирования достоинств полного клиринга.

В таком отзывчивом на разные деловые новшества обществе, как США начала XX века, отсутствие комментариев по поводу клиринговой системы Миннеаполиса наводит на размышления. Как бы то ни было, похоже, что отчет FTC 1920 года, в котором было высказано мнение о становлении полного клиринга в Америке того времени, на момент опубликования не вызвал споров. Автор настоящей книги пытался найти записи о различных относящихся к делу событиях, но безуспешно.

И все же отсутствие у современников интереса к Клиринговой ассоциации Миннеаполиса может просто говорить о том, что полный клиринг в США распространялся медленнее, чем система регистрации и гарантирования контрактов в Европе в годы, предшествовавшие Первой мировой.

7.3. Становление полного клиринга

Чтобы лучше понять, как именно функционировали клиринговые палаты в Америке на заре своего становления и как они управлялись, нужно бросить взгляд на юго-запад, в Канзас-сити, а затем на северную границу Штатов – в Виннипег в Манитобе.

Прошло семь лет, прежде чем Торговая палата Канзас-сити решила последовать примеру Миннеаполиса, учредив в марте 1899 года Клиринговую компанию Торговой палаты. Некоторые детали системы клиринга, существовавшей в Канзас-сити, известны благодаря краткому описанию в «Анналах» Академии политических и социальных наук за 1911 год. Однако там не упоминалось, что клиринговая компания выступала в качестве продавца по отношению ко всем покупателям и покупателя по отношению ко всем продавцам.

Как и в Миннеаполисе, целью ее основателей было способствовать развитию фьючерсной торговли и положить конец зависимости трейдеров от Чикаго в части хеджирования местной пшеницы зимних сортов, кукурузы и овса.

Видимо, это им удалось. Изначальный акционерный капитал клиринговой палаты составил 5000 долл., приходившийся на 100 выпущенных акций стоимостью 50 долл. каждая, которые были приобретены членами Торговой палаты. Это количество было удвоено в 1902 году за счет продажи дополнительной сотни акций стоимостью 175 долл. каждая. Согласно статье, опубликованной в «Анналах» за 1911 год, на тот момент в клиринговой палате насчитывалось 110 членов, а акции стоили по 350 долл. Количество акций в собственности одного держателя не могло превышать двадцати. Годовые дивиденды – 2 долл. на акцию – выплачивались регулярно, а комиссия за клиринг снизилась с 3 центов за 1000 бушелей до 2 центов.

Операции проводились в одной-единственной комнате в здании Торговой палаты с 8:00 до 16:00. Основная активность начиналась после того, как рынок закрывался, – в 13:15 в будни и в 12:00 по субботам. Операционные затраты клиринговой палаты

составляли примерно 5000 долл. в год. К 1911 году, согласно «Анналам», клиринговая модель Канзас-сити была скопирована Коммерческой биржей в Сент-Луисе. Ее также использовали такие города, как Нэшвилл, Омаха, Уичита и Новый Орлеан.

Подобно Канзас-сити, Клиринговая палата Виннипега (Канада) была учреждена в первую очередь для того, чтобы городские торговцы и мукомолы могли хеджировать свои закупки зерна эффективнее, чем при посредстве Чикагской товарной биржи.

19 марта 1901 года 23 местных торговца зерном и мукомола решили создать Клиринговую ассоциацию Зерновой и продуктовой биржи Виннипега «для покупки, продажи, хранения, получения и поставок всех видов зерна», а также для ведения за вознаграждение «расчетов, урегулирования и клиринга <...> всех сделок с зерном на условиях поставок в будущем», заключенных членами Зерновой и продуктовой биржи Виннипега²¹.

Клиринговая палата была учреждена в июле 1901 года с акционерным капиталом в 25 000 канадских долл., поделенным на 500 акций стоимостью 50 канадских долл. каждая. В состав акционеров-учредителей вошли 22 человека. Каждый подписался на пять акций, уплатив сначала только 10 % от требуемых 250 канадских долл.²²

Создание ассоциации потребовало некоторого времени, но со дня своего открытия – 1 февраля 1904 года – клиринговая палата неуклонно наращивала операции. Ею владели и управляли ее же члены, а организационная структура была построена на основе взаимных операций. После утверждения советом новые члены подписывались каждый всего на пять акций – как и основатели.

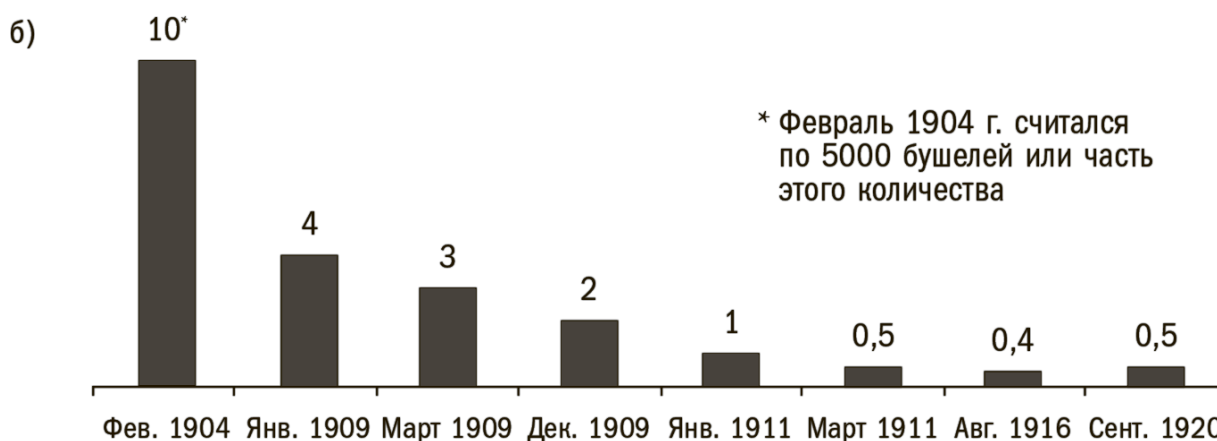
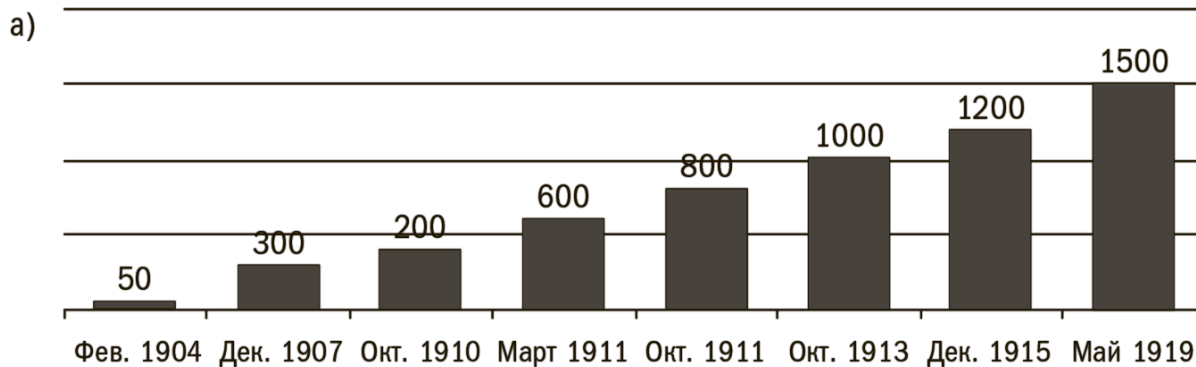
Клиринговая ассоциация Виннипега была палатой полного клиринга. Как и в Миннеаполисе, не все члены биржи становились членами Клиринговой ассоциации, однако все члены Клиринговой ассоциации были обязаны являться членами биржи. Маржирование было обязательным условием. В положениях ассоциации²³ говорилось, что как только сделка на зерно получает утверждение

управляющего, клиринговая палата принимает на себя обязанности покупателя по отношению к продавцу и продавца по отношению к покупателю, а также ответственность за поставки по фьючерсным сделкам.

Бизнес рос так успешно, что в конце 1907 года ассоциация решила удвоить уставной капитал, выпустив еще 500 акций по 50 канадских долл. каждая. Но вместо того чтобы предложить эти акции по номиналу, она назначила цену на новые акции в 300 канадских долл. с целью нарастить свои резервы и частично ограничить членство.

Как показано на рис. 7.1а и 7.1б, стоимость акций, выпущенных Клиринговой ассоциацией Виннипега, с годами постоянно повышалась, а комиссия за клиринг поэтапно снижалась, пока в 1916 году не достигла 0,4 цента за 1000 бушелей. Этот уровень продержался всего четыре года. Подобная ситуация отражала принятую в 1914 году политику, когда на ежегодном собрании ассоциация решила прекратить выплату дивидендов и предоставлять клиринговые услуги своим членам практически по себестоимости. Возможно, это первый зафиксированный случай, когда клиринговая палата решила следовать политике предоставления услуг по себестоимости. До Первой мировой войны ассоциация только дважды объявляла о выплате дивидендов: 10 % в феврале 1913-го и 12 % в марте 1914 года.

Рисунок 7.1: а) акции Клиринговой ассоциации Виннипега, 1904–1919 годы (подписные цены, канадских долл.); б) клиринг сделок на зерно в Виннипеге (канадских центов за 1000 бушелей)²⁴



К 1921 году Клиринговая ассоциация Виннипега обладала номинальным капиталом в 30 750 канадских долл., а 123 ее члена были держателями 615 акций. Кроме того, резервный капитал ассоциации составлял примерно 293 тысячи канадских долл. В том же году руководство клиринговой палаты подготовило обзор работы за первые двадцать лет, в котором говорилось, что система оказалась «в высшей степени удовлетворительной», хотя и признавалось, что однажды ассоциация потерпела убытки в сумме 30 580,43 канадского долл.²⁵

Виннипег был не единственной клиринговой палатой Северной Америки, которая наращивала добавочные резервы. Здесь уместно привести в пример Нью-Йоркскую товарную биржу – уважаемое учреждение, восходящее к 1861 году. Ее клиринговая палата, основанная в 1904 году, ввела новую традицию, учредив гарантийный фонд, куда ее члены должны были вносить 1000 долл.

депозита «в целях покрытия убытков или ущерба ассоциации вследствие дефолта любого из участников клиринговых операций». Если гарантийного фонда было недостаточно, палата могла потребовать у участников клиринговых операций дополнительные взносы пропорционально количеству контрактов, принятых для клиринга в течение предыдущих четырех месяцев, но не более 5000 долл.

Клиринговые правила Нью-Йоркской товарной биржи демонстрируют борьбу между новым и старым: хотя сама идея гарантийного фонда была новаторской, требование «первичной маржи по открытым сделкам» было необязательным и оставалось на усмотрение директоров.

Аналогичной смесью старого и нового отличались и клиринговые регламенты Нью-Йоркской кофейной биржи. Эта биржа, созданная в 1882 году, была объявлена акционерным обществом законом штата Нью-Йорк от 1885 года. В следующем году были обнародованы ее первые регламенты – так называемые правила операционного зала (floor rules). Как писал Эмери в 1896 году, биржа отказалась принять клиринговый метод Гавра²⁶. Вместо этого, как свидетельствуют последующие издания правил, она приняла на вооружение метод цепочки расчетов²⁷.

В 1916 году кофейная биржа стала называться Нью-Йоркской кофейной и сахарной биржей. В это время она изменила свои правила, включив в свои операции полный клиринг. Клиринговая ассоциация начала работу на будущий год, незадолго до того, как биржа вынуждена была временно приостановить деятельность из-за вступления Америки в Первую мировую войну. Члены ее, однако, могли сами решать, использовать ли клиринговую палату в качестве покупателя по отношению ко всем продавцам и продавца по отношению ко всем покупателям²⁸. В 1927 году правила разрешили использовать расчеты по цепочке, а также полный клиринг контрактов на кофе и сахар.

В течение почти тридцати лет палаты полного клиринга Северной Америки следовали примеру Миннеаполиса, будучи акционерными компаниями, существовавшими отдельно, хотя и в тесной связи с обслуживаемыми ими биржами, на которых обслуживались их собственные члены.

Тем не менее в 1919 году небольшая биржа Чикаго, где заключались сделки с маслом и яйцами, стала осуществлять у себя полный клиринг. В октябре того же года Биржа масла и яиц Чикаго изменила название на Чикагскую товарную биржу (Chicago Mercantile Exchange, CME) и с 1 декабря открыла фьючерсные торги маслом и яйцами. Изменение наименования было знаком того, что биржа, организованная по взаимному принципу, заявила о своих планах по торговле и другими видами фьючерсов. Для ведения таких операций была создана новая палата полного клиринга, «организованная и управляемая по правилам биржи в целях клиринга фьючерсных сделок между ее членами»²⁹.

Первое из Правил клиринговой палаты разъясняло, что это означает для биржи и ее членов: «В случае если эти регламенты дают Клиринговой палате права или налагают на нее обязанности, таковые права и обязанности относятся к Клиринговой палате и имеют исковую силу в отношении Чикагской товарной биржи».

Клиринговая палата CME выступала как покупатель по отношению к продавцу и продавец по отношению к покупателю в рамках сделок, но когда дело доходило до гарантий выполнения контрактов, заигрывания с биржей прекращались. Финансовые обязательства членов биржи, которые решили вступить в члены клиринговой палаты, были, соответственно, очень жесткими.

Все участники клиринговой деятельности, будь то физические лица, партнеры компаний или директора корпораций, должны были гарантированно принимать на себя финансовую ответственность за все без исключения сделки, проходящие от их имени через клиринговую палату. Каждый участник клиринга должен был внести на депозит в палату 500 долл. в счет защиты самой палаты и ее

членов. Комитет клиринговой палаты биржи устанавливал первичную маржу, которая «ни при каких обстоятельствах» не могла быть меньше 5 % стоимости товара, подлежащего маржированию. Если того требовали рыночные условия, управляющий клиринговой палаты или председатель клирингового комитета мог истребовать дополнительные взносы в счет маржи, которые должны были быть депонированы «в течение следующего банковского часа после получения запроса». В случае банкротства клиринговая палата могла закрыть сделки любого лица, не выполнившего свои обязательства, и возложить на такое лицо возмещение убытков.

Кроме того, правила клиринговой палаты устанавливали, что члены биржи, действующие как брокеры, «должны требовать от своих клиентов внесения на депозит маржи в размере 10 % от цены контрактов по заключенным сделкам». В случае колебаний на рынке участник клиринга должен был требовать внесения маржи, достаточной для поддержания депозита, на уровне 10 % «в любое время». Любой участник, не выполнивший этого требования, считался «виновным в несоблюдении правил ведения бизнеса и подлежал временному или окончательному исключению из Клиринговой палаты».

Правила клиринговой палаты CME устанавливали процедуру мобилизации средств для покрытия убытков. «Первой линией обороны» была маржа, депонированная несостоятельным участником клиринга. Далее использовались средства из гарантийного фонда клиринговой палаты. После этого на участников клиринга налагалась пошлина в размере, пропорциональном комиссии, выплаченной клиринговой палате за оказанные услуги за предшествующие три месяца. Для того чтобы депозиты участников клиринга в размере 500 долл. не смешивались с маржевыми выплатами пользователей, комиссионными сборами клиринговой палаты или доходами и платежами биржи, правила обязывали Чикагскую товарную биржу иметь по крайней мере пять видов счетов в трех или более банках Чикаго, причем каждый

из таких банков должен был иметь своего представителя, являвшегося членом биржи.

В те времена клиринговая палата Чикагской биржи не привлекала к себе особого внимания. Основная драма разыгралась, когда Чикагская Товарная биржа (СВОТ) оказалась под давлением со стороны ряда своих членов и федерального правительства в Вашингтоне, которые требовали изменить порядок ее управления и клиринговую систему. Через шесть лет после того, как СМЕ приняла решение в пользу собственного клирингового учреждения, СВОТ сделала выбор в пользу модели Миннеаполиса, основанной на принципах коммерческой самостоятельности. Различные варианты клиринга, выбранные новоучрежденной СМЕ в 1919 году и старинной СВОТ в 1925 году, сыграли решающую роль в судьбе обеих бирж 80 лет спустя, когда те оказались соперницами за первенство на фьючерсных рынках Америки.

7.4. Центральный контрагент для СВОТ

В начале 1920-х годов фьючерсный рынок зерна в Чикаго, отказывавшийся проводить клиринг своих сделок через центрального контрагента, оказался в положении белой вороны. Хотя 86 % зерновых фьючерсов в Америке торговались на СВОТ, биржа по-прежнему применяла метод цепочки расчетов. Чтобы заставить ее изменить процедуру, понадобилось указание федеральных властей.

На самом деле члены СВОТ не были единодушны в своем мнении. Банкротство компании Phillips в 1902 году побудило некоторых из них подать в 1903 году петицию (не имевшую успеха) о введении системы полного клиринга, при которой клиринговая палата выступала бы продавцом по отношению ко всем покупателям и покупателем по отношению ко всем продавцам.

Таблица 7.1. Голосование членов СВОТ по вопросу введения полного клиринга. 1917–1925 годы

Дата голосования	Голоса «за»	Голоса «против»
20 сентября 1917 года	272	528
4 октября 1920 года	228	502
27 января 1922 года	418	423
28 декабря 1923 года	136	551
3 сентября 1925 года	601	281

Источник: письмо Джеймсу Джонсу, секретарю СВОТ, от П. Макмиллана, представителя СВОТ в Вашингтоне, от 5 сентября 1925 года.

Эта петиция была первой в ряду многочисленных усилий, нацеленных на учреждение центрального контрагента для СВОТ. В 1911 году члены СВОТ проголосовали за изменения правил, вводившие некоторые элементы полного клиринга, но не

осмелились установить введение гарантий на исполнение контракта³⁰. Предложения не были приняты из-за большого размера маржи.

Более серьезные усилия по учреждению центрального контрагента для СВОТ были предприняты шесть лет спустя. Инициатором выступил специальный комитет Клиринговой палаты СВОТ, объявивший, что рынок Чикаго «просел» ниже всех остальных рынков мира. В письме от 17 июля 1917 года комитет указал, что «полный клиринг успешно и удовлетворительно работает на всех серьезных биржах как в Америке, так и в других странах»³¹.

Реформаторы одержали верх, и 19 июля 1917 года члены СВОТ 446 голосами против 324 поддержали предложение комитета о выработке подробного плана «перехода от существующей старой системы клиринга наших сделок к более современной практике». Но когда такой план «Клиринговой палаты товарной биржи», дополненный правилами и положениями, был внесен на голосование два месяца спустя, его отвергли двумя третями голосов (см. табл. 7.1).

В качестве основания были выдвинуты два соображения. Некоторые считали, что существующая система, одобренная Верховным судом США, обеспечивала лучшую защиту в случае возможного принятия неблагоприятных законов. Другие опасались, что сотрудники клиринговой палаты, получив доступ к конфиденциальной торговой информации, будут извлекать из этого выгоду.

В последующие годы эти аргументы в определенной степени потеряли актуальность. В начале 1920-х годов возобновлению усилий, направленных на введение центрального контрагента для СВОТ, способствовал ряд факторов, а именно:

- Судебные решения, касающиеся других рынков, стали аргументом в пользу системы полного клиринга, предложенного для Чикагской биржи.

– Управление зерновых фьючерсов (Grain Futures Administration), учрежденное Законом о зерновых фьючерсах 1922 года, сделало фьючерсную торговлю в Чикаго подконтрольной правительству США и стало требовать ведения записей о торгах, отчетности об открытых позициях федеральным регулирующим органам и оплаты гербовых сборов. В отсутствие центрального контрагента трейдеры вынуждены были сами вести записи, составлять отчеты и платить налоги на валовой оборот. Введение центрального контрагента позволило бы им выполнять вышеуказанные обязанности на основе многосторонних взаимозачетов, экономя на затратах операционных офисов и на налогах.

– Чикагская товарная биржа находилась в Чикаго и имела палату полного клиринга.

Тем не менее понадобилось давление министра сельского хозяйства США Уильяма Джардина, чтобы доводы в пользу клиринговой палаты для торговли зерновыми фьючерсами перевесили широко распространенную нелюбовь к СВОТ со стороны фермерского сообщества и политиков из Вашингтона.

С началом Первой мировой войны цены на зерно и другие пищевые продукты взлетели вверх. В 1916 году цены на кукурузу достигли самого высокого уровня со времен Гражданской войны между Севером и Югом. На следующий год то же самое произошло с ценами на пшеницу. После вступления Америки в войну в 1917 году правительство приостановило фьючерсную торговлю пшеницей, сахаром, хлопковым семенем и хлопковым маслом и установило контроль цен на товары, вошедшие в категорию основных товаров военного снабжения. Цены продолжали расти вплоть до 1920 года, когда правительство отменило ценовые гарантии военного времени, а затем резко пошли вниз. К маю 1921 года цены на зерно упали на две трети по сравнению с прошлым июнем.

Резкие ценовые колебания возродили к жизни обвинения в том, что СВОТ – это «гнездо спекулянтов»; зазвучали требования запретить ей функционировать как «рынку контрактов», а стало быть, и торговать фьючерсами, что и было сделано законом 1922 года.

Джардин решил положить конец тому, что он назвал «чудовищными колебаниями цен», однако ему не хотелось отнимать у СВОТ право заниматься бизнесом. Он считал, что центральный контрагент станет средством решения проблемы резких колебаний цен на зерно, поскольку, справедливо или нет, министр видел в этом возможность обуздать деятельность кучки процветающих спекулянтов.

Летом 1925 года Джардин произнес целый ряд речей на эту животрепещущую тему, чтобы убедить СВОТ подчиниться его решению, и при этом дал понять, что в случае необходимости он не колеблясь воспользуется всей властью, дарованной ему федеральным правительством.

«Мое мнение заключается в том, что зерновые биржи нашей страны выполняют полезную роль; по крайней мере лучшей рыночной системы мы выработать не смогли», – заявил Джардин в выступлении перед фермерами 4 июля 1925 года³². Однако он недвусмысленно предупредил собравшихся, что ситуацию, когда цена на пшеницу меняется на 12 или 13 центов в течение дня, нельзя назвать «правильной». Ситуацию должны были исправить сами зерновые биржи:

Они обязаны осознать, что потеряли большую долю доверия народа и обрести его вновь можно, лишь наведя порядок в своих делах. Если они добровольно не пожелают сделать это, мне придется применить всю силу данных законом полномочий, чтобы принудить их сделать то, что необходимо.

На бирже многие поддерживали Джардина. Однако имелись и определенные проблемы. В конце 1925 года директора СМЕ отказались назначить голосование по поводу петиции, представленной членами биржи и касающейся введения палаты полного клиринга, на том основании, что «этот вопрос не ставился перед членами совета и каждый раз решение было отрицательным – в последний раз оно было принято подавляющим большинством голосов». Один из репортеров, освещавших ход голосования, назвал ситуацию «громом среди ясного неба», поскольку всем были известно желание Вашингтона учредить клиринговую палату, а также положительное мнение президента Чикагской биржи Фрэнка Клери³³.

Сторонники центрального контрагента быстро подготовили новую петицию с требованием учреждения палаты полного клиринга. А тем временем столбик политического термометра в Вашингтоне устремился вверх. В полном ужасе Дж. Мюррей и Л. Гейтс, чикагские члены лоббистской группы в федеральном комитете по законодательству о зерновых биржах, 29 августа направили конфиденциальное послание всем существующим и бывшим должностным лицам СВОТ. И выражений они смягчать не стали.

«Очень немногие осознают, перед лицом какого кризиса мы находимся. Создавшаяся ситуация – самая серьезная за всю историю биржи», – так начиналось это послание.

В нем говорилось о «растущем ощущении» политических деятелей Вашингтона, что министр сельского хозяйства «излишне снисходительно» отнесся к происходящему на Чикагской товарной бирже, «особенно после отказа директоров принять его предложение относительно учреждения клиринговой палаты». Чтобы привлечь к своему предупреждению особое внимание, авторы послания перешли на заглавные буквы, сообщая, что слышны требования, «ЧТОБЫ МИНИСТР ЗАПРЕТИЛ ЧИКАГСКОЙ ТОВАРНОЙ БИРЖЕ ФУНКЦИОНИРОВАТЬ В КАЧЕСТВЕ РЫНКА КОНТРАКТОВ»³⁴ по Закону о зерновых фьючерсах, и делаясь мнением о том, что дела

в Чикаго находятся в руках большинства ЧЛЕНОВ БИРЖИ, КОТОРЫЕ НЕ ПОНИМАЮТ ТЕКУЩЕЙ СИТУАЦИИ И НЕ ЖЕЛАЮТ ПРИЗНАТЬ НЕОБХОДИМОСТЬ ПЕРЕМЕН».

«Нет нужды еще раз напоминать вам о настоятельной необходимости изменить ситуацию на Чикагской бирже, чтобы воспрепятствовать решительным мерам со стороны министра или конгресса», – писали Мюррей и Гейтс. «Все ясно как день. Времени больше нет. С каждым часом опасность все сильнее», – заявляли они, призывая «всех сотрудников биржи – и нынешних, и бывших» убеждать членов биржи голосовать за реформы.

Их усилия, объединенные с действиями других реформаторов, увенчались успехом 3 сентября 1925 года, когда новое правило СВОТ за номером XXXIV было принято 601 голосом против 281 при 4 воздержавшихся. Большинством в 320 голосов было принято решение учредить Клиринговую корпорацию, которая выступала бы «в качестве продавца по отношению ко всем покупателям и в качестве покупателя по отношению ко всем продавцам в рамках всех сделок на любые товары».

В отличие от клирингового подразделения СМЕ, созданного в 1919 году, новая структура не являлась составной частью СВОТ. Клиринговая корпорация Товарной биржи была учреждена 5 октября 1925 года. Но, несмотря на ее отдельное существование, она была очень тесно привязана к бирже.

Согласно правилу XXXIV, Клиринговая корпорация была «организована под надзором совета директоров СВОТ». Совет утверждал «устав, правила и клиринговые регламенты корпорации, а также все изменения к вышеозначенным документам». Правило XXXIV устанавливало, что как только Клиринговая корпорация принимала на себя обязанности продавца по отношению к покупателям и покупателя по отношению к продавцам, на контракты, которыми она занималась, распространялись правила и регламенты СВОТ и самой Клиринговой корпорации.

И все же, несмотря на тесную связь двух структур, члены СВОТ не выказывали большого энтузиазма в отношении новой клиринговой корпорации. Изменение в правилах наделило директоров СВОТ правом «не менее чем двенадцатью голосами» одобрить старый метод цепочки расчетов или иной метод клиринга, если будет выяснено, что центральный клиринговый контрагент «наносит ущерб интересам» членов биржи.

По словам Денниса Даттерера, бывшего президента Клиринговой корпорации Товарной биржи, не существовало формального контракта, который определял бы разделение клиринговых полномочий между Чикагской товарной биржей и ее Клиринговой корпорацией³⁵. Вместо этого их взаимоотношения определялись внутренними правилами и регламентами. Через семьдесят пять лет разделение руководящих функций между Чикагской товарной биржей и Клиринговой корпорацией сыграло важную роль в пересмотре клиринговых регламентов и реструктуризации фьючерсных рынков Чикаго.

7.5. Клиринговая корпорация Товарной биржи

В начале ноября 1925 года было объявлено, что 141 компания владеет 680 акциями Клиринговой корпорации Товарной биржи (BOTCC), а ее оплаченный капитал составляет чуть менее 1,6 млн долл. Три недели спустя ее управляющим был назначен некий Говард Робб. Клиринговая корпорация начала работу 4 января 1926 года. Начался перевод сделок в новую структуру. Процесс этот был завершен в субботу 30 января 1926 года, когда Клиринговая корпорация приняла на себя все сделки с пшеницей – основным рыночным товаром Чикагской товарной биржи.

Клиринговая корпорация Товарной биржи была зарегистрирована в Делавэре с уставным капиталом в количестве 1000 акций, номинальная стоимость которых установлена не была³⁶. Ее внутренние правила определяли, что владение акциями корпорации будет тесно увязано с использованием услуг клиринговой палаты³⁷. Иными словами, положения устава Клиринговой корпорации Товарной биржи закрепили процедуру голосования на ежегодных собраниях, предоставляющую непропорционально серьезное право принятия решения мелким биржевым трейдерам, решившим стать членами Клиринговой корпорации.

Акции предоставлялись тем членам СМЕ, которые пользовались клиринговыми услугами. Все участники клиринговых операций бывшей клиринговой палаты Чикагской биржи, за исключением трех или четырех, подписались на первичный выпуск акций Клиринговой корпорации, а кроме них «было добавлено еще около дюжины новых имен»³⁸.

Количество акций во владении каждого собственника было «примерно пропорционально количеству клиринговых операций каждого из акционеров в общих операциях клиринговой палаты». Если совет принимал решение о том, что во владении того или иного акционера находится больше акций, чем возможно на основании

осуществленных им клиринговых операций за предшествующие шесть месяцев, он мог потребовать у такого акционера вернуть «лишние» акции, предоставляя Клиринговой корпорации право приобрести их по балансовой стоимости. С другой стороны, совет мог отказать в праве на клиринг акционерам, если количество их акций не соответствовало размерам их клиринговых операций.

Одной из задач совета было время от времени фиксировать цены на акции для новых кандидатов. Первые внутренние правила устанавливали цену в размере 2500 долл. за акцию. Подписка на акции должна была соответствовать оценочным размерам клиринговых операций, но не могла быть меньше одной акции или больше двенадцати.

Совет имел право объявлять о выплате дивидендов на всю прибыль или чистый доход от клирингового бизнеса корпорации. Однако в правилах недвусмысленно говорилось, что сначала требовалось определить, не нужно ли направить средства из нераспределенной прибыли на увеличение рабочего капитала или гарантийный фонд на случай чрезвычайных обстоятельств.

Уставные положения позволяли компании принимать внутренние правила, которые, в свою очередь, давали совету право определять, кто может быть держателем акций Клиринговой корпорации. Все это наряду с положением, предусматривающим, что на собраниях акционеров каждый держатель акций имеет «один голос, независимо от количества акций в его владении», предоставляло существенную власть мелким трейдерам СМЕ, которые являлись членами Клиринговой корпорации.

Широкие права, которыми пользовались мелкие биржевые трейдеры в деловых операциях Клиринговой корпорации, проявили себя во всей полноте в 1934–1935 годы, когда заявление о вступлении в члены Клиринговой корпорации Товарной биржи подал гигант делового мира – зерновая компания Cargill из Миннеаполиса. Совет корпорации передал это заявление

на рассмотрение директорам СМЕ, поскольку их собственные правила устанавливали ограничения на членство в корпорации.

В итоге директора Чикагской биржи отказали компании Cargill в членстве, несмотря на то что на долю этой зерновой торговой компании из Миннеаполиса приходилось добрых 60 % общей торговли зерновыми фьючерсами в Чикаго. Решение совета немало способствовало многолетним напряженным отношениям между биржей и компанией. Кроме того, оно продемонстрировало могущество мелких биржевых трейдеров и членов Клиринговой корпорации, которое играло определяющую роль в деятельности двух структур до конца столетия.

7.6. Процветание и депрессия

Получилось так, что Клиринговая корпорация Товарной биржи была основана в период межвоенного процветания. В середине 1920-х годов американская экономика росла примерно на 7 % в год, а в 1926 году уровень безработицы составлял менее 2 %.

По мнению Джеймса Бойла, ведущего исследователя сельскохозяйственных рынков того времени, сравнительное процветание конца 1920-х годов определило «бурный прогресс Америки и Европы в организации новых товарных и фондовых бирж» в течение пяти лет, между 1924 и 1929 годами³⁹. В Соединенных Штатах новые фьючерсные рынки, например созданная в 1926 году Нью-Йоркская биржа резины, сыграли роль в распространении системы полного клиринга.

Это не означало, что системы двусторонних расчетов или расчетов по цепочке полностью исчезли. Цепочки расчетов использовались наряду с полным клирингом в расчетах по контрактам на Нью-Йоркской кофейной и сахарной бирже и после 1916 года. Точно так же Хлопковая биржа Нового Орлеана предоставляла выбор методов клиринга после начала операций с контрактами на хлопковое масло в 1925 году. Бойл отмечал: «Расчеты по контрактам могут

осуществляться в Клиринговой палате Хлопковой биржи, а также путем взаимозачетов между сторонами сделки или методом цепочки расчетов и выплаты только должной суммы»⁴⁰.

Даже Клиринговая корпорация Товарной биржи не во всех случаях действовала как центральный контрагент. Начиная с 1930 года она стала осуществлять клиринг ценных бумаг и облигаций, поскольку на Чикагской товарной бирже начались торги ограниченным количеством фондовых акций таких компаний, как American Cynamid, Armour & Co, Ford Motor Co., Standard Oil Co. of Indiana, Studebaker Corporation и William Wrigley.

Внутренние правила Клиринговой корпорации по клирингу акций и облигаций, принятые в 1930 году, гласили: «Клиринговая палата не является заместителем какой-либо из сторон любой сделки с ценными бумагами, а действует только как обычный агент сторон сделки в целях содействия в поставках»⁴¹. В этом смысле Клиринговая корпорация Товарной биржи ничем не отличалась от других клиринговых структур американских фондовых рынков.

Клиринг фондовых ценностей в США имеет долгую историю, начавшуюся еще до основания Клиринговой палаты Чикагской товарной биржи. Первая система расчетов и клиринга фондовых ценностей в США появилась на Филадельфийской фондовой бирже в 1870 году. Однако клиринг ценных бумаг был делом скучным, если сравнивать его с клирингом фьючерсных сделок, и оставался таковым много лет. На заре своего существования клиринговые палаты фондовых бирж Америки занимались неттингом (как и клиринговая палата Чикагской товарной биржи) и выяснением деталей сделок между сторонами до проведения расчетов. В отличие от клиринговой палаты Чикагской товарной биржи эти структуры также указывали участникам рынка, какое количество ценных бумаг необходимо передать другим сторонам сделки⁴². Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) была последним из крупных учреждений такого рода, принявшим в 1892 году систему клиринга,

хотя применялась она только к нескольким активно торгуемым фондовым ценностям⁴³.

Клиринговая корпорация Товарной биржи занялась клирингом фондовых ценностей в неудачное время, поэтому данный бизнес так и не стал важной сферой ее деятельности. После краха Уолл-стрит 1929 года фондовый бизнес Чикагской товарной биржи никогда особо не процветал. Самый высокий уровень операций был достигнут в 1931 году, когда на бирже торговалось 1,67 миллиона акций. После 1935 года количество ценных бумаг, котировавшихся на Чикагской товарной бирже, сократилось⁴⁴, и в итоге в 1950-е годы рынок прекратил свое существование.

В первые пятьдесят лет успехи СМЕ полностью зависели от фьючерсных торгов фермерской продукцией. Вначале фьючерсные контракты, которыми занималась Клиринговая корпорация Товарной биржи, заключались только на товары сельского хозяйства: пшеницу, рис, грудинку, овес, ляд, хлопок, кукурузу и бекон.

Однако Клиринговая корпорация появилась на сцене слишком поздно, чтобы заняться зарегистрированным тогда рекордным количеством контрактов – 5,4 миллиона в 1925 году, уровень, который вплоть до 1963 года превзойти не удалось. А после 1929 года, во время Великой депрессии, торговые обороты Чикагской товарной биржи резко упали. В 1942 и 1943 годах оборот составил менее одного миллиона контрактов⁴⁵, так как нормирование военного времени и контроль над ценами нанесли этому бизнесу тяжелый урон.

Клиринговая корпорация сумела пережить и Великую депрессию, и Вторую мировую войну. Как будет рассказано далее, «ни один клиент не потерял деньги из-за банкротства кого-либо из участников клиринга» в те трудные годы, а Клиринговая корпорация Товарной биржи «всегда вовремя исполняла свои финансовые обязательства»⁴⁶.

7.7. Глобальное послесловие: слабость и сила

Тридцатые годы XX века стали свидетелями исчезновения последних следов глобализованной мировой экономики периода до Первой мировой войны. Они были смыты без остатка волнами экономической депрессии, протекционизма и диктатуры, накрывшей бóльшую часть Европы и Японию. В сентябре 1939 года в Европе разразилась война – не прошло и двадцати одного года после объявления об окончании Первой мировой. 7 декабря 1941 года Япония напала на Перл-Харбор, и Америка вступила в войну, вынужденная положить конец двум десятилетиям неучастия в мировых событиях.

Если в США и Великобритании условия для торговли на фьючерсных рынках осложнились, то для клиринговых палат континентальной Европы они осложнились многократно. Годы после Первой мировой войны были омрачены революционными волнениями и гиперинфляцией в Германии, последствиями краха трех империй – Австро-Венгрии, России и Турции, установлением коммунистического правления в Советском Союзе, а также нестабильностью во многих новых национальных государствах, появившихся после войны.

Еще одной проблемой стали колебания курсов валют. В 1922 году Клиринговая палата Амстердама в первый раз за всю историю не выплатила дивиденды, получив тяжелый удар в виде падения курса немецкой марки.

Национализм и протекционизм оказали особо сильное воздействие на такие клиринговые палаты, как гаврская Caisse и две голландские клиринговые структуры. До 1914 года они вели отлаженный международный бизнес, а теперь им приходилось полагаться в основном на собственные рынки.

Но не все было так беспросветно. Так, Гавр сохранил свою роль значимого рынка кофейных фьючерсов благодаря высокому

потреблению кофе во Франции⁴⁷ и тесным связям с бразильским правительством. В 1937 году гаврская Caisse сообщила о наличии собственных резервных средств в размере 11 млн франков помимо капитала в 6 млн, что указывало на ее прочное финансовое положение.

Хотя в 1934 году Клиринговая палата Амстердама во второй раз отказалась от выплаты дивидендов, а доходы ее в 30-е годы упали по сравнению со вторым десятилетием XX века, в 1938 году она гордо отпраздновала свой 50-летний юбилей в качестве независимой коммерческой корпорации. А вот Клиринговая палата Роттердама в 1934 году влилась в банковскую группу R. Mees & Zoonep, не сумев преодолеть финансовые проблемы кризиса 1929 года.

Торговые и фьючерсные рынки пострадали после того, как власти в их странах взяли на себя контроль за товарным импортом, и в этой части демократические правительства действовали ничуть не лучше диктатур. Годовой отчет Клиринговой палаты Амстердама за 1927 год содержал сведения об импорте товаров под контролем властей в Скандинавии и Чехословакии. Начиная с 1933 года гитлеровская Германия сократила импорт кофе через иностранные порты, поэтому в 1937 году ни один корабль не прибыл в Германию через Гавр или Лондон и лишь небольшие партии этого товара поступали через Амстердам и Роттердам⁴⁸.

Подводя в Лондоне итоги торговли сахаром за двадцать четыре года – с начала Первой мировой войны и до сентября 1938-го, компания S. Czarnikow отмечала, что мировое потребление сахара в этот период увеличилось на 10 млн тонн. Однако «большая часть возросшего потребления удовлетворялась за счет развития промышленности в каждой из стран и создания новых отраслей, поэтому объемы торговли этим товаром на мировом рынке практически не выросли по сравнению с уровнем 1913 года»⁴⁹.

Тридцатые годы стали испытанием на прочность – сильные выжили, слабые пошли на дно. Однако в очень скором времени сила

и слабость рынков и клиринговых палат континентальной Европы перестала иметь значение. Когда разразилась Вторая мировая война, вся их активность сошла на нет и возобновилась только после очень длительного перерыва.

Война положила конец операциям ряда клиринговых палат. Одной из них стала гаврская Caisse, закрывшая свой бизнес в 1939 году и в сентябре 1944-го превратившаяся вместе со всем городом в груды камней.

Вмешательство властей в период Второй мировой войны оказало драматический эффект на операции зерновых рынков Америки, включая и рынок Миннеаполиса. Город стал крупнейшим в мире рынком продаж зерна за наличные, однако торговля фьючерсами резко снизилась⁵⁰.

Изменился и статус Миннеаполиса как пионера в сфере становления центральных контрагентов. Правила, регламенты и положения Торговой палаты для рынка зерновых фьючерсов от июля 1943 года в первый раз ссылались на Клиринговую ассоциацию⁵¹. В отсутствие противоположных свидетельств можно предположить, что именно в это время центральный контрагент в Миннеаполисе обрел свое нынешнее положение в качестве «департамента» зерновой биржи. Хотя клиринговая палата по-прежнему формально являлась корпорацией Миннесоты, торговая палата стала владельцем центрального контрагента, а его клиринговые операции стали подконтрольны руководству биржи.

В условиях мировой войны решение первого учреждения, осуществлявшего полный клиринг в Северной Америке, принять на вооружение модель клиринговой палаты, введенную СМЕ в 1919 году, прошло практически незамеченным. И тем не менее именно оно стало знаком зарождения новой тенденции.

Когда ближе к концу XX столетия финансовые рынки во второй раз за сто лет взяли курс на глобализацию, биржевые клиринговые палаты, созданные по модели СМЕ, стали обычным явлением на фьючерсных рынках по всему миру, вытесняя тип независимой

клиринговой корпорации, впервые появившейся в Миннеаполисе и принятой на вооружение Клиринговой корпорацией Товарной биржи.

Часть III. Годы становления

8. Распад Бреттон-Вудской системы и изобретение финансовых фьючерсов

8.1. Возврат к мирному времени и экономический рост

Возрождение рынков фьючерсов и клиринга по сделкам с ними после Второй мировой войны происходило постепенно.

Некоторые товарные биржи США были закрыты в военный период и даже некоторое время после него: например, фьючерсы на соевые бобы не торговались с марта 1943 по июль 1947 года. На других рынках активность участников была минимальной: фьючерсами на картофель начали торговать на Нью-Йоркской товарной бирже (NYMEX) всего за неделю до нападения на Перл-Харбор (в декабре 1941 года), а в 1945-м было продано лишь 80 контрактов. Некоторые рынки затронули технологические изменения, внедренные в военное время. Так, торговля фьючерсами на яйца, начавшаяся еще в 1898 году на Чикагской бирже масла и яиц, утратила свое значение после того, как в курятники поставили системы контроля температуры, благодаря которым куры стали нести яйца круглый год, а не только весной¹.

К 1948 году рынки восстановились в США и возобновляли деятельность в ряде стран континентальной Европы. Однако прогресс был неравномерен и ограничен контролем за движением капитала. В Великобритании правительство начало ослаблять контроль на товарных рынках с 1951 года, в то время как нормирование продовольствия продолжалось в течение многих лет и после этого. Когда в ноябре 1954-го вновь открылся кофейный фьючерсный рынок в Гавре (во временном помещении), его назначение, а также внимание его новой клиринговой палаты – Компенсационной кассы по товарным сделкам в Гавре (Caisse de Compensation des Affaires en Marchandises au Havre) значительно

изменились по сравнению с предвоенным временем. Рынок стал исключительно внутренним, при этом его масштабы и деятельность Caisse de Compensation сдерживались контролем над ценами, валютным регулированием и правительственными ограничениями на спекулятивные сделки².

С одной стороны, ничего не изменилось. Различия в структурах расчетно-клиринговых палат сохранились по обе стороны Атлантики. Вновь появившись в Европе, клиринговые палаты были гарантами исполнения фьючерсных контрактов в той же мере, что и в 1880-х годах, и не выступали в качестве контрагентов по отношению к покупателям и продавцам. Клиринговые палаты в США, напротив, были покупателями для каждого продавца и продавцами для каждого покупателя независимо от того, принадлежали они биржам и были включены в управление биржами, как на СМЕ, или являлись отдельными организациями, как ВОТСС.

Большое значение для долгой истории биржевых торгов и клиринга имела послевоенная экономическая и политическая ситуация. Мир был идеологически разделен. На востоке роль доминирующей державы за «железным занавесом» играл Советский Союз. СССР контролировал экономику на собственной обширной территории и в странах Восточной Европы. Дальше на востоке – в Китае – после разгрома националистических сил в 1948 году Мао Цзэдун ввел свою модель коммунизма.

На капиталистическом Западе, в том числе в Японии, демократические режимы восстанавливали экономику под ядерным зонтиком США, опираясь на принципы свободного рынка, включавшие различные степени социальной защиты.

Просвещенный интернационализм способствовал постепенному возврату к экономическому процветанию в промышленно развитых демократических странах. Рост поддерживался ориентацией на свободу торговли и международную валютно-финансовую систему, учрежденную на Бреттон-Вудской конференции

в 1944 году. В основе системы лежал твердый валютный курс, который мог быть изменен только в исключительных случаях. Бреттон-Вудская система, а также Генеральное соглашение по тарифам и торговле 1947 года (ГАТТ)³ были разработаны с целью избежать повторного применения протекционистской политики, основанной на обогащении одних стран за счет других, проведение которой в 1930-е годы привело к Великой депрессии, а отчасти и спровоцировало Вторую мировую войну.

Международная валютная система, задуманная в Бреттон-Вудсе, строилась вокруг доллара. Доллар США стал базой валютных паритетов, при этом цена золота была жестко фиксирована – 35 долларов за тройскую унцию. Стоимости других валют выражались в долларовых ценах на золото, при этом допускались лишь незначительные отклонения в ту или иную сторону. Авторитет этой валютно-финансовой системы опирался на договоренность о том, что национальные органы денежно-кредитного регулирования стран-участниц смогут конвертировать свои долларовые авуары в золото по курсу 35 долл. за унцию. «Золотое окно» (обмен валюты на золото для иностранцев через казначейство США) было придумано в то время, когда золотой запас США значительно превышал запасы долларов в центральных банках стран за пределами США. Успешная поначалу послевоенная экономическая система впервые столкнулась с проблемами в начале 1960-х годов, когда накопившийся дефицит текущих счетов США, неравновесные состояния платежного баланса многих стран и давление инфляции подорвали ключевую роль доллара.

Окончательному краху Бреттон-Вудской системы способствовал стремительный рост мощностей вычислительных машин, значительно увеличивших масштаб и скорость проведения финансовых операций. Совокупность всех этих событий открывала новые возможности для фьючерсных рынков и ставила новые задачи перед расчетно-клиринговыми палатами.

8.2. LPSN возобновляет клиринг

Центральный фьючерсный рынок какао стал первым товарным рынком в Великобритании, который открылся после войны. Дж. Кимминс в Лондонской продуктовой клиринговой палате (LPSN) был готов заняться этими контрактами. «Я отреагировал на первый же звонок, раздавшийся после открытия рынков, – вспоминал он несколько лет спустя⁴. – Первым – в январе 1951 года – возобновил работу рынок какао. Мы зарегистрировали 51 лот в небольшом помещении на Минсинг-лейн, арендованном у компании Czarnikow».

Клиринговые процедуры, возобновившиеся через 10 с лишним лет вынужденного простоя, мало изменились с тех пор, как Кимминс в 1923 году начал работать в LPSN делопроизводителем. Они оставались неизменными в течение нескольких последующих лет, что подтверждает Питер Макларен⁵.

После прохождения обязательной военной службы Макларен поступил на работу в LPSN в 1954 году и оставался в компании до выхода на пенсию в 1992-м. Он стал исполнительным директором Международной товарной клиринговой палаты (ICCN), как называлась с 1973 года LPSN. Вот как Макларен вспоминает ситуацию на момент своего прихода в LPSN:

...Клиринг осуществлялся только на рынках какао и шерсти, где расчеты выполнялись буквально на оборотной стороне конверта без калькулятора, не говоря уж о компьютере. Когда я начал работать в LPSN, ситуация там была один в один как при мистере Кимминсе в 1920-е годы. Я имел дело с четырьмя коллегами, пришедшими в LPSN до 1939 года. Они рассказали, что, возобновив деятельность после войны, компания сохраняла довоенную систему. Дисциплина была по-диккенсовски строгая. До 15:00 было запрещено курить (а это была привычка большинства мужчин в то время), так как делать это перед

членами клиринговой палаты, которые доставляли в офис контракты, заключенные за прошлый рабочий день, считалось неэтичным. Рабочий день был очень длинным, часто мы работали до 9 или 10 вечера. Однако мы получали компенсацию в виде щедрых годовых премий, что было обычной практикой в сфере торговли, где клиринговой палате приходилось конкурировать за персонал. Как и в 1920-е годы, в начале 1950-х женщин на работу не нанимали.

Взаимоотношения участников клиринга и клиринговой палаты мало изменились со времен появления LPCN. В состав клиринговой палаты могли входить полноправные, ассоциированные и иностранные члены бирж. Контракты ассоциированных и иностранных членов вносились на рассмотрение в LPCN полноправными членами – преемниками уполномоченных или привилегированных брокеров, хотя регистрировались они непосредственно на счетах ассоциированных и иностранных членов.

Компания United Dominions Trust (UDT) пообещала сохранить преемственность при поглощении LPCN в 1950 году. В штате оставили некоторых директоров клиринговой палаты, в том числе Джеффри Суонна, бывшего председателя LPCN, ставшего членом правления клиринговой палаты. Компания UDT также сохранила отношения с компанией Энтони Гиббса (Antony Gibbs and Sons) в Сити, сделавшей состояние на торговле гуано во время бума в начале XIX века: она предоставляла клиринговой палате секретарские и управленческие услуги до начала 1970-х годов.

UDT была динамично развивающейся компанией под председательством Джона Гибсона Джарви, убежденного сторонника свободного рынка, который стал сооснователем компании в 1922 году и возглавлял ее до 1963 года. Когда Энтони Гиббс внес предложение изучить новые возможности с тем, чтобы клиринговая палата поспособствовала созданию новых фьючерсных рынков там,

где это необходимо, он нашел поддержку в лице Джарви, возглавлявшего также правление клиринговой палаты.

В 1950-е годы в Лондоне было открыто несколько товарных рынков при активной поддержке со стороны LPCN, ставшей полностью консолидированной дочерней компанией UDT. 29 апреля 1953 года начал работать фьючерсный рынок шерсти. В 1956 году LPCN обеспечивала гарантии и клиринг для вновь созданного фьючерсного рынка шеллака. В 1957-м, после почти 18-летнего перерыва, возобновилась торговля сахаром, при этом гарантию и клиринг опять же обеспечивала LPCN. Торговля фьючерсами на кофе вновь была начата в 1958 году после перерыва в тридцать с лишним лет.

Одни рынки были успешнее других. Так, торги на рынке фьючерсов на шеллак проходили вяло, отчасти из-за вмешательства правительства Индии, а отчасти из-за существенного снижения спроса на головные цилиндры (для блеска их покрывали лаком из смолистых веществ шеллака) и грампластинки.

Еще одним начинанием LPCN, натолкнувшись на противодействие правительства, стал лондонский фьючерсный рынок рыбной муки – богатого белками компонента корма для птицы. Рынок открылся в апреле 1957 года для проведения фьючерсных контрактов на товар, цена которого значительно колебалась. Но правительство Перу, основной поставщик рыбной муки, немедленно приняло меры по стабилизации цен. После периода длительного простоя в июне 1970 года рынок закрылся.

Более успешным оказался бизнес с фьючерсами на шерсть. Отчитываясь в августе 1957 года на ежегодном собрании UDT, ее председатель Джарви сообщил, что за предыдущие четыре года LPCN заключила контрактов по фьючерсам на шерсть на 410 млн фунтов, что составляло 31 % от всех контрактов, зарегистрированных клиринговой палатой с момента ее поглощения UDT. К августу 1960 года совокупная стоимость фьючерсов на шерсть

составила чуть более 1 млрд фунтов. Два года спустя эта цифра достигла 1,45 млрд фунтов.

Подобный взлет стал для LPCN стимулом для диверсификации и расширения за пределы страны. Для контроля качества шерсти было создано дочернее предприятие Wool Testing Services (WTS). В свою очередь, компания WTS приобрела компанию London Textile Testing House, где проводились исследования «содержания и качества всех видов натуральных и искусственных волокон для производителей, государственных ведомств и представителей общественности»⁶.

К тому времени компания UDT открыла представительства на всей территории Соединенного Королевства и подразделения в нескольких странах Содружества. WTS, как и LPCN, также учредила представительства за границей. В 1969 году, откликнувшись на предложение торговых фирм Сиднея, LPCN открыла представительство и там начала предоставлять гарантии и услуги по клирингу контрактов для Сиднейской фьючерсной биржи неочищенной шерсти.

8.3. Новые виды деятельности и появление компьютеров

Не только LPSH искала новые виды деятельности. Американские биржи также опробовали новые фьючерсные рынки. Однако, хотя объемы совершаемых сделок достигли докризисного уровня, рынки росли далеко не впечатляющими темпами. По данным Ассоциации фьючерсной торговли, объем торгов фьючерсами до 1960-х годов не превышал 10 млн долл. в год⁷. И только в 1973-м цена торгового места на Чикагской товарной бирже преодолела отметку в 62 500 долл., то есть уровень 1929 года. На небольших фьючерсных биржах активность пошла на спад. Нерегулярные взлеты активности сменялись здесь часами простоя, когда трейдеры читали газеты прямо на рабочем месте.

В 1960 году, чтобы увеличить объемы торговли, Чикагская товарная биржа вторглась в новый для себя сектор рынка, предложив контракты на скоропортящиеся продукты. Сначала, в 1961 году, торговали фьючерсами на мясо, а именно на замороженные части свиных туш, позднее – на живой скот. Другие фьючерсные биржи США торговали фьючерсами на такие скоропортящиеся продукты, как, например, замороженный апельсиновый сок, кроме того, заключались сделки на металлы, включая платину, серебро и палладий.

Но реальными факторами изменений в клиринге в тот период были процессы, происходившие вдали от торговых площадок. Одним из таких факторов стал рост мощности вычислительных машин, что коренным образом изменило перспективы развития расчетно-клиринговых палат и многих других направлений финансово-торговых операций в последней четверти XX века. Еще одним фактором стал постепенный распад Бреттон-Вудской системы фиксированных и редко изменяемых обменных курсов.

Компьютеры начали применяться в клиринговых палатах по обе стороны Атлантики с 1963 года. Два года спустя Гордон Мур, один

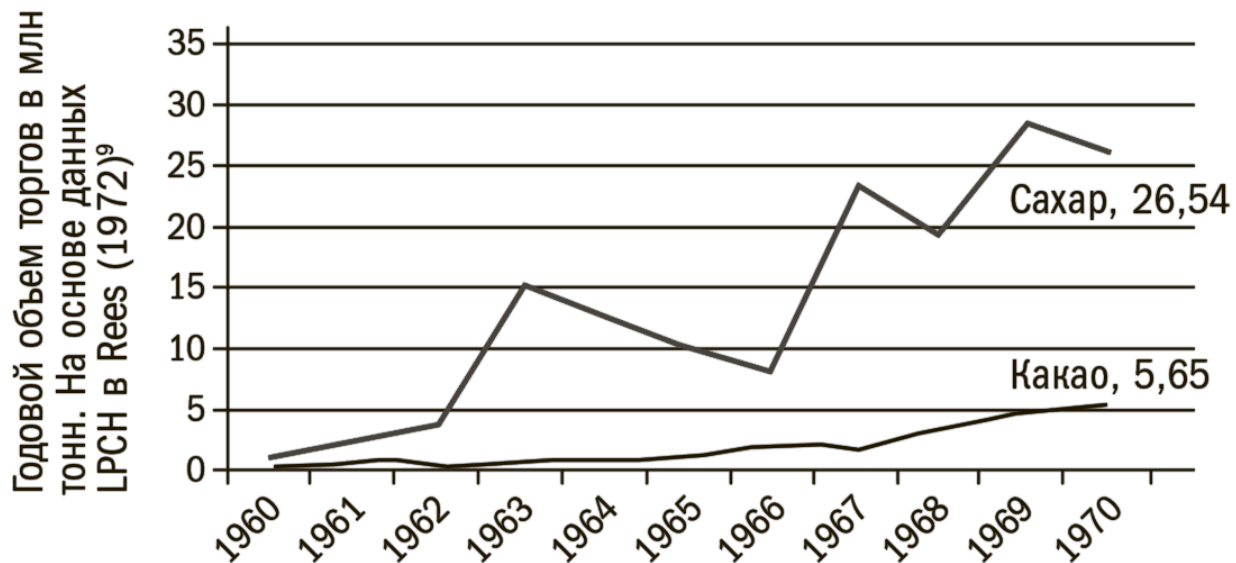
из основателей компании по производству микросхем Intel, представил первый вариант своего эмпирического закона – закона Мура, который гласил, что мощность вычислительных машин удваивается примерно каждые 18 месяцев.

В 1963 году компания BOTSIS приобрела первый компьютер, чтобы справиться с растущими объемами торгов и ускорить процесс сверки результатов. В том же году затраты на клиринг снизились до 5 центов за контракт⁸.

Тогда же в Лондоне LPCN компьютеризировала систему обработки перфокарт, введенную еще в 1960-м для решения бухгалтерских задач, связанных с регистрацией и обработкой контрактов. Неудачная попытка автоматизации расчетов была впервые предпринята еще в 1956-м, тридцать два года спустя Кимминс назовет ее «хаосом»: «Мы недолго промучились с новой системой, после чего были вынуждены вернуться к ручной обработке, чтобы навести порядок!»

Введение системы перфокарт было первым шагом к усовершенствованию ручной обработки данных, применявшейся в LPCN с 1888 года. Клиринговая палата ввела ежедневную выписку торговых сделок, осуществленных каждым ее членом, что стало официальным доказательством проведения контракта. Это устранило необходимость представления контрактов на рассмотрение LPCN с целью проверки и подетальной сверки и заменило старые гарантийные свидетельства, которые печатались на особой льняной бумаге. Общее количество купленных и проданных за день товаров проверялось электронными машинами LPCN, чтобы подтвердить, что количество и стоимость проданных и купленных контрактов равны.

Рисунок 8.1. Фьючерсы на сахар и какао в Лондоне в 1960-е годы. Компьютеры в LPCN ускоряют торги



Нововведения сняли необходимость многократного копирования и подготовки контрактов, уменьшив нагрузку на бэк-офис самой LPCN и ее членов. В 1965 году LPCN модернизировала свой компьютер, перейдя от использования перфокарт к запоминающим устройствам на магнитной ленте. В том же году она учредила отдельную компанию Assets Computer Services для «обеспечения круглосуточной работы лондонского Сити»¹⁰. ЭВМ ICT 1902 за ночь могла обрабатывать около 500 000 обновлений по открытым позициям и требованиям маржи. В результате, как показано на рис. 8.1, количество операций на лондонском рынке фьючерсов на какао и сахар в 1960-е годы возросло примерно в 20 раз¹¹.

Компьютеризация ускорила процесс изменений и принесла с собой первые значительные реформы в практике клиринга со времен основания LPCN. В 1960-е годы для определения размера маржи была введена система ежедневной переоценки срочных биржевых позиций. В конце 1960-х годов клиринговая палата объединила позиции на всех рынках, где вели торги ее члены, и теперь убытки на одном рынке можно было компенсировать прибылью на другом. В декабре 1969 года под заголовком «Один платеж покрывает все» The Times писала, что проводимое с 1963 года постоянное усовершенствование компьютерной системы

ЛРСН означало, что брокерам, действующим на нескольких рынках, достаточно сделать один наличный платеж, чтобы покрыть чистую сумму, необходимую для заключения сделок на нескольких биржах. Применение компьютеров снизило и расходы на общение с клиентами, находящимися за пределами Лондона, и на ведение клиринговых операций за рубежом¹².

В ноябре 1971 года ЛРСН решила арендовать компьютер IBM 370/135 за 65 000 фунтов в год с поставкой в январе 1973 года¹³. Затем ЛРСН разработала компьютерную систему ответов на запросы Intercom¹⁴. Теперь видеотерминалы были установлены в офисах брокеров, и они могли получать подтверждение торгов и позиций в режиме реального времени.

Одной из причин приобретения нового компьютера стала рекордная активность на лондонских товарных рынках: ежедневный оборот товарных фьючерсов в Лондоне превысил 29 000 контрактов, что побило рекорд в 21 000 контрактов, установленный за два года до того.

Другой причиной был ожидаемый всплеск активности от предстоявшего вступления Великобритании в Европейское экономическое сообщество. В июне 1972 года ЛРСН и Товарная ликвидационная касса (CLAM) в Париже подписали соглашение о том, что ЛРСН откроет счет в CLAM для регистрации сделок членов ЛРСН на парижских рынках какао и сахара. ЛРСН надеялась, что соглашение предоставит товарам, обращающимся на международном рынке, те же преимущества однократной выплаты и частичного покрытия маржи, которые получили ее члены в 1960-е годы в Лондоне. В Сити начались даже разговоры о «международной клиринговой системе под эгидой ЛРСН», которая, как полагала The Times, могла стать «вкладом Великобритании в торговое и промышленное объединение Западной Европы»¹⁵.

За лето 1972 года капитал ЛРСН возрос с 1 до 2,5 млн фунтов, при этом компания UDT предоставила 1,25 млн фунтов, а оставшиеся

250 тысяч были получены из резервов LPCN. Новый капитал использовался для развития международных клиринговых операций.

К тому времени название «Лондонская продуктовая клиринговая палата» перестало соответствовать стремлению компании к расширению за пределы страны. Поэтому правление компании организовало внутренний конкурс на новое название, которое наилучшим образом отражало бы факт присутствия в Австралии, Париже, а также планы по расширению деятельности по всему миру. 14 мая 1973 года компания LPCN поменяла название, став Международной товарной клиринговой палатой (International Commodities Clearing House, ICCH).

8.4. Плавающие курсы валют и финансовые фьючерсы

Общий оборот на фьючерсных рынках, обслуживаемых LPSN/ISSN в Лондоне и Сиднее, в 1972 году вновь достиг рекордных показателей. С 1963 по 1982 год характерными чертами товарных фьючерсных рынков были растущая спекулятивная активность и изменчивые условия торговли. Так, условия на рынке сахара в Париже к 1974 году были настолько неустойчивыми, что в результате они стали причиной разразившегося кризиса, который привел к закрытию партнера ISSN в Париже – CLAM.

Несмотря на то что технический прогресс способствовал росту активности на торговых площадках, на товарных рынках царил беспорядок, вызванный постепенным распадом послевоенной Бреттон-Вудской международной валютной системы.

Первое серьезное напряжение в Бреттон-Вудской системе проявилось в 1963 году, когда президент США Джон Кеннеди ввел уравнивающий налог на процентный доход с целью остановить отток капитала из США. Следующим ударом стала девальвация британского фунта на 14,3 % по отношению к доллару в ноябре 1967 года. В августе 1969 года Франция девальвировала франк, тем самым вбив еще один гвоздь в крышку гроба Бреттон-Вудской системы. Спустя два года США нанесли смертельный удар по фиксированным валютным курсам, открыв путь для новой эпохи на фьючерсных рынках, что коренным образом изменило работавшие на них расчетно-клиринговые палаты.

15 августа 1971 года президент США Ричард Никсон приостановил конвертирование доллара в золото, что сделало курс доллара и других валют плавающим. Вскоре после этого грубоватый уроженец штата Техас Джон Конноли, министр финансов в администрации Никсона, дал обескураженным министрам финансов Европы знаменитое определение нового положения доллара: «Валюта наша, а проблемы ваши».

Но в Чикаго нашлись люди, для которых потрясения мировой валютной системы открыли новые возможности. Одним из них был Лео Меламед, председатель Чикагской товарной биржи, человек маленького роста и великого энтузиазма, который с безграничной энергией и рвением рекламировал себя и свою биржу. Меламед может с полным основанием утверждать, что он был одним из отцов-основателей финансовых фьючерсов.

К 1960 году Чикагская товарная биржа в значительной степени зависела от торговли фьючерсами на мясо. В интервью 1987 года¹⁶ Меламед вспоминал, как в 1969 году он «смертельно боялся» остаться председателем биржи одного продукта.

Возможность диверсификации он увидел в валютных фьючерсах. В 1971 году рынки форвардных контрактов на валюту уже существовали, но обслуживали они только банки и иностранных клиентов. Частные лица не могли ни хеджировать риск потенциальных убытков при изменении курсов валют, ни спекулировать на курсах. Когда в 1971 году Милтон Фридман, чикагский монетарист и будущий лауреат Нобелевской премии, попытался открыть короткую позицию на английский фунт стерлингов, банки отказали ему в поддержке, заявив, что у него нет необходимой коммерческой заинтересованности в иностранной валюте.

После того как Никсон в 1971 году закрыл «золотое окно», Меламед решил открыть фьючерсный рынок иностранной валюты. 20 декабря 1971 года, в понедельник, чикагские газеты опубликовали первые сообщения об этой схеме, цитируя Меламеда. Меламед был вынужден преждевременно раскрыть свои планы, поскольку в выходные министры финансов «большой десятки» собрались и подписали соглашение¹⁷.

Смитсоновское соглашение, названное так в честь Смитсоновского института в Вашингтоне, где проходила встреча G10, вновь попыталось восстановить Бреттон-Вудскую систему на манер Шалтая-Болтая, договорившись о девальвации доллара к золоту

до 38 долл. за унцию и пересмотре валютных курсов. Уверенность Меламеда в том, что валютные фьючерсы будут по-прежнему нужны, окрепла весной 1973-го, когда после введения плавающих валютных курсов в большинстве стран Западной Европы и Японии Смитсоновское соглашение прекратило свое действие. За этим последовали годы потрясений на валютном рынке.

К тому времени Международный денежный рынок (ИММ) работал уже около года. Официально зарегистрированный в качестве независимой финансовой биржи под эгидой Чикагской товарной биржи в декабре 1971-го и начавший функционировать с 16 мая 1972 года, ИММ открыл новую эпоху производных финансовых инструментов и методов управления рисками, запустив семь контрактов на валютные фьючерсы¹⁸.

Едва возникнув, ИММ столкнулся с тем же враждебным отношением, что и LPSH в момент своего основания в 1888 году. СМИ широко цитировали одного из экспертов по свободно конвертируемой валюте из Нью-Йорка: «Меня поражает то, что несколько игроков в кости, делающих ставку на мясо для бекона, имеют дерзость думать, что они могут тягаться с лучшими в мире трейдерами в их собственной игре». Но чикагским трейдерам это удалось. В последующие годы фраза про «игроков в кости» использовалась против первых критиков ИММ и неоднократно повторялась в рекламных материалах Чикагской товарной биржи.

Однако для становления финансовых фьючерсов потребовалось определенное время. ИММ продал 144 000 контрактов в 1972 году, но объемы торгов оставались низкими вплоть до 1977 года, когда активность начала расти. В 1979 году на шести финансовых биржах по всему миру было продано почти 26 млн контрактов на финансовые фьючерсы. В 1981 году объем продаж ИММ составил около 14,6 млн контрактов – в 100 раз больше, чем в год дебюта.

В 2009 году общий объем контрактов на финансовые фьючерсы и опционы, обращающихся на организованных биржах и зафиксированных Банком международных расчетов (BIS),

составлял 9,45 млрд долл. при номинальной стоимости 1659 трлн долл. В том же году было продано еще 2 млрд контрактов¹⁹.

8.5. Опционы, процентные фьючерсы и оплата наличными

IMM создавался не только ради того, чтобы продавать фьючерсы на иностранную валюту. «Мы полагаем, что перспективы Международного денежного рынка значительно шире, чем рынок валютных фьючерсов, – сообщалось в ежегодном отчете Чикагской товарной биржи за 1972 год. – Мы надеемся получить контракты, которые будут дополнять экономику валютных фьючерсов».

Однако подобную роль взяли на себя другие биржи США, начав быстро использовать финансовые фьючерсы и связанные с ними нововведения, включая опционы.

CBOT изучала новые возможности для торговли задолго до того, как появились первые новости о планах CME относительно IMM. Поскольку в 1930-е и 1940-е годы CBOT продавала акции и облигации, теперь она хотела торговать фьючерсами на акции, так как они могли стать противовесом для сельскохозяйственных фьючерсов и, соответственно, уменьшить зависимость трейдеров от засух, наводнений и других природных явлений. Однако против этого выступила Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC).

В 1969 году Джозеф Салливан, бывший корреспондент Wall Street Journal, работавший помощником президента CBOT Генри Уилсона, предложил торговать опционами на акции в яме²⁰. В США уже были введены ограниченные торги опционами на акции, но до сих пор это был узкий внебиржевой рынок. Через два года SEC высказала определенное поощрение Салливану, и он приступил к осуществлению своей идеи.

Чикагская опционная биржа (CBOE) открылась 26 апреля 1973 года, ее президентом-основателем стал Салливан. На бирже было продано всего 911 контрактов в виде 16 опционов, допущенных SEC. CBOE была отделена от CBOT, так как члены последней, будучи трейдерами по товарным фьючерсам, не хотели связываться с жестким регулированием SEC.

Несмотря на то что СВОЕ с самого начала не зависела от СВОТ, она словно унаследовала ДНК биржи. Система торгов СВОЕ восходила к системе СВОТ: стандартизированные опционные контракты торговались как фьючерсы в яме. Биржу поддерживала клиринговая палата – центральный контрагент, который выступал в качестве покупателя для каждого продавца и продавца для каждого покупателя опционных контрактов. Таким образом, был создан вторичный рынок, что позволило хеджировать и спекулировать на опционах. Как и по фьючерсам, инвесторы могли закрыть контракты, заняв противоположную позицию.

Через несколько недель после открытия СВОЕ два экономиста – Фишер Блэк и Майрон Скоулз – при участии Роберта Мертона опубликовали в журнале *Journal of Political Economy* статью, в которой описывалась модель определения справедливой рыночной стоимости опционов на покупку²¹. Модель Блэка – Скоулза дала трейдерам удобную в работе формулу расчета цены, что поспособствовало значительному увеличению объемов продаж на новой бирже. В 1973 году на СВОЕ было продано более 1 млн контрактов, а к 1979 году их количество увеличилось до 35 млн в год.

Еще одной крупной областью, которой коснулись нововведения, были процентные фьючерсы. В конце 1960-х годов, когда обозначились очередные экономические проблемы Америки, процентные ставки в США стали нестабильными. К 1972 году исследовательский отдел СМЕ под руководством одного из основателей финансовых фьючерсов Ричарда Сандора приступил к детальной проработке контракта на процентные фьючерсы.

Исследователи искали подходящую ценную бумагу с процентной ставкой, которая могла бы послужить основой для контракта. Они выбрали ипотечные сертификаты участия – ценную бумагу, выпускаемую Правительственной национальной ипотечной ассоциацией (GNMA, или Ginnie Mae), которая представляла собой пул ипотечных кредитов, гарантированных GNMA.

Комиссия по ценным бумагам и биржам не имела отношения к процентным фьючерсам, и ее замечания не влияли на отношение членов СВОТ к опционам. СВОТ ввела фьючерсные контракты на базе сертификатов GNMA в октябре 1975 года и добилась успеха. Появились и другие процентные фьючерсы. В январе 1976 года на IMM открылись торги контрактами на трехмесячные казначейские векселя США, что также вызвало пристальный интерес инвесторов. СВОТ среагировала, введя в 1977 году фьючерсы на долгосрочные казначейские векселя США, которые вскоре опередили все остальные фьючерсные контракты по темпам роста сделок и числу участвующих инвесторов.

Успеху фьючерсов на казначейские векселя способствовало лучшее знакомство инвесторов с «содержимым» этих контрактов по сравнению с менее известными фьючерсами Ginnie Mae. Но более всего укреплению контрактов на векселя казначейства и процентных фьючерсов способствовала революция во внутренней денежно-кредитной политике США – преобразование внутренней валютной политики США, сравнимое по масштабам разве что с осуществленным президентом Никсоном закрытием «золотого окна» в области международных финансовых отношений.

1970-е были трудными временами для капиталистического мира: периодическая турбулентность на рынках валют, скачки цен на нефть, рост инфляции и временные спады экономической активности. Осенью 1979 года США столкнулись с опасным сочетанием резкого снижения курса доллара и высоких темпов инфляции, выраженных двузначными числами.

Искать пути выхода из кризиса было поручено Полу Волкеру, назначенному председателем совета управляющих Федеральной резервной системы (ФРС) в начале августа 1979 года. Преисполненный решимости бороться с инфляцией, Волкер выступил в субботу 6 октября 1979 года с заявлением о смещении акцента валютно-денежной политики ФРС с определения уровня процентных ставок на увеличение притока денежной массы.

Изменение политики ФРС привело к резким колебаниям процентных ставок. Чтобы поспеть за инфляцией в 13 %, низшие ставки банковского процента в США пришлось увеличить до 15,75 %. Результатом новой политики стали радикальные перемены на рынке облигаций, поскольку резкие колебания процентных ставок повлекли за собой обратное движение цен на акции. Из инструмента, который предпочитали использовать осторожные инвесторы, облигации превратились в инструмент спекуляций, быстрой торговли, огромных прибылей и убытков на Уолл-стрит и за ее пределами.

Политика, проводимая Волкером, оказалась переломным моментом и для процентных фьючерсов. На волне нововведений сформировалась отрасль мгновенного хеджирования. В октябре 1979 года компания Salomon Brothers, один из ведущих страховщиков облигаций компании IBM стоимостью в 1 млрд долл., хеджировала часть выпущенных ценных бумаг с помощью фьючерсов на казначейские облигации. После реформы Волкера облигации IBM упали в цене, и таким образом Salomon Brothers смогла компенсировать свои убытки. Следующие десять лет стали для рынков финансовых фьючерсов годами экспоненциального роста.

Росту рынка способствовали и дальнейшие нововведения. В то время как CBOТ претендовала на рынок фьючерсов на долгосрочные облигации, IMM быстро освоил сектор краткосрочных процентных ставок, выпустив в 1981 году на рынок контракт на евродоллар. Этот 90-дневный контракт стал новшеством для американского рынка: впервые вместо исполнения контракта допускалась уплата наличными²².

В декабре 1981 года Комиссия по торговле товарными фьючерсами (CFTC) утвердила возможность расчетов наличными, отменив прежние решения судов штата Иллинойс, согласно которым фьючерсные контракты, не предусматривавшие возможные физические поставки товара, приравнивались к азартным играм.

Революция в сфере финансов вышла на новый уровень: были согласованы ставки фьючерсных рынков и банков.

Алан Гринспен, занимавший в то время пост председателя Федеральной резервной системы, на праздновании 30-й годовщины IMM 16 мая 2002 года отмечал:

До появления контракта на евродоллар многие не хотели торговать контрактами, которые не предполагали реальной передачи базового актива. Кроме того, лишь немногие банки использовали финансовые фьючерсы. Спустя двадцать лет после введения фьючерсов на евродоллар большинство финансовых фьючерсов и подавляющее большинство свопов осуществляются за наличный расчет, а банки являются крупнейшими пользователями фьючерсов на евродоллар и основными игроками на рынках свопов.

Наличный расчет, по словам Меламеда, «открыл дорогу к индексным рынкам»²³. В феврале 1982 года CFTC утвердила первый фьючерсный контракт на базе среднего значения составного индекса Value Line²⁴, отражающего изменение цен по контрактам на акции, торговавшимся на Канзасской товарной бирже. Два месяца спустя CME открыла рынок индексов и опционов (IOM) для продажи куда более привычных фьючерсных контрактов из списка S&P 500.

Фьючерсный контракт на основе фондовых индексов стал самым популярным на CME.

В 1980-е годы на американском фьючерсном рынке было представлено в общей сложности 89 новых контрактов – практически столько же продуктов появилось с середины XIX века²⁵. В 1986 году Мертон Миллер, лауреат Нобелевской премии по экономике, назвал финансовые фьючерсы «наиболее значимыми нововведениями в сфере финансов за последние 20 лет»²⁶. Именно они вывели отрасль фьючерсов с рыночных задворков, где

совершались контракты на сельскохозяйственные продукты, прямо на авансцену мировой финансовой системы.

По словам Билла Бродски, ставшего впоследствии председателем и CEO CBOE:

Жители Чикаго не знали страха. Они были уверены, что можно взять продукт, структурированный как фьючерс – то есть который по сути своей был сельскохозяйственным контрактом, годящимся для хеджирования или спекуляций и прошедшим клиринг в контрагенте, – и использовать его по-новому. И эта ситуация сохранилась надолго²⁷.

Финансовой революции в значительной степени способствовала компьютеризация. Закон Мура, проиллюстрированный на примере внедрения персональных компьютеров в 1982 году, мощность которых была эквивалентна мощности занимавшей целую комнату ЭВМ 1960-х годов, оказывал продолжительное влияние на повышение эффективности клиринга и производительности отдела обработки документации.

Прежде всего речь шла о вводе инструкций в клиринговую систему. Наиболее трудоемкой частью работы торговых компаний в 1970-х годах был ввод данных. Нагрузка на сотрудников отдела обработки документации росла по мере увеличения объемов торгов. Например, в ВОТСС «каждый день обрабатывались десятки тысяч перфокарт, причем данные вводились вручную»²⁸.

В 1981 году ВОТСС запустила «Информационную систему транзакций в режиме реального времени» (OTIS), позволявшую вводить, редактировать и распространять информацию. Система OTIS постоянно выполняла сверку вводимой информации о торгах, позволяла обнаруживать и исправлять ошибки, ускоряла сбор и оплату вариационной маржи. Система упростила работу с такими сложными финансовыми инструментами, как опционы на фьючерсы, появившиеся на рынке США в 1982 году.

Но понадобится еще время, прежде чем расчетно-клиринговые палаты и биржи, которые ими владеют или пользуются их услугами, начнут воспринимать центральных контрагентов в качестве стратегических активов или структур, выполняющих важные функции. В начале 1980-х годов клиринг по-прежнему рассматривался, по выражению Фьюпиндера Гилла, президента группы СМЕ, как «обработка бумажек», «тихая работенка»²⁹. Клиринг был разовой работой, выполнявшейся по окончании торгов в конце дня. По словам Гилла, преобладала следующая позиция: «Если баланс сходится, значит сходится. Если нет, можно все исправить завтра».

«С тех пор сроки стали более сжатыми и технология позволила сделать процесс клиринга более эффективным, – добавляет Гилл. – Но в то время приходилось иметь дело с перфокартами, устройствами для их считывания, единым командным файлом, и если что-то не сходилось, нужно было начинать все сначала».

Подобный подход не мог сохраняться бесконечно. По крайней мере в США органы регулирования начали проявлять интерес к клиринговой инфраструктуре, обслуживающей биржи ценных бумаг и фьючерсов. По мере роста объемов их деятельности возрастало и число сбоев, связанных с расчетно-клиринговыми палатами.

8.6. Влияние органов регулирования

Когда Лео Меламед планировал создание IMM, адвокат СМЕ убедил его в том, что нет необходимости получать санкцию правительства. Меламед предварительно проконсультировался у ряда высокопоставленных правительственных чиновников, включая Джорджа Шульца, занявшего пост министра финансов США вскоре после открытия IMM. Действительно, в 1972 году еще не существовало федерального закона или учреждения, утверждавшего листинг контрактов на валютные фьючерсы³⁰.

Но уже через три года ситуация изменилась. Регулирующие органы США начали оказывать сильное давление на финансовые рынки. Их вмешательство в дела расчетных палат привело к появлению двух разных систем центральных контрагентов, обрабатывающих ценные бумаги и деривативы.

21 апреля 1975 года Комиссия по торговле товарными фьючерсами (CFTC) заменила Управление товарных бирж (CEA), созданное в 1947 году для регулирования исключительно бирж сельскохозяйственных товаров (это Управление было преемником Управления по зерновым фьючерсам, существовавшего с 1922 года). CFTC была призвана контролировать соблюдение правил на фьючерсных рынках США.

К этому времени Управление товарных бирж совершенно утратило свой авторитет. Билл Бродски вспоминал: «Существовал орган регулирования, Управление товарных бирж, но мы шутили, что это два парня в подвале Департамента сельского хозяйства с гусиным пером и чернильницей».

Несмотря на то что CFTC появилась как ответ на недостатки CEA, она была гораздо более гибкой структурой, нежели Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC), контролирувавшая фондовые биржи с 1934 года.

CFTC развилась в орган регулирования, действующий на основании внутренних принципов и сотрудничающий с рынками главным образом с целью определения цен и снижения рисков. SEC, учрежденная в 1933 году Законом о ценных бумагах, принятым во времена Великой депрессии и под впечатлением краха Уолл-стрит в 1929 году, была и остается организацией, действующей по правилам, где работают главным образом юристы и которая занимается защитой индивидуальных инвесторов.

CFTC и SEC подпадали под различные режимы контроля со стороны Конгресса. Контроль над CFTC и фьючерсами осуществляли Комитеты по сельскому хозяйству Палаты представителей и Сената. SEC проверялась Комитетом Сената по делам банков, жилищным и городским проблемам и отчитывалась перед Комитетом Палаты представителей по финансовым услугам. В 1980-е годы SEC отчитывалась перед Комитетом Палаты представителей по делам торговли.

Конгресс наделил CFTC компетенцией по всем фьючерсным контрактам, включая контракты на ценные бумаги или индексы, а также опционы на иностранные валютные фьючерсы, если они не были проданы на национальной бирже ценных бумаг. Фьючерсы, проданные на национальной бирже, регулировались SEC, осуществлявшей контроль над всеми американскими рынками ценных бумаг, включая опционы на акции.

Индустрия фьючерсной торговли Чикаго – и CME в частности – уделяла особое внимание лоббированию своих интересов через CFTC. В свою очередь, регулирующему органу было нетрудно поддерживать практику вертикально интегрированной фьючерсной торговли и клиринга: клиринговые палаты либо, как в случае CME, представляли собой внутреннее подразделение биржи, либо имели столь тесную связь с ней, что особой разницы и не чувствовалось, – так обстояло дело с BOTCC и CBOT. Применительно к фьючерсному бизнесу CFTC твердо придерживалась мнения, что сделки

с фьючерсами и их клиринг представляют собой две стороны одного и того же сервиса.

SEC считала иначе. Покуда в вертикально интегрированных биржевых группах под эгидой CFTC развивались финансовые фьючерсы, SEC пыталась как-то разрешить «бумажный» кризис, который практически парализовал в 1960-е работу Уолл-стрит. Комиссия решала эту проблему, добиваясь такой инфраструктуры американского рынка ценных бумаг, при которой трейдинг, клиринг и система расчетов были бы отделены друг от друга.

К 1960-м годам системы обработки документации Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE) не успевали за темпами роста торгов. Системы были перегружены, что существенно тормозило процесс, бумаги скапливались, возникали заторы. Билл Бродски вспоминал свой первый день работы на NYSE в августе 1968 года: «Меня поразило тот факт, что рынки были закрыты по средам. Но почему? Потому что существовавшие системы не справлялись с обработкой документации». Клиринг и расчеты по торгам проводились в «клетушках», в душных кабинетах, где молодой Бродски мельком видел служащих за решетчатым окном, сортировавших сертификаты и отрезавших купоны.

В том же году NYSE и ведущие банки Нью-Йорка сделали первые шаги по пути создания безбумажной системы хранения и передачи ценных бумаг, начав внедрять процедуру записей по счету. Важным техническим достижением для клиринга стало введение в 1974 году Национальной ассоциацией дилеров ценных бумаг (NASD) постоянных нетто-расчетов, которые позволили брокерам объединять множество сделок в одно расчетное обязательство. В 1975 году Конгресс после некоторой отсрочки, вызванной кризисной ситуацией 1960-х, принял поправки к Закону о ценных бумагах в целях оказания содействия объединенному рынку США в области торговли, клиринга и урегулирования расчетов и обязал SEC обеспечивать выполнение этих задач.

Решив что необходимо создать условия для конкуренции среди брокеров, SEC отменила фиксированные комиссии, прибегнув для этого к способу, который позже был использован во время так называемого «Большого взрыва» 1986 года на Лондонской фондовой бирже. По мнению Комиссии, в сфере клиринга и расчетов требовалась в первую очередь эффективная и надежная инфраструктура, способствующая конкуренции, поэтому она включила эту цель в свои планы по созданию национальной системы рынков, призванной модернизировать рынок ценных бумаг.

В ответ на поправки к Закону о ценных бумагах SEC потребовала от клиринговых палат фондовых бирж и центральных депозитариев ценных бумаг зарегистрироваться в качестве клиринговых агентств, таким образом, впервые осуществив регулирование этих организаций.

В целях создания национальной системы рынков Комиссия предписала обеспечить так называемую функциональную совместимость постторговых инфраструктур, организовав бесплатную систему взаимодействия между региональными инфраструктурами. SEC также и другими способами стимулировала развитие общенациональной системы постторгового обслуживания: например, в 1970-е годы Комиссия опубликовала прогноз возможной экономии средств в случае консолидации клиринговых палат на рынке ценных бумаг.

SEC действовала по ситуации. Так, Комиссия вмешалась в работу только что созданного в Чикаго рынка опционов, заранее дав понять, какой результат она надеется получить.

Когда CBOТ сообщила SEC, что планирует организовать опционную торговлю, та постановила, что опционы следует считать ценными бумагами. Вследствие этого клиринговая палата рынка опционов – клиринговая корпорация CBOE – регулировалась SEC в соответствии с Законом о ценных бумагах от 1933 года.

SEC вскоре получила возможность применить философию общенационального рынка – после того как Американская фондовая

биржа (AMEX) объявила о своем намерении вести торговлю опционами с 1974 года. Несмотря на то что юридические полномочия комиссии в этом вопросе были сомнительны, орган регулирования отказался разрешить AMEX торговлю этими инструментами и запретил CBOE расширять свою деятельность, пока две биржи не договорились о единой системе клиринга опционов.

Уэйн Лютрингсхаузен, председатель и CEO Опционной клиринговой корпорации, в то время был главой CBOE. «SEC применила силу. Она поставила осуществление наших планов в зависимость от клиринга и предложила два варианта: либо функциональная совместимость, либо объединенные услуги клиринга на рынке опционов»³¹.

Биржи выбрали единый клиринговый инструмент. В 1975 году CBOE согласилась продать AMEX половину акций клиринговой корпорации CBOE, которая изменила свое название на новое – Опционная клиринговая корпорация (ОСС). В том же году начались торги опционами на фондовой бирже Филадельфии, затем на Тихоокеанской бирже. Обе биржи стали акционерами ОСС, тем самым создав систему единой центральной «горизонтальной» расчетной палаты для нескольких опционных рынков США.

8.7. Горизонтальная интеграция для клиринга акций в США

Реализованные SEC поправки к Закону о ценных бумагах 1975 года вскоре оказали влияние на инфраструктуру клиринга фондовых рынков США. Крупные биржи – NYSE и AMEX, например, – имели много общих членов, так что даже до принятия поправок участники рынка рассматривали возможность объединения клиринга. В 1977 году расчетные палаты NYSE, AMEX и NASD слились в Национальную клиринговую корпорацию по ценным бумагам (NSCC).

В то же время центральные депозитарии, прикрепленные к отдельным товарным биржам, были связаны друг с другом посредством открытия счетов, чтобы сформировать национальную систему, в которой акции переходили бы от одного владельца к другому путем регистрации сделок. В центре сети центральных депозитариев находилась Депозитарная трастовая компания (DTC), созданная NYSE, AMEX и NASD в ответ на кризис обработки документации: таким образом передавались только права собственности, а акции и облигации оставались в депозитарии.

NSCC приняла постоянные нетто-расчеты, разработанные NASD. От членов CNS требовалось открывать клиентские счета в DTC. Именно через эти счета, а также через собственный счет NSCC происходила доставка и получение обязательств по ценным бумагам, обрабатываемых NSCC, а биржи NASD и DTC переплелись.

В период между 1977 и 1997 годами региональные биржи США одна за другой выходили из расчетно-клирингового бизнеса. Их клиринговые палаты и центральные депозитарии были поглощены соответственно NSCC и DTC, и возникло два объединенных инструмента обслуживания общенациональной индустрии ценных бумаг.

К 1987 году, когда произошел крах Уолл-стрит, биржи NSCC и DTC предоставляли услуги клиринга и расчетов для Тихоокеанской

биржи, бирж Бостона и Цинциннати. В 1995 году они поглотили в Чикаго Клиринговую корпорацию Среднего Запада и Компанию по трастовому управлению ценными бумагами на Среднем Западе. Биржи NSCC и DTC завершили создание соответствующих национальных сетей в 1997 году, когда они интегрировали Фондовую клиринговую корпорацию Филадельфии и Филадельфийский депозитарий ценных бумаг.

Две такие горизонтально структурированные системы посттрейдингового обслуживания дали США преимущество перед Европой: унификация повышала конкурентоспособность американских рынков по сравнению с европейскими, где инфраструктура развивалась внутри национальных границ, что приводило к чрезмерным затратам на международный клиринг и урегулирование расчетов.

К тому же в США были единая валюта, один язык и, самое главное, единая правовая система, а также достаточно политической воли для преодоления различий в законах отдельных штатов. Согласно Ассоциации индустрии ценных бумаг, действиям SEC по созданию единого национального рынка способствовало также сочетание следующих трех факторов³²:

- SEC была единственным органом регулирования с достаточно сильными полномочиями для достижения цели;

- NSCC и DTC были созданы в ту пору, когда фондовые биржи и поставщики инфраструктуры были некоммерческими организациями, которые принадлежали пользователям и, следовательно применялись как инструменты рынка. Например, DTC не сочетала инфраструктурную роль центрального депозитария ценных бумаг и коммерческие банковские услуги.

- Действовал один доминирующий рыночный центр – Нью-Йорк.

Поставщики постторговой инфраструктуры Нью-Йорка получали выгоду от экономии за счет масштабов, что помогало им поглощать региональные депозитарии и центральных контрагентов и облегчало

процесс консолидации на национальном уровне. Они предоставили модели оказания услуг и практики, способствуя стандартизации на всей территории США. Так как множество акций, выпущенных на всей территории США, были в листинге нью-йоркских бирж, законодательные изменения, обеспечившие деятельность NSCC и DTC, воспроизводились по всей стране. Процессу консолидации способствовали операционные комитеты, в которых представители разных секторов индустрии ценных бумаг смогли устранить незначительные сбои.

Однако создание единой системы США не обошлось без разногласий. Подход SEC к регулированию требовалось еще отстоять в суде. В то время как банки и брокеры поддерживали консолидацию, биржи сопротивлялись слиянию их центральных контрагентов, так как те обеспечивали значительную часть их доходов. Нью-йоркские биржи согласились на создание NSCC только после заключения соглашения, по которому им полагалась определенная плата за сделки для компенсации потерь доходов, зарабатываемых центральным контрагентом³³.

К концу 1980-х годов национальная рыночная система достигла необходимой критической массы, чтобы поглощение оставшихся самостоятельными региональных инфраструктур стало вопросом времени. На протяжении всего периода консолидации NSCC и DTC имели преимущество экономии за счет масштаба, расширения и коммерциализации своих услуг и сокращения расходов и комиссионных.

8.8. Финансовые фьючерсы в Великобритании

Для распространения финансовых фьючерсов из США по всему миру потребовалось некоторое время. Один из компонентов Бреттон-Вудской системы, а именно государственный контроль над движением капитала, не был отменен с крахом самой системы и режима курсов валют. В Великобритании валютный контроль был

введен в 1939 году, в самом начале Второй мировой войны, и продолжал действовать в модифицированном виде более 30 лет после ее окончания.

В конце 1970-х годов лейбористское правительство цеплялось за власть на фоне высокой инфляции, жестких экономических мер, установленных МВФ, и серьезных протестов рабочих. Но некоторые учреждения Сити, в том числе ICCH, начали изучать перспективы торгов финансовыми фьючерсами в Лондоне на случай, если в результате смены правительства будет устранен и контроль за биржами. Став частью группы UDT, клиринговая палата приобрела большой опыт в исследовании, разработках и использовании новых рынков. К концу 1970-х годов она уже присматривалась к другим возможностям за пределами традиционной для нее сферы товарных сделок и собирала сведения о фьючерсах и опционах в Чикаго.

В 1978 году ICCH в качестве управляющего агента Лондонской опционной расчетной палаты начала клиринг контрактов недавно открытой Лондонской опционной биржи (LTOM)³⁴. В октябре следующего года первый рынок финансовых фьючерсов открылся за пределами США – в Сиднее. Клиринг и гарантирование контрактов производила ICCH, которая осуществляла клиринг товарных контрактов в Сиднее с 1969 года.

В 1978 году ICCH пригласила англичанина из Чикаго Джона Хардинга, работавшего на глобального товарного брокера Conti Financial, и просила его объяснить «с американской точки зрения», как и почему рынок финансовых фьючерсов должен развиваться в Лондоне. Палата также попросила Роберта Миллера, экономиста из Лондонского института экономических отношений, разъяснить преимущества этих процессов для Великобритании.

Оба специалиста подготовили доклад под названием «Финансовые фьючерсы в Лондоне?»³⁵, который был опубликован в конце ноября 1979 года. ICCH использовала его, чтобы высказать предложение о том, что Лондон должен иметь фьючерсный рынок с кратко- и долгосрочными государственными облигациями

высшего качества, депозитными сертификатами в фунтах стерлингов и, возможно, евродолларовыми депозитными сертификатами, которые были краткосрочными инструментами, приносящими проценты.

В докладе акцент был сделан на инструментах, которые способны снизить риск процентной ставки. Работу рынка и управление им должны были наладить специалисты Сити. В ту предшествовавшую дерегулированию эпоху такое решение должно было привлечь потенциальных участников рынка из разных учреждений, включая вексельные конторы, денежных маклеров, торговые банки, биржевых маклеров, фондовых брокеров, клиринговые банки и товарных брокеров. Доклад предсказывал: как только специалисты Сити продемонстрируют, что рынок финансовых фьючерсов обладает достаточной ликвидностью, корпоративные и институциональные клиенты будут использовать его для хеджирования рисков.

До этих новых событий у Великобритании уже имелся печальный опыт форвардных сделок по финансовым продуктам. В 1972 году существовал рынок для торговли стерлинговыми депозитными сертификатами под будущую поставку, на котором взаимный фонд Шотландское кооперативное общество понес тяжкие убытки, так что его пришлось спасти. После этого потрясения британский рынок форвардных депозитных сертификатов прекратил свое существование.

Но, как было отмечено ICCH, рынок форвардных сделок со стерлинговыми ДС не имел ни клиринговой палаты, ни маржи и, следовательно, никакой схемы обслуживания, пригодной для сосуществования активных дельцов и хеджеров. Это обстоятельство укрепляло аргументацию ICCH в пользу создания рынка фьючерсных финансов в Лондоне при поддержке расчетной палаты.

Статья «Финансовые фьючерсы в Лондоне?» призывала к тому, чтобы членство в клиринговой палате «распространялось как можно шире на всех, кто может быть принят в клиринговую организацию».

Статья предлагала организовать голосовой рынок по чикагской модели, так как «это способствует высокому уровню ликвидности и предоставляет прозрачную и широко распространенную информацию о ценах, что обеспечивает минимальную разницу между ценами купли и продажи».

«Это было действительно низкобюджетное предложение, – вспоминал Хардинг гораздо позже. – ICCH начала активную кампанию по продвижению этого рынка. Я приезжал один или два раза [в Великобританию]». Хардинг вспоминает свое посещение центрального офиса ICCH на Кратчед Фрайерс-стрит в Сити: «Это было миниатюрное здание в викторианском стиле. В подвале сохранились остатки римской стены – фактически из них состояла одна из стен столовой»³⁶.

Помимо низкобюджетности, у доклада имелось еще преимущество – своевременность: он появился всего через несколько недель после осуществленного Волкером радикального изменения финансовой политики США и менее чем через месяц после того, как 23 октября 1979 года избранное правительство консерваторов во главе с Маргарет Тэтчер неожиданно отменило в Великобритании валютный контроль.

Пресса встретила доклад Хардинга – Миллера довольно осторожно. The Times указывала на то, что финансовые фьючерсы могут привести к изменениям в валютно-кредитном контроле и регулировании в Великобритании. Также был поставлен «вопрос о спекуляции»: от ICCH требовалось убедительно показать положительные стороны спекуляции³⁷.

Но Банк Англии уже склонялся в пользу финансовых фьючерсов. Пен Кент, откомандированный в МВФ, в сентябре 1979 года подготовил для банка доклад о финансовых фьючерсах, который был широко одобрен. Благоклонно восприняли его и видные представители Сити, в том числе Джон Беркшир, председатель финансовой компании Mercantile House, который впоследствии стал председателем ICCH.

Идея рынка финансовых фьючерсов была подхвачена в 1980 году рабочей группой, в которой была представлена ICCH и которая была тесно связана с Банком Англии. С самого начала ICCH рассматривалась как претендент на выполнение работ по клирингу и гарантированию контрактов на обсуждаемой бирже, поскольку это была местная организация, давно уже функционирующая и хорошо известная Банку Англии. Примерно в то же время ICCH подправила свой устав таким образом, чтобы стать покупателем для каждого продавца и продавцом для каждого покупателя, то есть привела свой устав в соответствие с международным стандартом для центральных контрагентов. Однако оставалась одна проблема: кто будет владеть ICCH.

UDT была добросовестной родительской компанией, но она переживала трудные времена. Она «погорела» во время вторичного банковского кризиса 1973–1974 годов, когда внезапный кредитный кризис привел к убыткам ряда так называемых второстепенных банков: эти банки быстро поднялись, предоставляя долгосрочные ссуды для ненадежных инвестиций и в то же время рефинансируя эти ссуды за счет краткосрочных займов. Теперь UDT нуждалась в «спасательной шлюпке» Банка Англии – фонде помощи жертвам кризиса.

В любом случае оставались сомнения в том, должен ли финансовый фьючерсный рынок в Лондоне обслуживаться клиринговой палатой, принадлежащей лишь одной финансовой компании. Этот вопрос решился, когда в 1981 году UDT была поглощена Доверительным сберегательным банком (TSB) – очнувшимся от спячки и развившим серьезные амбиции инвестиционным фондом.

TSB, заручившись поддержкой UDT, взял на себя обязательство продать ICCH как можно скорее³⁸. Банк Англии со своей стороны поддерживал идею перехода ICCH в собственность консорциума клиринговых банков Великобритании. Таково было положение дел

в начале марта 1981 года, когда была достигнута договоренность об открытии рынка финансовых фьючерсов в Лондоне в 1982 году.

В сентябре 1981 года Банк Англии уполномочил TSB начать переговоры по поводу передачи ICCH клиринговым банкам. Многие наблюдатели ожидали, что переговоры будут формальностью. Но три недели спустя The Times писала: «Переговоры о продаже Международной товарной клиринговой палаты становятся такими же жесткими и сложными, как и некоторые сделки на рынках, для которых она обрабатывает документы»³⁹. Газета сообщала, что Том Брайанс, генеральный директор TSB, хотел получить за ICCH 80 млн фунтов стерлингов.

Всего девятью месяцами ранее та же газета писала, что TSB заплатил 110 млн фунтов стерлингов за всю компанию UDT. Банки заупрямились. Сложилась тупиковая ситуация.

Приближался 1982 год, и комитет представителей Сити по организации новых фьючерсных бирж угрожал создать свою собственную клиринговую палату, если к концу января 1982 года не будет достигнута договоренность о передаче ICCH консорциуму банков. Инициаторы учреждения биржи хотели по образцу CME создать биржу с интегрированным центральным контрагентом.

Банк Англии вмешался в этот спор, выкручивая руки клиринговым банкам. В конце концов TSB получил за ICCH около 56 млн фунтов, при этом банки внесли 51 млн: Barclays, Lloyds, Midland и National Westminster – по 20 %, а Standard Chartered и Williams and Glyns⁴⁰ – 10 % каждый. При этом TSB получил специальный дивиденд в размере 4,9 млн фунтов от нераспределенной прибыли ICCH.

Банки были недовольны. Они понимали, что заплатили слишком много. Положительная сторона сделки заключалась в том, что прибыль ICCH до уплаты налогов составляла 9,2 млн фунтов стерлингов в год на июнь 1981 года. Она активно росла под руководством Яна Макгоу, занимавшего пост генерального директора палаты с июля 1978 года. В 1981 году ICCH начала клиринг для новой Международной нефтяной биржи в Лондоне

(IPE). Палата помогала в создании финансового фьючерсного рынка в Гонконге. Была восстановлена связь с парижскими товарными рынками, которая прервалась после кризиса 1974 года на рынке сахара в Париже. Но все эти начинания подразумевали риск. Прибыли ICCH могли быть неустойчивы: например, в 1978 году они упали до 1,6 млн фунтов. После трансформации LPCN в ICCH в 1973 году у клиринговой палаты повысились аппетиты к привлечению капитала: за 1970-е годы она в шесть этапов увеличила свой капитал с 500 000 до 15 млн фунтов.

Оглядываясь назад, Дэвид Харди, прикомандированный от торгового банка Barclays к ICCH в 1985 году и ставший двумя годами позже директором клирингового отдела, говорил, что сумма, которую заплатили банки за ICCH, была «просто скандальной»⁴¹. Разумеется, эта сделка не оправдала себя. «С этого момента банки оказались в проигрыше, – объясняет он. – Их возмущала уплаченная сумма, они превратились в недовольных акционеров».

Когда 30 сентября 1982 года открылась Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (LIFFE), новые акционеры ICCH увидели в этом возможность окупить свои инвестиции за счет взимания высокой платы. ICCH добилась уникального, по словам Харди, выигрыша: была установлена высокая цена за совершение сделки по биржевым контрактам на LIFFE, и только пятая часть этой суммы доставалась бирже, а остальное – расчетной палате.

Претензий со стороны LIFFE долго ждать не пришлось. Структура выплат изменилась в пользу LIFFE в 1984 году и подверглась дальнейшим изменениям после того, как ближе к концу 1986 года Харди взял на себя ответственность за отношения между LIFFE и ICCH. «Отношения с LIFFE были очень непростыми», – признавался он.

LIFFE считала, что клиринговая палата не очень эффективна и качество услуг не соответствует цене. Отчасти это было

так. Компьютерная система Intercom, которая использовалась для управления позициями пользователей, определения маржи и так далее, в 1970-е годы, когда ее ввели, опережала свое время и была просто замечательной. Проблема в том, что с тех пор ICCH ее не обновляла.

Фил Брюс, который начал работать на LIFFE в 1983 году, вспоминает, что две компании говорили словно на разных языках.

ICCH – старейший институт, она занималась клиринговым бизнесом около 100 лет. А эта выскочка, назвавшаяся LIFFE, пришла в бизнес и предъявляет требования! [...] Мы [на LIFFE] все время чувствовали, что тянем расчетную палату на своем горбу. Более того, в то время мы не осознавали, что у них были другие клиенты, и не могли предвидеть их дальнейшие действия. Кроме того, у ICCH было не так много наличности⁴².

На руководителей LIFFE в значительной степени повлияло то, что они увидели в Чикаго. «Сама идея, чтобы клиринговая палата действовала вразрез с пожеланиями биржи, которую она обслуживает, казалась немыслимой», – поясняет Брюс.

LIFFE была голосовым рынком, тогда как ICCH в это время уже обращалась к специалистам по информационным технологиям для разработки электронной инфраструктуры финансовых рынков. ICCH запустила электронную торговлю для контрактов на соевую муку в Лондоне, используя услугу британской почты Prestel – доступ к компьютерной информации через ТВ. Австралийское подразделение группы создало полностью автоматизированный рынок фьючерсов и опционов в Новой Зеландии в начале 1985 года – спустя несколько лет последствия этого решения неожиданным образом скажутся на ICCH. Торги, клиринг, регулирование маржи и полное ведение лицевых счетов клиентов осуществлялись через терминалы в кабинетах членов биржи. Таким

образом удалось решить существенную проблему, поскольку крупнейшие города Новой Зеландии не сумели согласовать единое место для голосового рынка. Уэй Райх, который руководил внедрением инновационной системы в подразделении ICCH в Сиднее, был назначен стратегом группы информационных технологий и переехал в Лондон в 1986 году.

Но когда LIFFE предложила ICCH заняться совместными инвестициями в новые технологии для расширения возможностей клиринга, ICCH не откликнулась. В результате LIFFE продолжила развитие собственной системы, чтобы привести торги, ведущиеся на площадке, в режим, близкий к режиму реального времени.

Система регистрации сделок LIFFE (TRS) была введена для торговли опционами в сентябре 1987 года и год спустя распространилась на все остальные сделки. По словам Брюса, «система регистрации становилась все более изощренной». В течение получаса трейдер мог убедиться в согласованности сделки. TRS также включала так называемую функцию переуступки, что позволяло трейдеру передавать сделки третьим лицам, которые пожелали перекупить их и провести клиринг через собственных членов расчетной палаты, тем самым сэкономив. Функция передачи сделки была совершеннее, чем в системе Intercom ICCH. Она также удовлетворяла потребности хедж-фондов и других институциональных участников торгов, претендующих на крупные позиции: для них нежелателен был чрезмерный кредитный риск по отношению к конкретному члену расчетной палаты, а теперь кредитные риски диверсифицировались, и повышалась ликвидность рынка.

«Таким образом, TRS стала системой согласования и передачи сделок в режиме реального времени, и мы пытались внедрить эти сделки в Intercom ICCH, но все попытки провалились. Нас это совершенно не устраивало, – вспоминал Брюс. – В конце концов мы создали свою Систему обработки клиринговых операций (CPS) для корреляции с TRS».

Разработанная в 1989 году система обработки клиринговых операций предоставляла функции управления позициями и открытыми счетами членов клиринговой палаты. К тому времени, когда система TRS/CPS была введена, ICCH прошла реструктуризацию и подразделение под названием Лондонская клиринговая палата (LCH) занималось клирингом на фьючерсном и опционном рынке в Сити. «В сущности, LCH прекратила осуществлять клиринг для LIFFE, – уточняет Брюс. – Однако LCH продолжала оказывать услуги управления рисками и услуги банкинга, в том числе расчет маржи и гарантии центрального контрагента для LIFFE».

Дэвид Харди вспоминает плюсы и минусы этого необычного разделения труда между ICCH/LCH и ее основным клиентом:

Положительные стороны заключались в том, что LIFFE имела ярких профессионалов и уникальный опыт использования компьютера. Это был 1986 год. У меня не было сомнений в качестве их системы, и она нам ничего не стоила. Но появление этой системы изменило наши взаимоотношения: возникла опасность, что, лишившись своей системы, ICCH/LCH окажется в уязвимой позиции.

Участие ICCH во введении финансовых фьючерсов в Великобритании началось достаточно успешно в эру UDT с доклада Хардинга – Миллера. Когда Брюс начал свою карьеру во фьючерсном бизнесе пять лет спустя, ICCH оказалась в собственности скупых клиринговых банков и явственно ощущалась напряженность между LIFFE и ее расчетной палатой, и если в конце концов обе компании смогли притереться друг к другу в последующие годы и их отношения порой тесно переплетались, то здесь во многом заслуга Харди, который был главным управляющим LCH до 2006 года.

8.9. Неудачи центральных контрагентов

Нестабильные условия на товарных и финансовых рынках, которые сопутствовали падению Бреттон-Вудской системы и появлению плавающих валютных курсов, значительно увеличили потребность в услугах расчетно-клиринговых палат, но также и подвергли эти палаты риску.

1960-е и 1970-е годы запомнились инвестиционно-банковскими скандалами. Банкротство банкирского дома Bankhaus I. D. Herstatt в июне 1974 года в Германии выявило риск, скрывающийся в неприглядном мире международных расчетов: контрагенты банка не смогли вернуть средства, причитавшиеся им от международных валютно-обменных операций, оставшихся открытыми на момент закрытия банка немецкими властями.

Первый кризис после распада Бреттон-Вудской системы, ударивший по расчетным палатам, произошел через несколько месяцев после банкротства I. D. Herstatt и привел в декабре 1974 года к неплатежеспособности французской Товарной ликвидационной кассы (CLAM), клиринговой палаты на рынке сахара.

Кризис последовал за годом безудержной спекуляции на мировых рынках сахара. Цены на белый сахар возросли более чем в четыре раза за первые 11 месяцев 1974 года, мало того: только в Париже они удвоились с сентября по ноябрь, а потом началось резкое падение цен. В одно мгновение беспорядочные движения ударили по спекулятивным инвесторам, включая членов CLAM, которые вели торги от имени клиентов без предварительного разрешения. Многие трейдеры были не в состоянии выплатить дополнительное обеспечение, в частности, Морис Натаф, сахарный брокер и член CLAM, который понес большие убытки.

Кризис разразился 2 декабря 1974 года, когда Натаф сообщил CLAM, что он не может выполнить требование поддержания маржи.

CLAM решила не подтверждать контракты и вместо этого потребовала закрыть рынок⁴³. Управляющий комитет рынка сахара согласился, и решение о закрытии биржи было поддержано Министерством торговли Франции. Но вместо того чтобы взять за основу для урегулирования невыполненных контрактов цены на сахар от 2 декабря, власти попытались применить цену, эквивалентную средней цене на сахар за 20 дней до закрытия, опираясь на правило, разработанное на случай «всеобщей мобилизации, войны и других форс-мажорных обстоятельств». Из-за падения цен на сахар данная средняя цена оказалась намного выше, чем цены от 2 декабря.

Эта уловка, использованная, чтобы защитить от убытков парижских торговцев, произвела фурор. Попытки открыть рынок заново были сорваны запутанными судебными тяжбами по поводу цены, которая должна применяться по отношению к контрактам, нарушенным из-за закрытия рынка. Дело рассматривалось в том числе в Апелляционном суде Великобритании, и в конечном счете Государственный совет (высшая судебная инстанция Франции по административным спорам) 20 июня 1975 года вынес решение о том, что Министерство торговли поступило неправомерно, закрыв рынок. Из-за фактической неплатежеспособности CLAM переговоры сосредоточились на достижении компромисса, который позволил бы кредиторам получить хотя бы часть того, что им причитается.

Многие кредиторы CLAM находились в Лондоне, так как соглашение, принятое в июне 1972 года, позволяло членам ICCH регистрировать сделки на сахар в Париже через счет в парижской клиринговой палате. Именно ради них ICCH, вопреки шумным протестам, заключила в ноябре 1975 года соглашение – более выгодное, чем по средней цене за 20 дней до закрытия, но менее привлекательное, чем в случае, если бы CLAM не прекратила клиринговую деятельность.

Согласно последующему анализу Банка Англии⁴⁴, CLAM способствовала кризису, так как:

- Предписываемая маржа не поспевала за ростом цен, даже после того, как участники рынка попросили в сентябре о более жестком регулировании.

- Стало известно, что брокер Натаф держал солидную долю фьючерсов на сахар на рынке, чтобы влиять на цены, но не информировал об этом биржу.

- Распределение потерь не было прозрачным.

Торги сахаром на парижском фьючерсном рынке возобновились 26 января 1976 года по новым правилам клиринга с Центральным клиринговым банком (ВСС) в качестве центрального контрагента. ВСС, созданный в 1969 году для клиринга сырьевых товаров, принадлежал ведущим французским банкам и капитализировался на уровне 12 млн франков. Позже он превратился в Clearnet SA.

Опыт ICCH с CLAM не отвратил эту организацию от установления более тесных связей с ВСС и приобретения в нем 10 % акций. В 1977 году ICCH и ВСС подписали взаимные соглашения о предоставлении клиринговых услуг членам того и другого центрального контрагента, торгующим на рынках, для которых они осуществляли клиринг.

Возможно, это был первый пример функциональной совместимости между центральными контрагентами⁴⁵. Договоренность действовала до 1990-х годов, пока товарными рынками Великобритании и Франции не завладели конкурирующие биржи – соответственно LIFFE и Французская срочная биржа (MATIF). MATIF положила конец этому сотрудничеству, после того как LIFFE, которая вела электронную торговлю фьючерсами на сахар по технологии, разработанной ICCH для Новой Зеландии, использовала каналы связи для клиринга, чтобы увести бизнес из Парижа, где фьючерсы на сахар по-прежнему продавались путем свободного биржевого торга голосом.

Парижский рынок сахара и CLAM, его клиринговый агент, имели долгую, хотя и не всегда благополучную историю сотрудничества

еще с конца XIX века⁴⁶. Следующая неудача центрального контрагента затронула новое институциональное учреждение – Товарную клиринговую палату в Куала-Лумпуре (KLCCN), которая успела поработать всего три с половиной года.

KLCCN была основана в 1980 году с помощью ICCH, которой принадлежал миноритарный пакет и которая управляла клиринговой палатой по контракту в первые три года ее существования. Однако когда грянул кризис в 1983 году, ICCH уже не была связана с KLCCN.

Центральный контрагент рухнул после дефолта шести брокеров – общая сумма долга по контрактам на пальмовое масло, продаваемое на товарной бирже Куала-Лумпура, составила 70 млн долларов. Объявление дефолта последовало после взвинчивания цен и накопления непокрытых позиций неким трейдером, который по совместительству был владельцем франшизы Kentucky Fried Chicken в Малайзии.

Целевая рабочая группа правительства Малайзии позднее раскритиковала брокеров, но бóльшую часть вины возложила на бездействие правления клиринговой палаты, в том числе за 12-дневную задержку между сжатием рынка и объявлением брокерами дефолта⁴⁷. Говорили, что сотрудникам клиринговой палаты не хватило опыта, а в отчете было указано на отсутствие координации между биржей, клиринговой палатой и Советом по торговле товарами, органом регулирования рынка.

Неудачи центрального контрагента выявили целый ряд проблем, к числу которых относились задержка в принятии решений, недостаточная жесткость, отсутствие координации с биржами и другими участниками рынка, недостаточная прозрачность и неверные решения официальных органов. Но через два года после случая в Куала-Лумпуре у товарных рынков появился повод задуматься о проблемах, которые возникали там, где центральных контрагентов не было.

С 1956 года Международный совет по олову стремился удерживать стабильную цену на металл в интересах производителей в Малайзии, Корнуолле и в других местах. Но к середине 1980-х годов его усилия оказались бесплодными в результате конкуренции алюминия в сферах производства консервных банок, развития вторичной переработки, а также появления новых производителей, которые находились за пределами Международного соглашения по олову, заключенного ИТС. Механизм поддержания цен, используемый ИТС, его буферный запас, накопил излишки в 64 000 т олова и долгов на 1,2 млрд долларов США. К октябрю 1985 года ИТС исчерпал фонды, что вызвало панику на рынках этого металла.

Эпицентром кризиса стала Лондонская биржа металлов (LME), на которой участники несли ответственность за урегулирование своих позиций в качестве комитентов без системы клиринга. За несколько лет до этого Банк Англии и Специальный комитет Палаты лордов по сырьевым товарам выразили обеспокоенность по поводу правил LME. Они опасались, что банкротство любой компании на бирже LME может привести к интенсивным продажам контрактов, что вызовет обвальное падение цен и, возможно, распространение финансовой нестабильности на иные компании на других рынках.

Члены LME согласились с компромиссным решением в 1978 году, когда биржа вместе с ИССН создала систему мониторинга контрактов. Кризис на рынке олова увеличил давление властей на LME с требованием назначить центрального контрагента. Было отмечено, что будь у ИТС независимый центральный контрагент, слабые стороны этой организации, возможно, удалось бы обнаружить до дефолта.

ИССН начала осуществлять клиринг для LME в мае 1987 года, в год 110-летия биржи. Пять месяцев спустя мир был потрясен крахом рынка, в результате которого центральные контрагенты оказались объектом как никогда пристального внимания со стороны политиков

и органов регулирования, а главной проблемой стал вопрос об управлении рисками.

9. Крах 1987 года, регулирование и центральные контрагенты

9.1. Крах 1987 года

Как и кризис финансового рынка в 2007–2009 годах, крах 1987 года начался в США. В отличие от кризиса XXI века, который имел сходство с крушением поезда в режиме замедленной съемки, крах рынка 1987 года распространился по миру со скоростью света.

Крах был одним из первых сигналов того, что компьютеризированные коммуникации и глобализация могут распространять в мире свободно перетекающего капитала как процветание, так и беду. Впервые в центре внимания оказалось взаимодействие между молодыми на тот момент финансовыми фьючерсными биржами в Чикаго и традиционными фондовыми рынками на Уолл-стрит. И когда это произошло, у политиков, органов регулирования и финансистов открылись глаза на инфраструктуру и финансовую систему, которые поддерживали эти рынки.

«С того дня, 19 октября 1987 года, клиринг рассматривался как стратегический актив или как необходимый инструмент, – прокомментировал Фьюпиндер Гилл, президент группы СМЕ¹. – С этого момента в центре внимания всего мира, особенно индустрии производных финансовых инструментов США, оказались функции клиринга».

«Черный понедельник» стал шоком после нескольких лет непрерывно росших цен на акции. Устойчивость акций обеспечивалась либерализацией финансовых рынков в США, Великобритании и ведущих странах континентальной Европы в 1980-е годы, а с 1985 года – более тесным сотрудничеством между США и их союзниками в решении глобальных экономических проблем. Результатом стал заметный оптимизм, проявлявшийся

в развивающейся «акционерной культуре» среди институциональных и частных инвесторов в промышленно развитых демократических странах.

Но в начале октября 1987 года США и Западная Германия публично объявили о несогласиях по процентной политике, вызвав опасения, что усилия по стабилизации курсов валют, согласованные восемь месяцев назад, не увенчаются успехом². 14 октября 1987 года США объявили о неожиданно крупном торговом дефиците, который привел к падению курса доллара и к росту доходности облигаций. В тот же день в Конгрессе был зарегистрирован законопроект, в котором предлагалось отменить налоговые льготы для финансирования корпоративных поглощений.

Участники арбитражей начали продавать акции поглощенных компаний в Нью-Йорке, и цены на акции начали снижаться. Через неделю после 14 октября промышленный индекс Доу-Джонса упал на 31 %, причем только в понедельник 19 октября 1987 года – на рекордные для одного дня 508 пунктов (-23 %), на фоне небывалых объемов биржевых торгов. Более глобальный индекс Standard & Poors 500 упал на 22 % в тот же день. Чикагские рынки производных финансовых инструментов также резко упали. На СМЕ фьючерс на основе индекса S&P 500 – на тот момент самый популярный контракт, продаваемый на биржах, – упал в цене на 28,6 %; и в то же время на принадлежавшем СВOT MMI индексный фьючерс, который состоял из курсов акций 20 компаний, включая 17 акций, входящих в индекс Доу-Джонса, упал в цене на 24,4 %.

Фондовые рынки рушились по всему миру. Индекс Ханг Сенг в Гонконге снизился на 420 пунктов 19 октября до открытия рынков в Европе и США. Это падение цен на 11,3 % имело катастрофические последствия для местной расчетной палаты. Курс на Лондонской фондовой бирже упал на 11 % в понедельник и на 12 % во вторник. Цены на бирже Сиднея упали примерно на четверть. Катастрофу удалось предотвратить после того, как Федеральная резервная

система 20 октября ясно дала понять, что она обеспечит достаточную ликвидность для финансовой системы США, и власти оказали давление на крупные коммерческие банки, чтобы те кредитовали компании, зависящие от курсов выставленных на публичную продажу акций.

В США внимание вскоре сосредоточилось на том, что контракты на фьючерсы по акциям падают быстрее, чем индексы. Причинами этого явления считались торговля ценными бумагами на основе компьютерных программ, методика использования компьютеров для торговли аукционными и индексными фьючерсами с учетом конкретных рыночных событий. Торговля с использованием компьютерных программ опиралась на обмен точной информацией между рынками Нью-Йорка и Чикаго о ценах на акции и индексы. В данном случае этот метод создал большие проблемы.

Вскоре после краха Уолл-стрит обвинила индексные фьючерсы и использование трейдерами программ, ориентирующихся на чикагские «теневые рынки», в обрушении рынка. Хлынул поток обвинений, что побудило Лео Меламеда, в то время председателя исполнительного комитета Чикагской товарной биржи, начать активную лоббистскую кампанию в защиту СМЕ и фьючерсной индустрии в целом.

Крах повлек за собой множество патологоанатомических заключений³. Одним из первых и наиболее влиятельных был «доклад Брэйди», подготовленный 8 января 1988 года Президентской группой по рыночным механизмам, созданной президентом Рональдом Рейганом под руководством будущего министра финансов США Николаса Брэйди⁴. Также в начале 1988 года были опубликованы отчеты двух основных органов регулирования США – Комиссии по торговле товарными фьючерсами⁵ и Комиссии по ценным бумагам и биржам⁶.

Клиринговые и расчетные системы для рынков акций, опционов и фьючерсов были в числе вопросов, внимательно изученных Рабочей группой по финансовым рынкам, также созданной

президентом. Возглавляемая министром финансов США Джеймсом Бейкером группа включала в себя председателей SEC, CFTC и ФРС. Она доложила о результатах в мае 1988 года, и эти результаты стали отправной точкой для оценки рисков, связанных с клирингом и расчетами, в опубликованном двумя годами позже отчете Контрольно-счетной палаты США (GAO)⁷.

Еще одно исследование, сосредоточенное на клиринге и расчетах во время краха, было опубликовано в 1990 году Беном Бернанке, будущим председателем Федеральной резервной системы США, а в то время профессором школы имени Вудро Вильсона при Принстонском университете⁸.

В опубликованном менее чем через три месяца после краха докладе Брэйди не скрываются опасения, распространившиеся 19–20 октября. «Хотя дефолта не произошло, вероятность того, что клиринговая палата или крупный инвестиционный банк могут объявить дефолт либо банковская система откажет участникам рынка в запрошенной ликвидности, побудила крупных участников рынка свернуть свою деятельность и усилила неопределенность для инвесторов», – говорилось в докладе.

В последующем анализе Контрольно-счетной палаты было выяснено, что беспрецедентное падение цен и объемов торгов в октябре 1987 года вызвало проблемы обработки результатов торгов у центральных контрагентов и бирж. Некоторые центральные контрагенты не смогли определить финансовый риск участников клиринга и угрозу, которой они подвергались на других рынках. У некоторых членов центральных контрагентов не хватало средств на выполнение своих обязательств, и они были вынуждены увеличить свои займы у банков. Некоторые банки, центральные контрагенты и их члены не вносили необходимые платежи друг другу в надлежащие сроки. Палата определила три проблемные области: обработка информации о торгах, используемые центральными контрагентами методы управления рисками, а также выплаты клиринговым организациям и от клиринговых организаций.

Согласно более позднему исследованию МВФ, сложность и фрагментированность клиринговых систем для акций, фьючерсов и опционов в США «создавали задержки и путаницу при выплате дополнительного обеспечения в связи с падением цен на акции, что вызывало сомнения в платежеспособности брокеров по операциям с ценными бумагами и клиринговых палат бирж»⁹. Банки быстро отреагировали, ограничив займы для брокеров. Возникший в результате недостаток ликвидности и беспокойство о том, что инвесторы будут вынуждены продавать больше акций, чтобы удовлетворить требование дополнительного обеспечения, способствовали дальнейшему снижению цен и утечке финансов в сектор наличных и высококачественных облигаций.

Далеко не все вердикты были настолько мрачными. Говоря о фьючерсной индустрии, CFTC в своем заключительном докладе о кризисе отмечала:

Такие гарантии, уже внедренные на фьючерсные рынки, сработали эффективно. Средства клиентов не были утрачены в результате краха компании или дефолта по фьючерсам; ни один комиссионный торговец фьючерсами не потерпел краха; биржевые клиринговые организации собрали все маржи, причитавшиеся от компаний-членов, включая ежедневные и внутрисуточные выплаты беспрецедентной величины. Механизмы клиринга фьючерсов работали эффективно, несмотря на рекордные объемы торгов, колебания цен и потоки маржи.

ВОТСС, которая занималась клирингом контрактов на финансовые фьючерсы СВOT, прошла через кризис без потерь и потрясений и, согласно отчету GAO от апреля 1990 года, «лишь косвенно была вовлечена в события краха рынка в октябре 1987 года»¹⁰.

Но для тех, кто пострадал от кризиса, граница между хаосом и выживанием была очень тонкой. Гилл из CME Group вспоминает:

«Все шушукались о том, что клиринговая палата СМЕ объявила дефолт, потерпела крах и не смогла выполнить свои обязательства»¹¹.

Понедельник, день резкого падения курса цен на рынке, все равно был бы сложным, даже если бы все работало в плановом режиме. Как оказалось, Чикагская товарная биржа пострадала от технического сбоя. Гилл вспоминает, что 19 октября был первый день, когда СМЕ выполнила внутрисуточное маржирование в больших масштабах: «Мы потребовали 1,2 млрд долларов – рекордная на то время сумма. В конце дня мы потребовали еще 1,3 млрд долларов. В вышедшем отчете говорилось, что мы требовали еще 2,5 млрд долларов. Наша система не учла то, что мы сделали раньше».

В соответствии с правилами биржи выплаты маржи должны были поступить от проигравших инвесторов до начала торгов на следующий день, 20 октября. Только в этом случае эти выплаты могли быть распределены между инвесторами, получившими прибыль.

По словам Гилла, сбой регистрации сделок вызвал у банков опасения, что требования маржи превышают пределы кредитования. Беспрецедентный спрос на деньги побудил расчетные банки СМЕ, предоставлявшие бирже кредитные линии, проявить крайнюю осторожность и тем самым поставил под угрозу способность центрального контрагента биржи выплачивать маржу перед началом торгов¹². «Это был шок, – вспоминает Гилл. – Банки, которые в самый напряженный день ожидали совокупную сумму в 200 млн долларов [по требованиям поддержания маржи], теперь увидели сумму в 2,5 млрд долларов».

События на СМЕ утром во вторник 20 октября оценивались по-разному¹³. Но, по общему мнению, еще немного – и объема маржи оказалось бы недостаточно для того, чтобы начать в тот день торги. К вечеру понедельника Чикагская товарная биржа осталась должна двум из 90 членом расчетной палаты – инвестиционным банкам

Goldman Sachs и Kidder Peabody – 670 и 917 млн долл. соответственно. При этом еще один крупный инвестиционный банк, идентифицированный в двух счетах как Morgan Stanley, задолжал CME аналогичную сумму. И только после срочных звонков руководства биржи в инвестиционный банк и в Континентальный банк Чикаго рано утром во вторник необходимые средства поступили незадолго до начала торгов.

Не только CME испытывала подобные трудности. Опционная клиринговая корпорация столкнулась с неприятностями из-за ошибки в списках цен на опционы акций, полученных от поставщиков информации. GAO сообщала, как по вечерам 19, 20 и 21 октября OCC вынуждена была исправлять вручную более 5000 отчетов по опционам, полученных от поставщиков. Согласно докладу SEC «Октябрьский кризис рынка» от февраля 1988 года, автоматизированные системы отчетности отбрасывали первую цифру в трехзначных ценах на опционы.

OCC понесла убытки в размере 8,5 млн долл., закрывая открытые позиции участника клиринга Н. В. Shaine, который объявил о дефолте 20 октября. Дефицит был покрыт за счет вкладов других участников клиринга в гарантийный фонд на пропорциональной основе¹⁴.

Несмотря на эти проблемы, в отчете SEC сделан вывод, что «OCC функционировала превосходно в тот беспрецедентный по объемам и неустойчивости цен период, работая с продуктом, который по своей природе вызывает повышенные риски в условиях нестабильности рынка». Центральный контрагент принял прагматичный подход к некоторым сложным проблемам. В одном случае к концу кризисной недели после консультации с SEC руководство OCC не стало настаивать на выплате маржи одним из участников клиринга, так как задолжавшая компания имела позиции по фьючерсам и опционам, которые являлись межрыночными хеджами, и потери на одном рынке

компенсировались бы прибылями на других рынках, пока хедж поддерживался.

В случае, приведенном в отчете SEC, позиции, которые не подлежали клирингу через OCC, находились у Межрыночной клиринговой корпорации (ICC), аффилированной структуры OCC, созданной в 1984 году для гарантирования, клиринга и расчетов по фьючерсам, опционам на фьючерсы и товарным опционам, торгуемым на рынках контрактов, которые формировали биржи – участники OCC.

По словам Уэйна Лютрингсхаузена, который принял ключевое решение в OCC в тот день, рассматриваемая компания оставалась успешной:

Мы должны были оценить риски. Да, мы могли ликвидировать эту компанию, но это было бы катастрофично. Так что мы фактически «простили» некоторые задолженности, позвонив в SEC и сказав, что считаем лучшим выходом дать компании дополнительный день, чтобы разрешить эту ситуацию. В ряде случаев мы решили отказаться от требований маржи¹⁵.

Среди компаний, занимающихся клирингом ценных бумаг, NSCC пережила потерю 400 000 долл., когда один из членов клиринговой корпорации объявил дефолт. Тем не менее эта сумма была мала по сравнению со 126 млн долл. на расчеты по фондовым сделкам, которые NSCC гарантировала для компании, и с 400 млн долл. гарантийного фонда для поддержки расчетной палаты. Убыток был покрыт за счет нераспределенной прибыли.

В отчете GAO критически оценивались задержки выплат CME и OCC утром 20 октября. Хотя обе клиринговые палаты формально выполнили свои обязательства по выплате участникам клиринга однодневных средств, имела место шестичасовая задержка CME по выплате 1,5 млрд долл. инвестиционным банкам Goldman Sachs

и Kidder Peabody, а OCC задерживала выплаты всем участникам клиринга на два – два с половиной часа.

Незначительные сбои у центральных контрагентов указывали на необходимость технических усовершенствований в системе торгов и обработки данных на рынках финансовых фьючерсов США. Но также стало ясно, что многие недостатки, вызванные большим объемом торгов во время краха, отражали проблемы, за которые не несли ответственность рынки деривативов или их клиринговые палаты.

Кризис показал несоответствие технических возможностей NYSE и бирж в Чикаго, которые негативно отражались на работе Нью-Йоркской фондовой биржи. NYSE имела электронную систему обработки DOT (система оборота приказов), предназначенную для оптимизации программных торгов. Эта программа оказалась недостаточно подходящей для ведения торгов во время кризиса. 19 октября позиции около трети акций S&P и индексов Доу-Джонса открылись с опозданием.

В отличие от неровного функционирования NYSE чикагские фьючерсные рынки начали торги 19 октября вовремя, но на фоне интенсивных продаж. В результате разрыв между показателями на биржах двух городов породил колебания управляемых компьютерами торгов, что усилило смятение. На следующий день, 20 октября, NYSE постаралась воспрепятствовать использованию системы DOT для совершения сделок трейдерами индексных арбитражей, что способствовало дальнейшему разрыву в ценах между рынками фьючерсов и акций.

Различные механизмы расчетов для разных продуктов и рынков привели к дополнительным трудностям. Несоответствие между расчетами в день сделки для индексных фьючерсов и практикой расчетов по наличным акциям через пять дней после сделки (T+5) означало, что инвесторы, которые хеджировали через разные рынки, могли по-прежнему испытывать большую потребность в денежных средствах¹⁶. Их нужда в денежных средствах добавилась

к проблеме угрозы блокировки платежной системы, вызванной слишком высокими требованиями маржи со стороны фьючерсных бирж США.

На обращение денег утром во вторник 20 октября повлияло еще одно обстоятельство. Fedwire, специальная система коммуникаций Федеральной резервной системы для передачи средств между крупными банками, закрылась на два с половиной часа из-за компьютерных неполадок. Это нарушило жизненно важное движение капитала между Нью-Йорком и Чикаго.

Различные практики расчетов препятствовали распространению информации между этими городами. Банкиры Уолл-стрит недостаточно осознавали необходимость немедленных платежей на чикагских фьючерсных рынках. Через несколько дней после падения рынка в прессе сообщалось, что переводы крупных денежных средств задерживались на несколько часов, так как не были известны домашние телефоны крупнейших банкиров Нью-Йорка.

Через год после кризиса Лео Меламед отмечал:

События 19 октября преподнесли нам очень важный урок, доставшийся дорогой ценой. Разница между уровнем рыночных механизмов и уровнем мышления людей, принимающих решения, была колоссальной. Большинство наших традиционных рынков работали на технологическом уровне, соответствующем пароходу. А ключевые деятели рынков давно пересели на F-16¹⁷.

В своем анализе кризиса Бернанке в 1990 году проявил больше оптимизма. Успокаивая себя обязательством Федеральной резервной системы вмешаться, когда финансовые рынки окажутся под угрозой, он писал: «Возможно, изменения в системе клиринга и расчетов могут быть сведены к технологическим усовершенствованиям в этой системе»¹⁸.

9.2. Реакция США

К тому времени, когда была опубликована статья Бернанке, центральные контрагенты в США уже предприняли шаги по устранению наиболее явных недостатков, которые обнаружились в ходе кризиса 1987 года. OCC заменила своего главного внешнего поставщика информации по ценам и укрепила свою систему расчета цен на опционы. СМЕ изменила свое программное обеспечение, чтобы наладить платежи и сбор внутрисуточной маржи и позволить осуществлять платежи ценными бумагами, а не только наличными. CFTC сообщала, что новые схемы сбора внутрисуточной маржи рассматривались участниками рынка как «одно из наиболее значительных улучшений процессов клиринга и расчетов» после кризиса¹⁹.

События октября 1987 года повлекли за собой ряд дополнительных изменений в работе отдельных клиринговых палат. Многие из них сообщили об этих изменениях достаточно быстро, так что их ответы были включены вместе с ответами регулирующих органов и центральных контрагентов в первые варианты отчета Контрольно-счетной палаты в 1990 году²⁰.

Посткризисные усовершенствования были сосредоточены в основном на управлении рисками центральными контрагентами, укреплении отношений между ними и их банками. Были даже предприняты некоторые шаги к сотрудничеству между клиринговыми организациями там, где это могло способствовать целостности рынка.

Например, СМЕ внесла изменения в управление рисками отдела аудита, что позволило бирже контролировать уровень риска среди счетов отдельных членов расчетной палаты и отслеживать их наиболее рискованные счета. Как и многие другие центральные контрагенты, СМЕ дважды в день проводила рыночную переоценку всех позиций для защиты своего капитала.

После событий октября 1987 года СМЕ последовала примеру ВOTСС и ввела «правило гарантии материнской компании», чтобы воспрепятствовать любому юридическому или частному лицу, держащему более 5 % гарантий члена клиринговой палаты, создавать фиктивные филиалы для уклонения от уплаты торговых убытков, понесенных от его имени.

СМЕ и ВOTСС вместе разрабатывали соглашение о расчетах, заключенное с чикагскими расчетными банками, в котором были прописаны условия крайнего срока и безотзывности платежей. В августе 1989 года СМЕ добавила два новых банка Нью-Йорка, Chemical и Bankers Trust, в список своих расчетных банков, чтобы снизить риск повторения проблемы, возникшей при сбое системы связи Fedwire 20 октября. В июле того же года биржа также получила кредитную линию в 250 млн долл. от консорциума из 14 международных банков.

Среди клиринговых палат по ценным бумагам укреплением своей финансовой поддержки занялась NSCC. По предложению контрольных органов она в октябре 1989 года сделала свой гарантийный фонд более ликвидным, уменьшив сумму средств, которые участники клиринга могли зарезервировать в качестве обеспечения в форме аккредитивов. Через несколько недель была организована кредитная линия от банков Bankers Trust на 200 млн долл. В совокупности, как сообщала NSCC, данные меры увеличили долю ликвидных активов в ее фонде клиринга с 25 % до более чем 75 %.

Разблокировка ресурсов для инвестирования в инфраструктуру после кризиса отражает структурные изменения в инвестиционном сообществе США. Все большую роль после принятия Закона о пенсионном обеспечении наемных работников от 1974 года (этот закон привел к росту пенсионных фондов с фиксированными взносами) стали играть профессиональные инвестиционные менеджеры.

На рынках производных финансовых инструментов финансовая мощь данных участников рынка быстро затмила мощь «локальных» дневных трейдеров, которые традиционно неохотно шли на вложения, не обещавшие быстрого возврата. Когда разразился кризис, инвестиционные менеджеры, которые контролировали активы стоимостью почти 2 трлн долл. по сравнению с 400 млрд долл. десятью годами ранее, владели ситуацией.

Профессиональные инвесторы работали на многих рынках. Это побудило центральных контрагентов к сотрудничеству и обмену информацией, и сближение ускорило, после того как две конкурирующие биржи сразу после кризиса возглавили это движение.

В апреле 1988 года CME и NYSE договорились оптимизировать коммуникации между собой и разработать систему автоматических выключателей, или приостановки торгов, которая должна была охватить все рынки акций и производных финансовых инструментов, с целью замедления колебания цен в период их крайней неустойчивости.

Другие, менее резонансные действия были направлены на решение вопросов, поднятых в отчетах GAO и других органов в связи с проблемами, с которыми сталкивались клиринговые палаты при мониторинге финансового положения фирм, торгующих более чем на одном рынке. В то время как большинство центральных контрагентов США благодаря вертикальной структуре индустрии фьючерсов работали только на одной бирже, пятая часть фирм-членов действовала на нескольких биржах.

Вариантом решения стало расширение обмена информацией. Еще до октября 1987 года BOTCC приступила к разработке схемы обмена информацией между фьючерсными клиринговыми палатами. В мае 1988 года была представлена система SHAMIS (система информации о совместно используемых рынках) для центральных контрагентов, обслуживающих фьючерсные биржи. Сведения о рисках и финансовом состоянии участников клиринга включали рыночную

переоценку движения денежных средств, выплаты опционной премии, информацию о том, была ли маржа профицитной или дефицитной, и информацию по истории торгов, чтобы установить, не отклоняется ли компания от нормальной схемы торговли.

После кризиса NSCC создала Группу по клирингу ценных бумаг (SCG), которая упорядочила договоренности по обмену информацией о марже, позициях и урегулировании расчетов между центральными контрагентами и центральными депозитариями, имеющими дело с акциями и опционами²¹. Цели Группы включали: создание центральной базы данных для хранения информации об участниках клиринга; повышение существующих требований SEC к финансовой отчетности для усиления надзора за клиринговыми агентствами; разработку механизмов для того, чтобы финансовые ресурсы объявивших дефолт членов клиринговой палаты одного центрального контрагента могли быть использованы для выполнения обязательств в других организациях по клирингу акций; а также создание системы взаимозачета дебетов и кредитов среди участников клиринга, вступивших в Группу.

Но обмен информацией встретил сопротивление в индустрии клиринга. CFTC пришлось приложить немало усилий, чтобы OCC неохотно присоединилась к системе SHAMIS. OCC была обеспокоена тем, что BOTCC может использовать свое положение одновременно участника и оператора системы, и жаловалась, что система SHAMIS была не лучшим решением по сравнению с договоренностями по снижению риска за счет интеграции источников обеспечения и кредитования – например кросс-маржинальных соглашений²².

9.3. Кросс-маржинальные соглашения, теоретическая система межрыночной маржи (TIMS) и анализ риска стандартного портфеля (SPAN)

Кросс-маржирование подразумевает расчет единого итога в качестве маржи в тех случаях, когда каждая сторона хеджируемой позиции выставляется на торги на отдельном рынке. Идея получила поддержку после кризиса в докладе Брэйди, а также SEC и CFTC. По сути, этот метод был неофициально использован в разгар кризиса благодаря доверительным отношениям между Лютрингсхаузенем из OCC и Биллом Бродски, который в 1987 году был президентом и исполнительным директором CME.

Бродски вспоминает, что Лютрингсхаузен позвонил ему после торгов 19 октября по поводу компании – участника клиринга, имевшей длинные позиции по фьючерсам S&P 500, которые торговались и проходили клиринг на CME и компенсировались портфелем опционов, купленным на CBOE и проходившим клиринг в OCC²³. Эта компания – не та, что упоминалась в докладе SEC и называлась выше, – имела проблемы с выплатой дополнительного обеспечения по обеим позициям. Тем не менее эти позиции компенсировали друг друга, так что если рассматривать их как единый портфель, компания теоретически не должна была выплачивать маржу соответствующим расчетным палатам.

В этом случае компенсирующие позиции находились на двух разных биржах и проходили через разные клиринговые палаты в отсутствие механизма, который позволил бы отменить выплаты маржи. Тем не менее личные связи Бродски и Лютрингсхаузена помогли преодолеть эти проблемы. Оба были знакомы с 1974 года, когда Бродски пришел на AMEX и стал развивать там торговлю опционами. Бродски был членом совета правления OCC до перехода на CME в 1982 году.

Вот как вспоминает Бродски эти события в беседе с автором через 22 года:

Мы доверили друг другу сотни миллионов долларов на слово – в те дни это была огромная сумма денег. И это сохранило систему. Без записей, без юристов. Это было в ночь с 19-го на 20-е.

По мнению Бродски, применение в данном случае кросс-маржирования помогло избежать краха участников клиринга на СВОЕ.

ОСС пыталась заставить СМЕ согласиться на кросс-маржирование еще до кризиса 1987 года в связи с популярностью метода хеджирования, в котором ведущие участники рынка на рынке опционов СВОЕ хеджировали свои риски с помощью фьючерсов, продаваемых на СМЕ. До ночи 19 октября биржа блокировала такие действия, чтобы защитить свою клиринговую палату.

После этого Бродски убедил правление Чикагской товарной биржи в том, что соглашение о кросс-маржировании необходимо для снижения системного риска и позволит предотвратить вмешательство государства. Правление приняло решение вводить эту систему избирательно. 6 октября 1989 года ОСС и СМЕ объявили о партнерстве на базе кросс-маржирования.

Как пояснил Майкл Кэхилл, президент и один из директоров ОСС: «У нас было много компаний с отличными портфолио, особенно в части индексных опционов и индексных фьючерсов на акции. Но они попали в затруднительное положение, так как мы с обеих сторон повышали требования маржи». По мнению Кэхилла, кросс-маржирование давало этим фирмам эффективный способ уравновесить денежные потоки, «и экономия на этом в течение многих лет была значительной»²⁴.

«Эта идея исходила от Президентской рабочей группы после кризиса 1987 года: взаимозачеты денежных потоков пошли бы

на пользу всей системе», – вспоминает Ким Тейлор, CEO и президент клиринговой палаты CME²⁵.

В противном случае складывается ситуация, когда при уравновешенной рыночной позиции возникают два различных требования маржи и два отдельных денежных потока, и, как считалось, эти нескоординированные денежные потоки сыграли не последнюю роль в системных проблемах, проявившихся во время кризиса 1987 года. Объединив все направления потоков, вы приводите к знаменателю требования обеспечения и реальные риски и проводите взаимозачет потоков платежей.

Соглашению OCC – CME в июне 1988 года предшествовало соглашение о кросс-маржировании между OCC и ее дочерним подразделением ICC. За этими новаторскими программами в 1990-е годы последовали другие, в том числе соглашение между OCC и BOTCC, трехстороннее соглашение о кросс-маржировании для CME, OCC и ICC, а в 1998 году было заключено соглашение о кросс-маржировании и общем банкинге для CME, BOTCC и CBOT. В начале 2002 года Клиринговая корпорация по государственным ценным бумагам (GSCC) и дочерняя компания Депозитарной трастовой и клиринговой корпорации (DTCC) представили ряд соглашений по кросс-маржированию с BOTCC, CME и недолго просуществовавшей компанией BrokerTec Clearing Company.

CME, LCH и LIFFE заключили соглашение об инновационном международном кросс-маржировании, чтобы сократить маржу для компаний – участников клиринга и их филиалов по позициям на евродолларовые контракты на CME, на Euribor или на Euro Libor на LIFFE. Это соглашение действовало до февраля 2010 года и затем прекращено британской клиринговой палатой²⁶.

В годы перед кризисом и сразу после него происходило дальнейшее развитие технологий управления рисками. OCC и CME независимо друг от друга разработали очень похожие компьютерные алгоритмы для оценки риска и расчета маржи. В 1986 году OCC ввела свою Теоретическую систему межрыночной

маржи (TIMS) – методологию расчета маржи, основанную на оценке рисков портфеля. В декабре 1988 года CME представила свою программу анализа риска стандартного портфеля (SPAN).

TIMS вычисляет максимально возможные потери по позициям портфеля при определенном изменении (в процентах) стоимости активов. Система TIMS, основанная на оценке риска, используется для расчета требований маржи и дисконта для портфелей опционов, фьючерсов и опционов на фьючерсы.

SPAN представляет собой инструмент для определения маржи, причем биржи и клиринговые палаты на свое усмотрение закладывают параметры риска, которые и учитываются в расчетах. Задача состоит в том, чтобы помочь центральным контрагентам в установке величины начальной маржи, достаточной для покрытия максимальных вероятных убытков, которые портфель может понести при определенных событиях на рынке в течение некоего периода. При этом проявляется забота о том, чтобы участники клиринга не вкладывали деньги в гарантийные депозиты сверх необходимости. Этот алгоритм стал ответом на увеличившуюся сложность производных финансовых инструментов после введения опционов на акции в 1970-е годы и опционов на фьючерсы в 1980-е.

Система SPAN, обновлявшаяся четыре раза за 20 лет, оказалась очень гибким инструментом для финансовой индустрии. CME решила выдавать лицензию на ее использование другим биржам и клиринговым организациям. Впоследствии эта система стала применяться в различных региональных вариантах, включая лондонскую SPAN в версии LCH.Clearnet. К 2008 году систему SPAN применяли более 50 бирж, клиринговых палат и органов регулирования по всему миру.

9.4. На пороге катастрофы в Гонконге

К тому времени, когда была запущена система SPAN, события в Гонконге открыли глаза на важность управления рисками для центральных контрагентов. Пока финансовые инфраструктуры Чикаго, Уолл-стрит и Лондона оправлялись от кризиса 1987 года, фьючерсный рынок Гонконга и его инфраструктура клиринга приблизились к катастрофе из-за сбоя самой структуры и управления рисками.

Компания, которая гарантировала выполнение фьючерсных сделок в Гонконге, оказалась на грани банкротства, что создавало угрозу кризиса на финансовых рынках. Катастрофы удалось избежать только благодаря аварийному пакету помощи из средств банков-акционеров и членов фьючерсной биржи при поддержке государства.

20 октября 1987 года, после того как новости о рекордном падении курса на NYSE достигли британской колонии, Фондовая биржа Гонконга (SEHK) решила приостановить торги до конца недели. Гонконгская фьючерсная биржа (HKFE) последовала ее примеру, приостановив торги по контрактам на фьючерсы из индекса Ханг Сенг (HSI).

Фондовая биржа действовала вопреки опасениям администрации колонии и брала в расчет различные соображения, но никак не задачу укрепить доверие к себе. Биржа опасалась панического сбрасывания акций и беспорядков на рынке, сомневалась в ликвидности своих членов, страшилась наплыва клиентов в банки с требованием выплатить вклады. Беспokoил ее и вопрос задержки расчетов, примерно на четверть миллиона сделок, что соответствовало объему полной недели торгов.

Приостановка торгов наступила после подъема индекса HSI на 89 % до наивысшей за всю историю точки, равной 3950 пунктов в год до 1 октября. Оборот фондового рынка за девять месяцев

1987 года возрос почти втрое. Контракт на индекс HSI на HKFE был относительно недавним нововведением, и его продажи увеличились почти в 20 раз с тех пор, как этот контракт вышел на рынок. Фьючерсная биржа тоже не так давно возобновила свою деятельность: она вновь получила лицензию в 1984 году после предыдущего кризиса, в результате которого пришлось провести реорганизацию.

После 20 октября председатель HKFE сообщил министру финансов, что брокеры испытывают затруднения с внесением маржи по контрактам, которые упали в цене за день до этого. Цены упали ниже предельного уровня, установленного до торгов 19 октября, и это побудило клиринговую палату ICCH (Гонконг) требовать от своих членов с длинными позициями по два внутрисуточных гарантийных депозита. Председатель также выразил серьезные сомнения в том, что Гонконгская корпорация гарантирования фьючерсов (FGC) сможет выполнить свои обязательства: FGC была капитализирована только на сумму в 15 млн гонконгских долл. и имела резервы объемом в 7,5 млн гонконгских долл.²⁷

Клиринг на HKFE происходил не вполне традиционным способом. Биржа заключила контракт с ICCH (Гонконг), членом группы ICCH, и передала ей функции клиринга. Однако ICCH (Гонконг) не несла прямых финансовых рисков в связи с клиринговой деятельностью. Риску подвергался держатель 20 % акций FGC – компания с ограниченной ответственностью, которая гарантировала исполнение контрактов. Другими акционерами FGC были Hong Kong Shanghai Banking Corp, которой принадлежало 20 % акций; Chase Manhattan Overseas Banking Corp и Chartered Capital Corp – им принадлежало по 15 % акций; Crédit Lyonnais, Barclays Bank и Wing On Bank (дочерняя компания филиала Hong Kong Shanghai Banking Corp) оставили за собой по 10 %.

20 октября неустойчивое состояние гарантирующей организации в сочетании с большим количеством коротких позиций среди 40 000 открытых фьючерсных контрактов на фьючерсы HSI

породило угрозу массовых дефолтов, которые могли бы привести к коллапсу фьючерсного рынка при его открытии – с катастрофическими последствиями для рынка наличных средств и Гонконга как финансового центра.

В результате во время приостановки торгов делались отчаянные попытки создать пакет помощи для Корпорации гарантирования фьючерсов. Эти усилия принесли плоды: получение кредита в 2 млрд гонконгских долл.²⁸ по рыночным ставкам для FGC. Акционеры компании внесли четверть этого кредита; брокеры и члены НКФЕ также внесли четверть, а Обменный фонд правительства Гонконга – половину.

Пакет помощи, собранный за выходные дни 24–25 октября, также подразумевал изменения в составе руководства НКФЕ и обязательства участников арбитражей не участвовать в обвальных продажах ценных бумаг. Когда рынки открылись 26 октября, индекс Ханг Сенг упал на 33 % до 2242 пунктов, в то время как фьючерсы HSI с поставкой в ближайший месяц упали на 44 % до 1975 пунктов на торгах после официального закрытия рынка.

Резкое падение, как и опасались, вызвало ряд дефолтов и побудило FGC уже во время торгов просить о большей поддержке. За вечер поступил еще один пакет помощи объемом в 2 млрд гонконгских долл. – 1 млрд от Обменного фонда правительства, а второй – в равных долях от Hong Kong and Shanghai Bank, Standard Chartered Bank и Банка Китая, чтобы FGC смогла выдержать падение индекса до 1000 пунктов. В течение двух последующих дней банки Гонконга сократили свои базовые кредитные ставки.

Второй пакет помощи из 2 млрд гонконгских долл. на этот раз не понадобился. Но из первого транша FGC позаимствовала почти 1,8 млрд гонконгских долларов для выполнения своих обязательств. В конце концов эти деньги вернулись за счет взыскания долгов с членов клиринговой палаты, а также сборов с транзакций на фьючерсных и фондовых рынках.

16 ноября губернатор колонии назначил Ревизионную комиссию по ценным бумагам во главе с Яном Хэем Дэвисоном, реалистично мыслящим бухгалтером и бывшим исполнительным директором Лондонского страхового общества Lloyd's, чтобы изучить уставные документы, схемы управления и деятельность двух бирж и их органов регулирования.

Через шесть месяцев комитет Хэя Дэвисона подготовил отчет, в котором указывалось на обнаруженные серьезные недостатки в управлении Гонконгской фондовой биржей, слабый надзор за ценными бумагами колонии и фьючерсной индустрией, а также недостаточный надзор правительства за рынками и брокерами. Были предложены способы решения проблем в виде подробных рекомендаций²⁹.

В отчете Хэя Дэвисона было показано, что «ни рыночная инфраструктура, ни системы регулирования не успевали следить» за фантастическим ростом НКФЕ. Как утверждалось в докладе, в частности:

...трехсторонняя структура – Биржа плюс Клиринговая палата плюс Корпорация инвестиционных гарантий – перемешала сферы ответственности и препятствовала созданию адекватной системы управления рисками, которая является неотъемлемой частью любого фьючерсного рынка. Все три учреждения должны были действовать в целях сдерживания угрозы от расширения деятельности и накопления крупных позиций у нескольких инвесторов.

Должны были, но не сумели. По мнению комитета, «основная причина краха контракта на индекс HSI заключалась в неадекватности мер по управлению рисками» биржи НКФЕ, при этом обнаружались «существенные недостатки» трехсторонней структуры.

В Гонконге контроль и отчетность были утрачены из-за неправильных отношений между тремя учреждениями. Несколько лет спустя Банк Англии определил эту проблему как «асимметричность распределения информации и рисков» между партнерами по трехстороннему соглашению³⁰.

С точки зрения банка, «клиринговая палата несла ответственность за мониторинг позиций, но не понесла бы потерь в случае дефолта, а гарантийный фонд понес бы потери, но зависел от клиринговой палаты, так как мониторинг позиций вела она. Это означало, что гарантийный фонд подвергался угрозе понести убытки из-за неполной информации, а трейдеры, которые не страдали от убытков гарантийного фонда, имели недостаточно стимулов, чтобы либо подчиниться мониторингу рисков со стороны клиринговой палаты, либо соблюдать благоразумные торговые стратегии.

На практике маржа на фьючерс HSI не была увеличена в соответствии с ростом цены контракта после его введения.

Хотя в докладе Хэя Дэвисона был описан ряд недостатков гонконгской системы, при этом он хотел, чтобы Гонконг сохранил свою финансовую индустрию и стремился стать «основным рынком капитала в Юго-Восточной Азии». Поэтому его доклад призывал к продолжению работы биржи NKFE и торгов по контрактам на ее фондовые индексы. Но комитет также был убежден в том, что системы клиринга и гарантий требуют реструктуризации с целью улучшения управления рисками: «В частности, клиринговая палата должна стать частью биржи, а гарантия должна быть подкреплена Фондом членов клиринговой палаты».

События в Гонконге стали неприятным известием для ICCH в Лондоне и не способствовали укреплению симпатии клиринговых банков к их совместному дочернему предприятию. Дэвид Харди, недавно прикомандированный к ICCH, должен был сообщить акционерам клиринговых банков, что им придется сделать взнос в фонд гарантийной корпорации, поскольку ICCH принадлежал пакет ее акций.

Я хорошо помню тот воскресный день, когда, сидя в своем саду, я обзванивал директоров банков и объяснял им, что у них нет другого выбора, кроме как выписать чек, – рассказывает Харди. – Были привлечены шесть банков³¹. Возможно, это был первый случай, когда «моральные вложения» в расчетную палату обернулись материальными. Банки не отказались от участия на этом этапе, но сделались раздражительными.

События в Гонконге показали, что вопросы учета и контроля, в том числе роль центральных контрагентов, уже не могут оставаться без внимания топ-менеджеров. Структура, система управления и механизмы управления рисками на бирже HKFE были признаны неполноценными. Но прежде чем органы регулирования по всему миру решительно отреагировали на риски, связанные с присутствием на биржах и в клиринговых палатах деривативов, должно было произойти сокрушительное падение одного из старейших финансовых учреждений Великобритании.

9.5. Крах банка Barings

В 1986 году, за год до краха, на долю США приходилось около 80 % сделок с производными финансовыми инструментами на биржах всего мира³². После событий октября 1987 года все еще казалось, будто меры по устранению недостатков, выявленных в ходе кризиса, ограничиваются пределами одной страны.

Однако условия быстро менялись. Финансовые рынки приобретали все более международный характер. Отмена регулирования Лондонской фондовой биржи также открыла Сити для крупных американских инвестиционных банков. Хотя старейшие фирмы проиграли новичкам, Сити превратился в ведущий финансовый центр Европы и крупнейший оптовый финансовый рынок. Еще одним достижением 1980-х годов стало распространение новых фьючерсных бирж в Лондоне, Париже, Гонконге, Монреале, Торонто, Сингапуре, Осаке, Цюрихе, Токио, Дублине, Франкфурте, а также в Новой Зеландии и Бразилии. И здесь инвестиционные банки США стали сильными игроками.

СМЕ сыграла свою роль в интернационализации финансовых фьючерсов. В 1984 году она заключила соглашение о взаимных зачетах с Сингапурской международной валютной биржей (SIMEX): сделки, проводимые на одной из этих двух бирж, могли уравниваться транзакциями на другой. Поскольку СМЕ взялась торговать фьючерсными контрактами на основе фондовых индексов Японии, Великобритании и всего мира, Чикагская биржа заключила соглашения по обмену информацией с Токийской фондовой биржей и Ассоциацией ценных бумаг в Лондоне – органом саморегулирования, созданным после «Большого взрыва» и дерегулирования финансовых рынков.

Но с точки зрения банкиров и органов регулирования основные посттрейдинговые проблемы, требующие решения на международном уровне, сосредотачивались на рынках ценных

бумаг. Когда «большая тридцатка», мощный мозговой центр, составленный из выдающихся финансистов и влиятельных эксполитиков из разных стран мира, рассмотрела «практику клиринга и расчетов на основных мировых рынках» и в марте 1989 года вышел обобщающий их мнения доклад, то в нем было уделено очень мало внимания деривативам: они рассматривались «лишь косвенно»³³.

Когда четыре года спустя, в 1993 году, «большая тридцатка» опубликовала отчет исследовательской группы по производным финансовым инструментам с 24 рекомендациями по надлежащей практике управления для дилеров, конечных пользователей и контролеров, то внимание было сосредоточено исключительно на глобальных производных инструментах внебиржевых рынков³⁴.

К 1995 году приоритеты изменились. К тому времени, как позже сообщил Банк международных расчетов, оборот производных финансовых инструментов на биржах за пределами США превысил оборот на биржах США и стоимость невыполненных контрактов (условная сумма кредитного обязательства) была лишь не намного меньше³⁵.

Непосредственной причиной краха Barings, почтеннейшего коммерческого банка Великобритании и одного из столпов Сити, стала деятельность Ника Лисона, зарвавшегося биржевого маклера из сингапурского представительства банка, который понес огромные убытки при торгах производными финансовыми инструментами на SIMEX и Бирже ценных бумаг в Осаке. Случай с банком Barings поставил на повестку дня для политиков опасность международного бедствия от биржевой торговли деривативами и инфраструктуры их клиринга.

Судьба банка Barings была решена в течение вечера 26 февраля 1995 года, когда Банк Англии предпринимал действия, чтобы взять Barings под управление после неудачной попытки его спасения в выходные. Позднее проведенное Великобританией официальное расследование обнаружило, что убытки от «несанкционированных

действий Лисона, которые в конечном счете привели к катастрофическим последствиям», составили 927 млн фунтов стерлингов – в два раза больше капитала банка³⁶.

В отчете Совета банковского надзора было показано, как деятельность трейдера оставалась незамеченной из-за «неисправности систем управления и других систем самых важных видов внутреннего контроля». Этот обвинительный приговор менеджменту банка не освободил от ответственности рынка и клиринговые палаты. Некоторые «тревожные сигналы» поступали сами или проявлялись в результате операций центральных контрагентов, принадлежавших биржам, на которых действовал Лисон. В связи с этим возник вопрос: почему проблемы трейдера не обнаружили прежде, чем он довел до убытков, которые привели к краху банка?

Лисон вел торги со счета банка Barings преимущественно фьючерсными контрактами индекса Никкей 225 и контрактами по фьючерсам на 10-летние облигации правительства Японии, которые выставались на торги как на SIMEX, так и на бирже в Осаке. Его начальники считали, что он занимается арбитражными торгами с позиций, которые были хеджированы, чтобы использовать ценовые различия между контрактами, так как они выставались на торги на двух биржах. Но с 1992 года Лисон начал заниматься нехеджированными торгами в растущих масштабах и скрывал накапливавшиеся убытки.

Попытки Лисона отыграться не состоялись из-за землетрясения в г. Кобе (Япония) в январе 1995 года, что вызвало резкое падение цен на японские акции и крайнюю нестабильность на рынках Японии. Его убытки резко возросли с 208 до 827 млн фунтов стерлингов за 57 дней с конца 1994 года по 27 февраля 1995 года. Столь стремительное ухудшение ситуации сделало актуальным вопрос о пренебрежении «тревожными сигналами» одним из приоритетных в расследовании краха Barings.

Деятельность Лисона породила слухи и вопросы и отражалась в инфраструктуре обеих бирж. Например, 27 января 1995 года биржа SIMEX направила в компанию Barings Futures (Сингапур) запрос о гарантиях выполнения обязательств по марже, и это письмо было передано в Лондон. В тот же день BIS в Базеле связался с руководством Barings в Лондоне, чтобы сообщить о слухах в Азии, будто банк понес большие убытки по контрактам с индексами Никкей и не может выполнить обязательства по марже. Кроме того, сотрудник службы финансовых новостей Bloomberg сообщил отделению Barings в Японии о том, что все говорят о длинных позициях банка в Японии.

К моменту краха Barings банк успел передать Barings Futures (Сингапур) Pte 742 млн фунтов, из которых 468 млн фунтов стерлингов – огромная сумма – была депонирована в SIMEX. К 23 февраля деятельность Лисона охватила 49 % всех открытых позиций фьючерсного контракта Никкей на март 1995 года и 24 % от июньского контракта. Его позиция по фьючерсам на облигации японского правительства составляла 88 % открытых позиций контрактов на июнь 1995 года³⁷. Некоторые позиции Лисона были общеизвестны: в соответствии с правилами, применяемыми в Осаке, его торговые позиции на данной бирже были помещены на доску объявлений. Если бы банк Barings или SIMEX связались с биржей в Осаке, они бы поняли, что его позиции в Сингапуре не были, как предполагалось, хеджированы в Осаке.

Данные сигналы остались незамеченными отчасти из-за неоперативной реакции и невнимательности менеджмента Barings, а также по причине того, что биржи и власти Сингапура и Японии не были в контакте.

Крах банка привел к резкому падению доверия инвесторов к SIMEX и ее центрального контрагента. Трейдеры Уолл-стрит, которые использовали SIMEX отчасти из-за ее связи с CME, поняли, что биржа не смогла строго контролировать банк Barings. Когда после закрытия банка биржа SIMEX увеличила маржу для

фьючерсных контрактов на индекс Никкей, некоторые американские участники клиринга возражали против такой меры, опасаясь, что их средства будут использованы для оплаты убытков банка Barings. Потребовались заверения от властей Сингапура в том, что этого не случится, чтобы развеять сомнения по поводу надежности клиринговой палаты биржи SIMEX.

Крах банка поднял и другие вопросы, в том числе о различиях в правовом режиме клиентов и участников клиринга на случай банкротства. В схватке за «наследство» банка выяснилось, что японское законодательство, в отличие от американского, не отделяет счета клиентов банка Barings от собственных средств банка и, следовательно, не может защитить клиентов обанкротившегося банка от кредиторов банка. Неразделение счетов привело к задержкам закрытия или передачи открытых позиций и гарантийных фондов.

9.6. Реакция органов регулирования

Реакция органов регулирования и фьючерсной индустрии на недочеты, обнаружившиеся при крахе банка Barings, не заставила себя ждать. В мае 1995 года должностные лица из 16 стран, ответственные за надзор за ведущими мировыми рынками фьючерсов и опционов, провели два дня в Виндзоре, городе к западу от Лондона, чтобы сделать выводы из краха Barings и быстрого роста объемов международных торгов на фьючерсных и опционных биржах. Под совместным председательством представителей CFTC и Управления по ценным бумагам и инвестициям, основного на тот момент британского органа регулирования, собрание сосредоточилось на вопросах сотрудничества между органами управления рынками, защиты позиций, денег и активов клиентов, процедур дефолта, а также сотрудничества между органами регулирования в чрезвычайных ситуациях.

Результатом стала «Виндзорская декларация», которая поставила на повестку дня повышение устойчивости и безопасности международных рынков деривативов при таких рискованных вложениях, как в случае Лисона, а также улучшение защиты активов клиентов. Эта программа действий была поддержана также Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO) и Глобальной целевой группой по финансовой безопасности, организованной Ассоциацией фьючерсной торговли (FIA) в марте 1995 года.

Рабочая группа FIA также действовала быстро, разработав к июню 1995 года 60 рекомендаций для бирж и клиринговых палат, брокеров и посредников, а также клиентов. Опираясь на опыт 60 участников из 17 юрисдикций, рабочая группа подчеркнула важность улучшения международной координации и коммуникации между биржами, клиринговыми палатами и органами

регулирования. Группа также обратила внимание на необходимость создания аварийных механизмов «для облегчения закрытия или передачи позиций и возврата собственности участникам клиринга или клиентам... как можно скорее»³⁸ в случае краха участника клиринга или другого посредника.

В марте 1996 года органы регулирования торговли фьючерсами из 14 юрисдикций, а также представители 49 бирж и клиринговых организаций 18 стран провели встречу на курорте Бока-Ратон (США), чтобы упорядочить механизмы обмена информацией в первом многостороннем соглашении такого формата. «Декларация о сотрудничестве и контроле над международными фьючерсными биржами и расчетными организациями», подписанная регулируемыми органами³⁹, была подкреплена Меморандумом о взаимопонимании и согласии, подписанным 49 биржами и расчетными организациями. Декларация и Меморандум установили механизмы двустороннего обмена информацией между регулируемыми органами на случай, если определенные события вызывают беспокойство по поводу финансовых ресурсов или позиции участника биржи.

Новые участники присоединялись к Декларации и Меморандуму. IOSCO взяла на себя работу по координации связей с другими органами регулирования, желающими подписать Бока-Ратонскую декларацию. К марту 1998 года число участников достигло двадцати пяти. IOSCO также поручила своему техническому комитету подготовить ряд докладов в продолжение Виндзорской декларации.

Комитет по платежным и расчетным системам (CPSS) «большой десятки» также принял участие в обсуждении ставших актуальными после краха банка Barings вопросов надежности клиринговых систем для деривативов, торгуемых на биржах. В марте 1997 года Патрик Паркинсон, должностное лицо Федеральной резервной системы, который возглавлял исследовательскую группу CPSS по биржевым деривативам, представил свой доклад. Вслед за ним

Базельская группа глав центральных банков снова сосредоточилась на системах управления риском клиринговых палат⁴⁰.

Эта группа определила следующие источники потенциальной уязвимости:

- недостаток финансовых ресурсов для компенсации убытков и сжатия ликвидности вследствие дефолтов членов биржи, вызванных экстремальной динамикой цен;
- недостаток механизмов для управления суточными рисками;
- слабость механизмов денежных расчетов.

В докладе Паркинсона центральным контрагентам рекомендовалось проводить стресс-тестирование для борьбы с рисками, которые порождаются экстремальной динамикой цен; своевременно сверять результаты торгов для расчета требований маржи, чтобы уменьшить внутрисуточный риск; также следовало заключить четкое соглашение по расчетам с участниками клиринга и использовать систему валовых платежей, работающую в режиме реального времени – в ту пору это было нововведением в инфраструктуре платежей, – для укрепления механизмов денежных расчетов.

Взятые по отдельности, эти инициативы по регулированию рынков деривативов и клиринговых организаций этих рынков, возможно, не показались бы чересчур радикальными. При рассмотрении же их в совокупности становилось ясно, что почти за двадцать лет значение индустрии фьючерсов резко возросло. Сотрудничество органов регулирования и индустрии показало, насколько обе стороны осознают способность фьючерсных и опционных бирж и их клиринговой инфраструктуры влиять положительно или отрицательно на мировую экономику.

10. Континентальная Европа: центральные контрагенты и стремительное развитие бирж

10.1. Изобилие акронимов

Меморандум о взаимопонимании и согласии, подписанный в марте 1996 года после краха банка Barings на курорте Бока-Ратон 49 биржами и расчетными палатами, показал, насколько фьючерсный и опционный бизнес вырос во всем мире после кризиса 1987 года.

Либерализация, отмена регулирования и потребность инвесторов в защите от рыночной турбулентности способствовали распространению опционных и фьючерсных бирж. Как показано на рис. 10.1, доля США в деривативах, выставляемых на торги на организованных биржах, упала с более чем 75 % в 1986 году до менее чем 50 % в 1995 году. LIFFE в Лондоне явилась одним из первых примеров этой тенденции, начав деятельность в 1982 году, почти через три года после отмены валютного контроля в Великобритании.

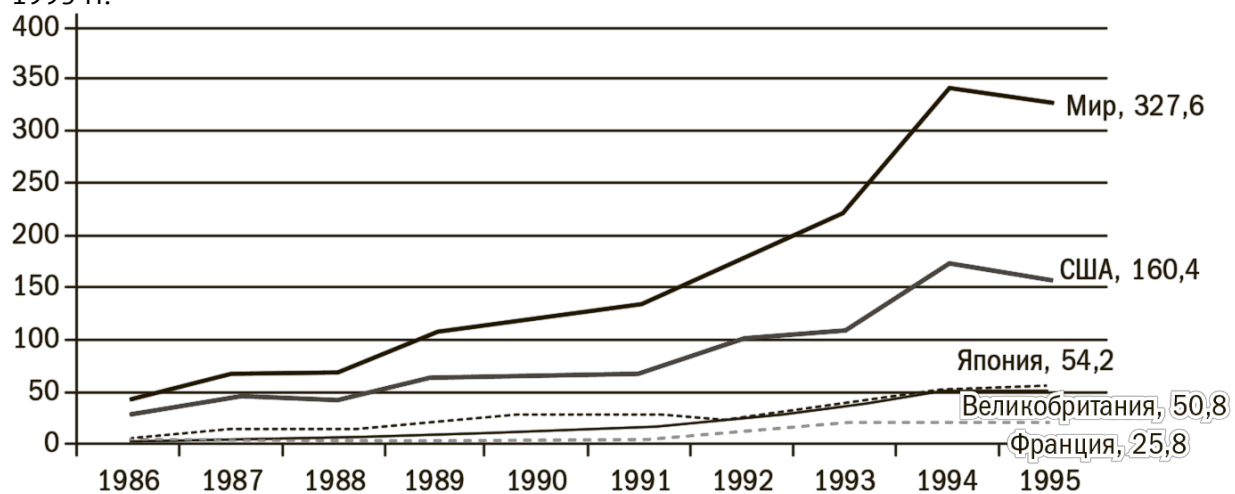
По Европе, особенно континентальной, прокатилась эпидемия акронимов. Среди первых стран, которые отреагировали на перемены, была Франция, где общее стремление к модернизации финансовых рынков и их инфраструктуры охватило и левых, и правых. Планы создания новой фьючерсной биржи вынашивались социалистическим правительством и продвигались министром финансов Пьером Береговуа для финансирования быстро растущего государственного долга.

MATIF¹ была открыта для торгов фьючерсами в 1986 году, MONEP², французский рынок опционов, – в сентябре 1987 года. К этому времени правительство страны сменилось. Хотя президент-социалист Франсуа Миттеран оставался у власти, страна проходила

через два года политического «сожительства», в ходе которого правоцентристское правительство во главе с премьер-министром Жаком Шираком активно продвигало финансовые рынки. В 1987 году правительство Ширака приняло закон о реформировании фьючерсных рынков с целью объединить биржи по торговле сырьевыми товарами и финансовыми фьючерсами.

В 1988 году настала очередь Швейцарии, где была открыта биржа SOFFEX³, на 40 % принадлежащая трем ведущим биржам страны (Цюрихской, Женевской и Базельской) и на 60 % – пяти крупнейшим банкам при поддержке Швейцарского национального банка и правительства в Берне.

Рисунок 10.1. Финансовые деривативы, обращающиеся на организованных биржах, годовой оборот подсчитан в условных основных суммах, трлн долл., за период 1986–1995 гг.



Источник: Банк международных расчетов (1997): «Клиринговые соглашения по торгуемым на биржах деривативам», Базель, Швейцария.

Германия выступила в конце 1980-х годов, когда новое законодательство сняло многие ограничения фьючерсной торговли, установленные Законом о биржах и биржевых сделках (Börsengesetz) от 1896 года. Немецкая срочная биржа (DTB) начала торги деривативами в Германии в январе 1990 года, и оборот быстро вырос после скромных итогов первого года. Биржа, принадлежавшая 17 банкам, возглавлялась активным

и амбициозным председателем Рольфом-Эрнстом Брюйером, старшим администратором Немецкого банка. Герр Брюйер, которого во Франкфурте называли Mr Finanzplatz⁴, был ярким сторонником продвижения финансовых услуг в Германии.

Биржи приняли различные методы торгов и разные подходы к клирингу финансовых деривативов. Биржа MATIF последовала примеру LIFFE и крупных бирж, торговавших деривативами в Чикаго, и выбрала голосовую торговлю, в то время как SOFFEX и DTB с самого начала приняли электронные технологии.

Биржи MATIF и MONEP создали свои собственные расчетные палаты с использованием технологий, приобретенных у ICCH и отработанных лондонской клиринговой палатой в Австралии.

Центральный контрагент MATIF назывался Парижская расчетная палата по сделкам с финансовыми инструментами (CCIFP). Она развилась из системы, использовавшейся Сиднейской фьючерсной биржей, и начала работать с небольшим штатом в 10 человек. Операции MONEP проходили клиринг в Обществе компенсации опционных рынков (Société de Compensation des Marchés Conditionnels), которое, как и MONEP, было участником фондовой биржи SBF (Парижская биржа).

Как было описано выше, LIFFE использовала систему управления рисками центральных контрагентов, позаимствованную у ICCH, которая с 1982 года принадлежала основным коммерческим банкам Великобритании (с биржей ее больше не связывали никакие акционерные взаимоотношения). С другой стороны, биржа LIFFE управляла своей расчетной системой TRS/CPS (Система регистрации торговых сделок / Система обработки клиринговых операций), которая была разработана биржей и отличалась по происхождению и техническим характеристикам от австралийского варианта ICCH, используемого на биржах MATIF и MONEP.

Создатели же SOFFEX поручили консультанту Артуру Андерсену разработку полностью интегрированной системы торгов и клиринга. В 1985 году комитет банкиров и официальных лиц, отвечавших

за создание биржи, отверг идею использовать системы, уже предлагавшиеся шведской компанией OM и лондонской ICCH⁵.

В 1987 году, еще до открытия SOFFEX, основатели DTB начали переговоры со швейцарской биржей по поводу использования ее технологии, созданной Артуром Андерсеном. Вскоре после того как биржа SOFFEX начала торги, биржа DTB приобрела такую лицензию. Хотя немецкие и швейцарские биржи находились в разных юрисдикциях по обе стороны границы Европейского сообщества и каждая добавила свои спецификации в систему, разработанную Артуром Андерсеном, они интегрировали технологии торгов и клиринга. Их общая технология стала основой для более тесных связей в будущем.

В отличие от ICCH, которая была учреждена давно и обслуживала целый ряд рынков, центральные контрагенты континентальной Европы шли в кильватере своих бирж, и в тот момент, когда они попытались расширить свой бизнес, биржи подверглись комплексному и разнообразному давлению, не только экономическому.

10.2. Европейский союз, Валютный союз и единый рынок Европы

9 ноября 1989 года рухнула Берлинская стена. В течение следующих двух лет произошли ликвидация коммунизма как политической силы, распад Советского Союза и объединение Германии.

Получив большую поддержку в 1980-х годах, рыночный капитализм, политика либерализации и отмены избыточного регулирования теперь, как казалось, властвовали безраздельно. Мотив получения прибыли стал мировой нормой, что давало огромный стимул к приватизации и подрыву таких веками почитаемых понятий, как взаимный фонд и совместное владение. Параллельная революция в области информационных и телекоммуникационных технологий упростила и удешевила коммуникацию между странами и континентами. У инвесторов появилось больше возможностей для перемещения капитала по всему миру в поисках большей прибыли, чем когда-либо со времен 1914 года. И гораздо более быстрой. Началась новая эпоха – глобализации.

События конца 1980-х годов дали новый импульс стремлению инвестиционных банков США к расширению за границей. Они сделали значительные инвестиции в Лондоне после «Большого взрыва» в октябре 1986 года – дерегулирования финансовых рынков Великобритании – с целью использовать Сити в качестве базы для международных сделок в Европе. Они столкнулись с фрагментированной средой посттрейдинга, которая оказалась гораздо более дорогостоящей, чем дома, в Америке. Вследствие этого в 1990-е годы они все упорнее стремились добиться снижения затрат от поставщиков услуг финансовой инфраструктуры.

Политически Европа отреагировала на геополитическую революцию 1989–1991 годов, поднажав с амбициозными планами

большей интеграции. В декабре 1991 года лидеры Европейского экономического сообщества завершили трудные многомесячные переговоры в Маастрихте на юге Голландии подписанием соглашения о существенном изменении Римского договора, на котором основывалось ЕЭС. Они договорились превратить Европейское экономическое сообщество в Европейский союз на основе экономического и валютного объединения. Четыре года спустя лидеры ЕС на саммите в Мадриде окрестили свою единую валюту «евро» и установили дату, 1 января 1999 года, с которой все члены ЕС, решившие принять участие в проекте, должны были прекратить обращение своей валюты и перейти на единую денежную политику. В 1999 году 11 из тогда еще 15 стран Евросоюза вошли в еврозону. Три года спустя евро стал полноценной валютой: 12 стран ввели в обращение банкноты и монеты евро.

Сторонники экономического валютного объединения видели в нем логичный результат процесса интеграции, который шел в ЕС.

Некоторые страны – члены ЕС обязались удерживать свои валюты в узких диапазонах колебаний с помощью механизма валютных курсов (ERM). Созданный в 1979 году с целью ускорения экономического роста и занятости, этот механизм имел свои недостатки. Он страдал от случайных, разрушительных, спекулятивных атак; некоторые из них вынуждали проводить в выходные дни перегруппировку «центральных ставок», определяющих отношения валют членов ERM друг к другу. Огромная волна спекуляций в сентябре 1992 года спровоцировала выход из ERM фунта стерлингов и итальянской лиры. Кризис и продолжавшиеся волнения вокруг курса французского франка к немецкой марке в течение 11 месяцев до августа 1993 года дали мощный импульс для развития рынков финансовых фьючерсов в Европе.

Когда был заключен Маастрихтский договор, ЕС уже задействовал программу по слиянию экономик 12 стран – членов ЕС в единый

рынок. Но программа формирования единого рынка была сосредоточена главным образом на товарах. Финансовая либерализация была неравномерной, и часто ей препятствовало протекционистское поведение государств – членов в Совете министров ЕС.

Правда, существовал раздел законодательства, называемый Директивой об инвестиционных услугах (ISD). Утвержденная в 1993 году и введенная в 1996 году ISD должна была создать общеевропейские правила для финансовых рынков ЕС. Но это был компромисс, достигнутый в ходе переговоров, поскольку правительства многих стран-членов были готовы защищать национальные финансовые секторы и их интересы любой ценой.

ISD позволяла регулируемым рынкам предлагать удаленный доступ инвестиционным фирмам из других стран – членов ЕС для оказания определенных финансовых услуг. Данный «единый паспорт» был очень выгоден для трейдеров и бирж, использующих электронную торговлю на экране, например для DTB. Эта директива также давала авторизованным инвестиционным фирмам возможность удаленного доступа к клиринговой и расчетной системам. Но поскольку посттрейдинговая инфраструктура оставалась нерегулируемой на европейском уровне, государства-члены могли ограничить доступ к ней через границы государств.

В самом деле, директива содержала много лазеек – например упустила из виду покрытие товарных деривативов, – и ее реализация шла медленно. В основу ISD был заложен принцип взаимного признания. Это означало, что разрешение, выданное инвестиционной компании национальным, или «домашним», контролером, дает ей право вести торги или «импортировать» свои услуги на всей территории ЕС. Но взаимное признание постоянно подрывалось плохо замаскированными протекционистскими положениями, которые позволяли иностранному или «принимающему» государству навязывать свой порядок ведения дел.

Финансовые рынки и поставщики услуг инфраструктуры получали противоречивые сигналы. Подготовка к валютному объединению набирала темпы с 1996 года и действовала как стимул для интеграции и консолидации среди бирж и центральных контрагентов в Европе. Но в политике ЕС отсутствовало осознание того, что финансовую инфраструктуру Европы следует направлять к интеграции и консолидации в масштабах всего континента, как это происходило на рынке ценных бумаг США с середины 1970-х годов.

Поскольку политика ЕС была несовершенна, в 1990-е годы топ-менеджеры финансовой инфраструктуры в Европе столкнулись с важными стратегическими вопросами. Специфические проблемы отрасли указывали на необходимость более тесной интеграции и консолидации. Быстрый рост товарооборота, рост конкуренции и упор на безопасность и управление рисками после кризиса 1987 года и краха банка Barings потребовали увеличения расходов на информационные технологии. В то же время нарастало давление со стороны американских инвестиционных банков на европейских поставщиков инфраструктурных услуг с требованием сократить расходы. Оказавшись между двух огней (требований снизить цены и увеличить капитальные расходы), биржи Европы и операторы центральных контрагентов надеялись сэкономить на масштабах.

Бюджеты были небезграничны, несмотря на значительный рост оборота. Следовало ли направить финансирование на технологическое развитие бэк-офиса или же на технологическое обеспечение торговых операций? И как распорядиться инвестициями, когда выбор сделан? Компьютеризация имела большое значение, но без эффективного управления IT-проекты могли в разы вырасти в цене, что имело бы катастрофические последствия.

Потребность в глобализации и интеграции в Европе была неоспорима. Должны ли были менеджеры бирж и поставщиков инфраструктурных услуг искать решения в пределах границ своих государств, где правила игры были понятны? Или стоило

предвосхитить формирование единого рынка и введение единой валюты, хотя этот процесс еще только начался и такие важные вопросы, как налогообложение и национальные законы, по-прежнему находились под жестким контролем национальных органов управления?

Но что все эти факторы означали для структур компаний? Способствовала ли интеграция повышению эффективности? И если да, то было ли правильным решением создание вертикальных структур, связывающих различные звенья цепочки операций, начиная от размещения заказа через торги и кончая завершением сделки? Или разумнее было интегрировать деятельность на различных стадиях торгов горизонтально, по функциям, сначала внутри европейской юрисдикции, а затем за ее пределами?

Наконец, как сказалось это финансовое и геополитическое давление на системе корпоративного управления? Более конкурентоспособные условия, которые возникли после кризиса 1987 года, контрастировали со «щадящей» средой, в которой существовали многие европейские биржи и инфраструктуры в конце 1980-х годов. Отказ от статуса взаимного фонда стал для компаний одним из способов приобретения дополнительных инвестиций. Но, выбирая этот способ, как могли они удовлетворить и пользователей, и акционеров, не говоря уж о политиках и регулирующих органах, которые в конце XX века проявляли все больший интерес к функционированию финансовой сферы?

Самым очевидным и самым простым вариантом для бирж и поставщиков услуг финансовой инфраструктуры была экономия за счет увеличения масштабов благодаря консолидации операций в своей стране. Такая тенденция проявилась в Германии и Франции. Но в 1990-е годы компании начали активно изучать возможности повышения качества услуг и снижения издержек по международным операциям. Международные контакты между компаниями стали частыми, порой излишне интенсивными и даже лихорадочными, однако сторонний наблюдатель, оценивая события

в постттейдинговом секторе Европы в 1990-е годы, мог легко сделать вывод, что в итоге гора родила мышь.

И все же в 1990-е годы были проведены две значительные корпоративные реструктуризации, которые оказали влияние на центральных контрагентов континентальной Европы. Швейцарская и немецкая биржи деривативов объединились в Eurex, международную систему электронной торговли с вертикально интегрированной структурой. На несколько лет Eurex стала крупнейшей биржей деривативов в мире.

Во Франции биржи страны были объединены в рамках единого холдинга с горизонтальной структурой: услуги по клирингу рынков наличных и деривативов были сосредоточены в Центральном клиринговом банке (BCC) – центральном контрагенте, который позднее был переименован в Clearnet и стал претендовать на более глобальную роль в Европе.

Маневры, которые привели к столь несхожим последствиям, проводились на фоне неистовой борьбы европейских биржевых групп, по мере того как введение евро с 1 января 1999 года из возможного делалось вероятным, а затем и неизбежным.

Далее в данной главе рассматривается, как Clearnet и Eurex возникли в результате взаимодействия пяти компаний в Европе: MATIF и SBF во Франции, SOFFEX в Швейцарии и DTB с родительской группой Deutsche Börse в Германии, при этом CME играла вспомогательную роль за кулисами. Действия и позиция трех сильных игроков – руководителей MATIF, Парижской фондовой биржи SBF и Deutsche Börse – оказали большое влияние на развитие событий.

10.3. Три биржевых лидера

Некоторые люди сразу отождествляются с компанией, которой они руководят. Другие вынуждены упорно трудиться, прежде чем их заслуги будут признаны. Жерар Пфовадель, председатель и исполнительный директор MATIF, принадлежит к первому типу.

В 1985 году Пфовадель, высокопоставленный чиновник французского Министерства финансов, занимался разработкой законодательства, которое способствовало появлению MATIF. Три года спустя он легко и естественно перешел с должности главы подразделения министерства по финансовым рынкам на пост председателя и CEO фьючерсной биржи Франции с намерением сделать ее важнейшим рынком деривативов в Европе.

Выпускник Национальной школы по подготовке руководящих кадров (École Nationale d'Administration), Пфовадель принадлежал к финансовой и политической элите Франции. Жена-американка помогала этому общительному руководителю чувствовать себя как дома по обе стороны Атлантики.

«Очень умный и эрудированный человек» – так отзывался Лео Меламед о своем французском друге⁶. Пфовадель нацелил MATIF на программу расширения как в своей стране, так и на международной арене.

В 1988 году MATIF использовала в своих интересах законодательство Франции о фьючерсном рынке от 1987 года и приобрела товарные биржи Парижа, Лилля и Гавра, изменив свое полное название на Французскую срочную международную биржу (Marché à Terme International de France, аббревиатура сохранилась). Она приобрела первых зарубежных членов и стала предлагать новые продукты, помимо фьючерса на французские облигации Notionnel, с которого она так успешно начинала. В следующем году Пфовадель объявил о своем плане объединения биржи, работавшей по принципу голосовой торговли, с GLOBEX, платформой

электронных торгов, разработанной CME и NYMEX и действующей после закрытия бирж. В январе 1993 года биржи MATIF и DTB заключили соглашение о сотрудничестве в области маркетинга, операций и стратегии развития, таким путем объединив французские и немецкие фьючерсные рынки в рамках подготовки к Европейскому валютному союзу.

Пфовадель также не пренебрегал проблемами посттрейдинга. Он стал председателем Центрального клирингового банка после того, как MATIF в 1990 году приобрела клиринговую палату по товарным фьючерсам. Два года спустя MATIF заменила первоначальную клиринговую систему, базировавшуюся на австралийской технологии ICCH, на внутреннюю систему, основанную на цифровом оборудовании.

Оборот заметно возрос. В 1989 году биржа MATIF расширила торговое пространство вдвое. В июне 1991 года, через четыре месяца после своего пятилетия, биржа продала свой стомиллионный контракт.

И это был пик развития MATIF. Не то чтобы биржа замедлила движение – она продолжала расти, расширяя свою сферу торгов, добавляя новые контракты, и выходила на другие биржи. Некоторое время биржа MATIF могла претендовать на четвертое место по величине среди бирж деривативов. Но LIFFE в Лондоне препятствовала попыткам биржи MATIF развить торговлю фьючерсами на основе нефранцузских финансовых инструментов. Кроме того, сначала во Франции, а затем в Германии новые руководители возглавили другие биржи, которые ограничили пространство для маневра Пфоваделя.

Биржа MATIF утратила свою независимость в конце 1997 года (об этом подробнее ниже), став дочерней компанией Парижской биржи SBF, оператора Парижской товарной биржи и опционного рынка MONER. Через четыре месяца после поглощения биржи Пфовадель ушел в отставку с постов председателя и CEO MATIF, и его сменил Жан-Франсуа Теодор, председатель и CEO Парижской

биржи SBF, который добавил к своим постам еще и должность в MATIF.

Теодор был назначен председателем и исполнительным директором SBF в 1990 году. При беглом просмотре резюме Пфоваделя и Теодора кажется, будто они близнецы. Оба были выпускниками Национальной школы по подготовке руководящих кадров. Оба перешли на биржу из Министерства финансов Франции – того государственного ведомства, которое в конце 1980-х годов выделило деньги на модернизацию финансовых рынков Франции.

Но у Пфоваделя и Теодора были разные характеры. Теодор был скорее усердным незаметным тружеником, славившимся способностью работать по многу часов. Скромный человек, говорящий по-английски с французским акцентом, он мог показаться неуверенным в себе. С его средиземноморским типом внешности и помятым костюмом он больше походил на Колумбо, итальяно-американского детектива (и жертву портновского искусства) из сериала-долгожителя, чем на «повелителя вселенной». Но с первых же дней работы в SBF Теодор проявил себя как способный тактик, дальновидный стратег и блестящий финансовый организатор.

Было легко недооценить Теодора, и многие поплатились за это. Мастер отсрочек и умышленных недомолвок, он умел, когда требовалось, действовать смело и быстро, чтобы добиться своей цели. Он провел свою группу через ряд слияний, приобретений и ликвидаций, сначала во Франции, а затем за ее пределами, что привело в 2007 году к созданию NYSE Euronext, первой трансатлантической биржевой группы. Финансовые маневры Теодора принесли большую прибыль акционерам после преобразования биржи из взаимного фонда в акционерное общество в 2001 году. Благодаря своим достижениям Теодор стал долгожителем среди руководителей европейских бирж, уйдя

на пенсию с должности заместителя CEO NYSE Euronext в 2009 году в возрасте 63 лет.

Бизнес, за который пришлось взяться Теодору, был в другом состоянии, чем недавний «стартап» Пфоваделя. Для Пфоваделя посттрейдинговая структура и информационные технологии стояли в ряду многих вопросов, требовавших решения. Отчасти из-за стечения обстоятельств, отчасти благодаря личной склонности, в списке приоритетов Теодора они стояли гораздо выше. Операционная сторона деятельности биржи требовала ремонта. Технические сбои, в особенности в области торгов и расчетов по зарегистрированным ценным бумагам, приводили к задержкам и блокировке торгов. Эти трудности нарастали в нестабильных условиях 1987 года.

«После 1987 года возникли серьезные сложности, особенно во Франции, – вспоминал Теодор⁷. – Иногда терялись ценные бумаги, были трудности с поиском счетов. Документы и записи не были потеряны физически, так как во Франции применялась электронная система архивации. Но расчеты выполнялись с большим опозданием. В особенности после кризиса 1987 года в брокерских отделах обработки документации царил хаос. Накопился комплекс проблем, и нам пришлось много работать, чтобы навести порядок».

К счастью для Теодора, уже началось улучшение инфраструктуры. SBF и центральный депозитарий ценных бумаг Sicovam (Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières) вместе работали над системой Relit⁸, которая должна была сочетать в себе подтверждение заказа, приведение в соответствие и урегулирование расчетов по акциям и облигациям, выставляемым на торги на фондовом рынке Парижа. Необычным было то, что эта система поставки против оплаты включала в себя центрального контрагента. Сделано это было для того, чтобы справляться со сложными французскими практиками расчетов по ценным бумагам, которые в то время включали в себя урегулирование

с интервалами в одну, две недели или даже месяц в зависимости от типа выставляемых на торги ценных бумаг. Центральный контрагент Relit, который назывался ISB, был необходим для страховки от риска контрагента при долгосрочной схеме расчета. Это был первый центральный контрагент по ценным бумагам в Европе – весьма своевременное нововведение. Он хорошо взаимодействовал с электронными торговыми площадками того типа, которые использовала Парижская электронная биржа.

Система Relit была успешно запущена в октябре 1990 года. ISB начала работать постепенно, опираясь на технологии, разработанные NSCC, американским центральным контрагентом для ценных бумаг. В ноябре 1990 года система обрабатывала небольшую часть акций рынка, а через год – их подавляющую часть.

Благодаря ISB Парижская фондовая биржа оказалась наиболее передовой в Европе именно с точки зрения своего центрального контрагента для ценных бумаг. Это сослужило Теодору добрую службу в конце 1990-х годов и помогло проложить путь к консолидации французских рынков ценных бумаг и деривативов: слияние происходило на его условиях и в основном на базе новых технологий.

События в Германии, где программа консолидации бирж и посттрейдинговой инфраструктуры внутри страны проводилась в начале 1990-х годов, также повлияли в итоге на перестройку финансовых рынков Франции под руководством Теодора.

Немецкая срочная биржа (DTB) была в переходном состоянии, когда Пфовадель и Йорг Франке, генеральный директор DTB, подписали договор о сотрудничестве в январе 1993 года. Под руководством Рольфа Брюйера в 1992 году банки Германии решили образовать единое юридическое лицо путем консолидации своих активов на Франкфуртской фондовой бирже – крупнейшей в стране – с их долей в DTB и Немецком кассовом союзе (DKV), то есть немецком центральном депозитари. Образовавшаяся группа, Deutsche Börse AG, была закрытым внебиржевым акционерным

обществом и принадлежала главным образом банкам, но при этом небольшие независимые региональные фондовые рынки владели миноритарным пакетом акций размером в 10 %. Слияние вступило в силу в январе 1993 года.

Следующим шагом Брюйера в марте 1993 года был «переворот» в верхушке вновь созданной биржи Deutsche Börse. В результате на биржу в июле того же года пришел Вернер Зейферт, 44-летний руководитель правления швейцарской страховой группы, и стал генеральным директором франкфуртской биржевой группы.

Зейферт – третий из этой героической команды, сформировавшей клиринг с участием центрального контрагента в континентальной Европе в 1990-е годы. Он приобрел опыт, работая консультантом в McKinsey, обладал быстрым, логическим и мощным умом. Зейферт изучал теорию игр в университете, увлекался джазом и умел играть на электронном органе. В своей работе он использовал метод импровизации и командной работы, характерный для исполнения джазовой музыки. Он считал себя нешаблонным стратегическим мыслителем и часто проводил мозговой штурм с командой полных энтузиазма, молодых и преданных менеджеров, многие из которых были выпускниками «школы» McKinsey.

Однако у Зейферта имелись и недостатки. Ему не хватало дипломатизма и терпения, понимания культурной и исторической платформы руководителей в Великобритании и Франции. Он также не был силен в работе со СМИ.

Он ничего не знал о функционировании биржи, когда пришел работать на Deutsche Börse⁹, но быстро учился. Зейферт смотрел на биржу трезво, «с производственной точки зрения», и намеревался упростить их операции. Он делал вложения в наилучшие имеющиеся технологии на том основании, что биржа – бизнес с фиксированными расходами, где, как только в наращиваемую систему сделаны первоначальные инвестиции, прибыль с каждым клиентом только возрастает¹⁰.

Еще одно его важное открытие состояло в том, что операторы бирж могли получать огромную прибыль за счет вертикальной интеграции биржевой торговли и клиринга, а в случае рынка наличных расчетов – за счет вертикальной интеграции расчетов и депозитарного хранения. Он не верил в управляемые пользователями сервисы, утверждая, что клиенты также получают выгоду, когда «коммерческие» операторы используют вертикальную интеграцию.

10.4. Корпоративное маневрирование во Франции

Биржи DTB и MATIF договорились приступить к осуществлению своего соглашения о сотрудничестве до конца 1993 года. Срок прошел, но дискуссии продолжались.

Такие сроки часто не соблюдались, поэтому новость никого не удивила. MATIF искала другие возможности. После долгой задержки в 1993 году вступила в строй приобретенная MATIF версия платформы GLOBEX, разработанной на CME. По словам Франсуа-Ги Амоника, заместителя управляющего директора MATIF, биржа MONEP также обратилась к MATIF, чтобы выяснить, не стоит ли принять ее систему, чтобы заменить систему, используемую ее центральным контрагентом¹¹.

Дискуссии продолжались в 1994–1995 годах. Хотя ни к какому решению они не привели, но побудили MATIF пересмотреть механизм своего центрального контрагента и понять, что его можно усовершенствовать. Дальнейшие переговоры между DTB и MATIF в 1994–1995 годах велись на предмет того, сможет ли французская биржа использовать систему торгов DTB. Амоник вспоминает, как биржа MATIF отправила 10 человек во Франкфурт, чтобы найти способ раздробления интегрированной структуры торговли и клиринга DTB. Работа в этом направлении была прервана в апреле 1996 года, когда DTB и MATIF отказались от планов более тесного сотрудничества.

Это был серьезный удар для Пфоваделя. Биржа DTB нашла в том же году нового партнера в лице SOFFEX, швейцарского рынка производных инструментов. Биржа MATIF осталась незащищенной, и Пфовадель был в слишком нестабильном положении, чтобы противостоять SBF.

Теодор пришел на биржу в 1996 году. Он предложил, чтобы MATIF, MONEP и SBF объединились, образовав единую компанию SBF Paris Bourse SA. Пфовадель настаивал на продолжении деятельности двух

отдельных французских бирж, при этом MATIF сохраняла бы предпринимательскую независимость. Но Теодор был сильнее.

Биржа SBF имела пакет акций MATIF. Кроме того, постоянный рост торгов на MATIF пошел на убыль в 1995 году, когда число выставляемых на торги контрактов упало почти на четверть – до 70 млн с небольшим по сравнению с 93 млн в 1994 году. Биржа MATIF, сильно зависевшая от французских контрактов на процентную ставку, не могла не пострадать при введении евро.

Тем временем Теодор успел объединить французские структуры расчетов по сделкам с ценными бумагами, рассматривая этот шаг как часть долгосрочной стратегии по консолидации финансовой инфраструктуры в стране. Биржа SBF имела небольшую долю в Sicovam, центральной депозитарии ценных бумаг (ЦДЦБ) Франции. В 1993 году Теодор стал председателем Sicovam и использовал свое положение для продвижения «технической консолидации», которая предусматривала приобретение Sicovam бизнеса по расчетным операциям, принадлежащего Банку Франции, при этом Центральный банк приобретал взамен 40 % акций расширенного ЦДЦБ. В рамках сделки Sicovam инициировал разработку RGV¹², высокоскоростной системы Relit для осуществления крупных сделок с расчетами в режиме реального времени, которая была связана с системой расчетов Центрального банка, работающей в таком же режиме. Система RGV начала функционировать в феврале 1998 года.

Изменения в Sicovam привели к совпадению интересов Теодора и Жана-Клода Трише, главы Банка Франции. Теодор убедил Трише, что появление единого поставщика услуг по клирингу и расчетам пойдет на пользу французскому финансовому сектору.

Поэтому биржа SBF стала лидером среди финансовых рынков Франции, в то время как биржа MATIF после неудачных переговоров с DTB осталась без обновленной трейдинговой системы. MATIF подумывала теперь о Новой системе котировок (NSC), электронной

системе торгов, разработанной SBF для Парижской фондовой биржи и используемой с 1995 года.

Любые планы MATIF по принятию системы NSC подразумевали расторжение соглашения с CME по использованию системы GLOBEX. Амоник отправился в Чикаго, чтобы обсудить этот вопрос, и узнал, что CME разрабатывает новую систему Clearing 21. CME также хотела обновить свою систему торгов.

«В декабре мы вышли с идеей обмена технологиями, – объясняет Амоник. – И переговоры продвигались очень быстро». 24 января 1997 года биржа MATIF объявила о своем намерении принять вместо GLOBEX систему NSC Парижской фондовой биржи для совершения сделок после закрытия торгов и сотрудничать с Парижской фондовой биржей в обработке фьючерсов на индексы рынков ценных бумаг. Также было объявлено, что MATIF и CME вместе с Парижской фондовой биржей изучают возможности «будущих совместных усилий в области электронных и торговых систем»¹³.

Изучив возможности, в феврале 1997 года французская и американская биржи подписали протокол о намерениях. В июне 1997 года Парижская фондовая биржа SBF, MATIF и MONEP согласовали обмен технологиями с CME. Три французских рынка приняли систему центрального контрагента CME – Clearing 21, позволяющую согласовать принципы клиринга и предоставляющую участникам рынка общий доступ ко всем трем рынкам и клиринговым услугам. В свою очередь CME было разрешено принять систему торгов NSC. Биржи собирались внедрить новую систему во второй половине 1998 года.

Опыт показал, что система Clearing 21 не была идеальной для клиринга акций в Париже и потребовала больших затрат на адаптацию. Но обмен технологиями сыграл важную роль в стратегии Теодора по объединению бирж и инфраструктуры Франции.

10.5. Биржи Eurex и Clearnet

К тому времени определилась судьба биржи DTB. К концу 1996 года в Цюрихе была основана новая компания Eurex Exchange AG. Находившаяся в совместном владении бирж Deutsche Börse и Швейцарской биржевой группы (SWX), компания Eurex была корпоративной структурой, в которой DTB и SOFFEX объединились, создав первую международную биржу производных финансовых инструментов.

У SOFFEX и DTB всегда имелось много общего. Обе использовали электронную систему торгов, разделяли принцип интеграции торгов и клиринга, их компьютерные технологии также имели общее происхождение. Они постоянно обсуждали перспективу создания канала связи. Учредив биржу Eurex, оба партнера решили основывать торги и клиринг на бирже на оборудовании и ноу-хау DTB. Новая биржа начала торги как единая биржа в двух странах 28 сентября 1998 года, заменив DTB и SOFFEX.

Эффективность электронных торгов на бирже Eurex вскоре стала очевидна. В первый же год своего существования она стала второй в мире по величине биржей производных финансовых инструментов с 311 членами из 14 государств.

Новая биржа получила начальный импульс благодаря бирже DTB, которая в 1997 году отобрала рынок фьючерсных облигаций германского правительства у LIFFE. В 1999 году биржа Eurex была самой крупной биржей деривативов в мире. В ответ на это биржа LIFFE должна была в том же году модернизироваться и отказаться от голосовой торговли.

Какое-то время казалось, что запланированное открытие Eurex и движение в сторону консолидации бирж и их инфраструктур во Франции были первыми шагами на пути к более широкому объединению бирж и инфраструктур по всей Европе. По мере приближения к 1 января 1999 года вопрос о евро все чаще ставился на повестку дня в компаниях на всей территории ЕС.

В июне 1997 года биржа Deutsche Börse начала переговоры с французской фондовой биржей об электронном канале связи

в преддверии объединения валют. В июле было заключено франко-германское соглашение о сотрудничестве по торгам европейских индексов акций. 17 сентября 1997 года группа, состоявшая из Deutsche Börse и швейцарской биржи SWX, представляющей Eurex, Парижская фондовая биржа SBF, MATIF и MONEP объявили о планах создания объединенного рынка деривативов с фиксированным доходом в качестве предпосылки к «полноценной интеграции, включающей рынок наличных»¹⁴.

Так называемый Евроальянс звучал внушительно. Партнеры объявили о «своем понимании того, что сотрудничество должно в конечном счете охватить все продукты и услуги: акции и облигации, наличные средства и деривативы, торги и клиринг». Это «повлечет за собой соединение торговых и клиринговых систем с общим интерфейсом, перекрестным членством, взаимным доступом, согласованием правил и норм, а также с взаимной договоренностью по клирингу».

В результате Евроальянс оказался отвлекающим маневром. Хотя партнеры продолжали строить планы, согласовывать меморандумы о взаимопонимании и выпускать пресс-релизы о прогрессе переговоров, но «общий виртуальный рынок» так и не был создан. Различия между главными действующими лицами были слишком велики. Определенную роль сыграли и события внутри Франции.

В тот же день, когда было объявлено о создании Евроальянса, Парижская фондовая биржа SBF сделала предложение бирже MATIF. Она уже имела 26 % ценных бумаг и 33 % голосов в MATIF. Незадолго до Рождества присоединение MATIF к Парижской фондовой бирже SBF было завершено на 100 %. С января 1998 года в группу SBF входили SBF, MATIF, MONEP и Объединение нового рынка (Société du Nouveau Marché) – биржа для небольших стартапов – а также их различные центральные контрагенты. Через четыре месяца Пфовадель ушел в отставку с поста председателя и CEO MATIF.

Теодор теперь мог сосредоточиться на сотрудничестве. Возможно, это покажется удивительным, но он перенес внимание на клиринг. Присоединение MATIF привело в группу SBF BCC – центрального контрагента с 30-летним опытом и статусом банка.

Сохраняя официальное название Центрального клирингового банка, BCC начал проводить клиринг как Clearnet. Таким образом, 6 ноября 1998 года он начал предлагать первичным дилерам государственных ценных бумаг Франции услуги центрального контрагента для наличных расчетов и фьючерсных продуктов, а также по контрактам об обратном выкупе ценных бумаг (РЕПО) сроком действия от одного дня до 18 месяцев. Среди своих преимуществ Clearnet выделяла возможность проводить клиринг ценных бумаг, обращающихся на бирже и вне ее, и связь с новой системой клиринга, работающей в режиме реального времени, – RGV, введенной Sicovam в феврале этого года.

1 июня 1999 года различные французские клиринговые палаты были объединены под знаменем Clearnet^{SBF} SA в рамках широкомасштабной консолидации всех регулируемых рынков в группу SBF, которая была переименована в ParisBourse^{SBF} SA.

С капиталом в 800 млн франков Clearnet стала юридически уполномоченной организацией для проведения клиринга на регулируемых рынках, как указано в Директиве об инвестиционных услугах ЕС. Она обрабатывала акции и облигации, фьючерсы на процентные ставки, на товары и опционы, фьючерсы на акции и индексы, контракты на опционы, облигации, обращающиеся вне биржи, и сделки РЕПО. Предложение Clearnet включало возможность усреднения маржи для различных классов активов, что могло снизить затраты инвесторов и повысить эффективность. Согласно заявлению ParisBourse, Clearnet должна была «стать центром общеевропейского клирингового органа, подобного NSCC/GCSS в США»¹⁵.

В заявлении о создании Clearnet как специализированного подразделения группы ParisBourse капитал указывался

во французских франках, хотя евро уже был введен в качестве единой валюты в январе 1999 года. Но создание консолидированного поставщика клиринговых услуг для французского рынка было только первым шагом в осуществлении честолюбивых планов Теодора, выходявших за пределы национальных границ.

В 1990-е годы Теодор сначала собрал все биржи и центральных контрагентов Франции под одной крышей. Затем он начал выстраивать их в горизонтальную структуру. Упоминание клиринговых палат США в заявлении от 1 июля указывало на его намерение сделать выбор в пользу горизонтальных решений, чтобы упростить международную торговлю ценными бумагами и деривативами в новом едином валютном пространстве Европы.

Напротив, биржа Eurex стремилась использовать преимущества интегрированной платформы электронных торгов и клиринга в США, стране, в которой впервые появились финансовые фьючерсы, но торги до сих пор проводились в большинстве своем в ямах¹⁶.

11. Пользователи и расчетные организации

11.1. Центральные контрагенты, управляемые пользователями, в США и Великобритании

В континентальной Европе введение евро и стратегические стремления бирж и их лидеров представляли собой «давление сверху», приведшее к возникновению Clearnet и Eurex.

В Великобритании и США, напротив, пользователи центральных контрагентов давили «снизу вверх», влияя на развитие клиринга в последнем десятилетии XX века.

Несмотря на различия в схемах управления и структуре собственности, три клиринговые палаты, которые обслуживали трейдеров, торгующих деривативами в Великобритании, а также рынки акций и опционов в США, имели больше общего между собой, чем с новыми центральными контрагентами континентальной Европы или с большинством центральных контрагентов, оказывающих услуги по клирингу на рынках деривативов в США. Принадлежащая клиентам биржа BOTCC в Чикаго была исключением из этого правила; ее история подробно описана в главе 13.

Сходство стало более выраженным после того, как британское отделение ICCH временно отказалось от своих международных амбиций и в качестве LCH было в 1996 году реструктурировано как компания, принадлежащая пользователям.

К концу 1990-х годов пользователи напрямую влияли на управление LCH в Великобритании и Национальной клиринговой корпорацией по ценным бумагам (NSCC) и Опционной клиринговой корпорацией (ОСС) в США. Все три центральных контрагента имели горизонтальную структуру, осуществляя клиринговую деятельность на нескольких платформах. И все три используемые бизнес-модели не были в полной мере ориентированы на получение прибыли. Хотя

политика LCH по получению прибыли позднее изменилась, NSCC и OCC предоставляли клиринговые услуги по «себестоимости», ухитряясь при этом покрывать затраты на быстрорастущие запросы рынка и высокие темпы технического прогресса.

Регулирующие органы позаботились о том, чтобы три клиринговые палаты действовали автономно. В Великобритании органы регулирования в 1990-е годы были против вертикально интегрированной структуры, а Комиссия по ценным бумагам и биржам в США, которая регулировала NSCC и OCC, рассматривала свою работу как обеспечение эффективной и надежной инфраструктуры для нескольких рынков в континентальном масштабе.

Ни одна из трех клиринговых палат не управлялась пользователями полностью. Действительно, OCC принадлежала опционным биржам США. Но, к счастью или несчастью, участие пользователей в управлении центральными контрагентами означало, что эти компании в большей степени оставались под влиянием присущих XX веку идей взаимной пользы, чем другие клиринговые палаты, смещавшиеся по коммерческому пути в результате акционирования бирж, которым они принадлежали. Этот процесс происходил в 1990-е и 2000-е годы.

Несмотря на участие NSCC в объединении – историческом для индустрии событии 1999 года – и несмотря на слияние LCH с Clearnet во Франции четыре года спустя, поставщики клиринговых услуг LCH, NSCC и OCC находились на отдельной ветви эволюционного древа, отошедшей далеко от пути развития других рассматриваемых здесь центральных контрагентов.

Поэтому, прежде чем перейти к IV части, обратимся к истории LCH, NSCC и OCC в конце XX – начале XXI века.

11.2. Великобритания: от ICCH к LCH

В феврале 1988 года отмечалось столетие со дня основания Лондонской продуктовой клиринговой палаты (LPCN), предшественницы ICCH. В специальной брошюре ICCH представляла себя как компанию, вкладывающую капитал в различные национальные и зарубежные предприятия, а также как пионера в области автоматизации на рынках фьючерсов и опционов.

Годом ранее ICCH была разделена на несколько подразделений. Клиринг на рынках Сити был возложен на отдельное подразделение, которое называлось Лондонская клиринговая палата (LCH). Группы по консультированию, технологиям и клиринговой деятельности за рубежом управлялись отдельно. В брошюре к столетию организации Ян Макгоу дал понять, что операции за рубежом будут такой же неотъемлемой частью работы ICCH, как и операции в Лондоне.

«Мы считаем, что готовы продолжать обслуживание международных товарных и финансовых рынков, – писал он. – Все сотрудники в Окленде, Сиднее, Мельбурне, Гонконге, Париже и Лондоне смотрят в будущее с уверенностью и предвкушают перспективу сотрудничества с нашими многочисленными друзьями и клиентами на этих растущих рынках»¹.

Его уверенность была необоснованна. В течение пяти лет ICCH прекратила свое существование, и Макгоу лишился своей должности. Неклиринговый бизнес и иностранные предприятия были объединены в «Финансовые рынки ICCH» (IFM). В 1991 году Лондонская клиринговая палата стала самостоятельной компанией, унаследовав пятизначный идентификационный номер, присвоенный LPCN при регистрации в Companies House в 1888 году. Позднее IFM тоже закрылась, а ее остатки были проданы Sungard Data Systems в январе 1993 года.

Что касается компании LCH, то под руководством Дэвида Харди она успешно преодолела эти трудные времена. В начале карьеры Харди служил менеджером в банке Barclays, затем в 1985 году в возрасте 30 лет его направили в ICCH. У него не было опыта

работы в клиринговом бизнесе. «Я стоял первым в списке перспективных сотрудников и ждал назначения, – рассказывал он впоследствии². – И мне сказали: у нас есть для вас предложение. Как вы смотрите на то, чтобы два года поработать в нашей компании ICCH? Она нуждается в небольшой встряске. Ступайте, посмотрите, что там можно сделать».

Харди прошел двухнедельный интенсивный курс по торговле сырьевыми товарами у директора департамента по товарно-сырьевым рынкам банка Barclays, а затем начал работать с Макгоу. «Мы начали изучать структуру организации, чтобы решить, что с ней делать», – вспоминает он.

В сентябре 1986 года Джон Баркшир, один из основателей LIFFE, стал председателем ICCH при поддержке Банка Англии. Баркшир, Макгоу и Харди вместе работали над реструктуризацией компании, в результате которой в 1987 году клиринговые функции были отделены от подразделений, отвечающих за другие интересы группы. Группе банков-акционеров передали владение ICCH, и они увеличили гарантийные фонды с 15 до 100 млн фунтов стерлингов, укрепив клиринговые позиции.

Со свойственной ему невозмутимостью Харди сумел «хорошо пройти» через кризис в октябре 1987 года, взяв на себя ответственность в отсутствие других менеджеров клиринговой палаты. После этого Баркшир предложил ему остаться и руководить подразделением в Лондоне. «Мне понадобилось примерно полсекунды, чтобы принять решение», – вспоминает он. В декабре 1987 года Харди был назначен управляющим директором Лондонской клиринговой палаты ICCH.

К тому времени серьезные проблемы возникли не «дома», а как раз в иностранных филиалах ICCH. Подразделения ICCH за границей росли бессистемно, особенно после того, как группа продала системы клиринга, разработанные для операций в Австралии. Через два года после кризиса в Гонконге в 1987 году группа попала под

удар от дефолта, объявленного участником клиринга Новозеландской фьючерсной и опционной биржи (NZFOE).

ICCN выполняла клиринг и гарантирование контрактов, выставляемых на торги на NZFOE, через свой офис в новозеландском Окленде. Это было подразделение сиднейского офиса по клирингу и гарантийным услугам. 29 ноября 1989 года новозеландская брокерская компания Jordan Sandman Futures объявила дефолт по выплате маржи на сумму в 7 759 443 новозеландских доллара, которую она задолжала NZFOE. Эти трудности были вызваны мошенническими сделками на фьючерсные контракты по государственным облигациям Новой Зеландии.

Маржи, находившейся в распоряжении расчетной палаты, оказалось недостаточно для покрытия убытков. Правление биржи не позволило Новозеландской клиринговой палате последовать стандартной процедуре и перенести этот убыток на рынок, продав облигации по цене, достаточной для покрытия дефицита³. В результате палата понесла убытки в размере 1 млн фунтов стерлингов.

После неприятностей в Гонконге эта новая неудача в деятельности ICCN за рубежом (теперь этой деятельностью занималось подразделение IFM) стала последней каплей для владельцев клиринговых банков группы. Хотя убыток был сравнительно невелик, он привел к закрытию иностранного клирингового филиала и продаже его IT.

Сокращение произошло в удачный момент. «Большой взрыв» – дерегуляция LSE – вдохнул новую жизнь в многочисленные рынки Сити, и LCH вполне смогла воспользоваться ситуацией.

ICCN в 1980-е годы расширяла свою клиринговую деятельность за пределы традиционных «мягких» товаров. Она начала клиринговую деятельность для Лондонской международной нефтяной биржи в 1981 году, LIFFE – в 1982-м и 110-летней Лондонской биржи металлов – в мае 1987-го (см. вставку 11.1).

Подразделение Лондонской клиринговой палаты хорошо показало себя в 1990 году, когда Drexel Burnham Lambert, ее четвертый по величине член, объявил дефолт. Открытые позиции были закрыты, и около 18 млн долл. были возвращены ликвидатору Drexel без каких-либо потрясений на рынке.

Вставка 11.1. Контракты различных лондонских бирж на фьючерсы и опционы, клиринг которых выполняла биржа LCH в 1990-е годы

LIFFE – первоклассные ценные бумаги Великобритании, казначейские облигации США, казначейские обязательства ФРГ, облигации правительства Японии, трехмесячный контракт на фунт стерлингов, контракт на евродоллар, контракт на процентную ставку по евро, немецкой марке, ЭКЮ (европейская валютная единица) и контракты на индекс акций Великобритании.

Международная нефтяная биржа (IPE) – газойль, сырая нефть, тяжелый мазут.

Лондонская биржа металлов (LME) – алюминий, медь, свинец, никель, олово, цинк.

Балтийская фьючерсная биржа (BIFFEX) – крупный рогатый скот, свиньи, соевая мука, картофель и Балтийский фрахтовый индекс.

Лондонская биржа фьючерсов и опционов (London FOX переименована в Лондонскую товарную биржу в 1991 году после объединения с BIFFEX) – кофе, какао, сахар-сырец, белый сахар, каучук.

Источник: London Clearing House division of ICCH, 1990.

Геополитические потрясения, которые последовали за падением Берлинской стены, и крайняя нестабильность курсов валют в Европе в начале 1990-х годов предоставили отличные возможности для хеджирования, спекуляций и роста LCH.

Неделя, начавшаяся 14 сентября 1992 года, обернулась унижением для Италии и Великобритании, и они были вынуждены выйти из механизма поддержания курсов валют Европейского валютного союза (ERM). Но это была неделя рекордов для LCH. Почти 876 000 лотов было выставлено на торги на LIFFE в «черную среду», до того как фунт стерлингов покинул ERM. В тот же день, 16 сентября, был проведен клиринг более 1 млн лотов, что произошло впервые на LCH. К концу недели у LCH собралось более 1,75 млрд фунтов стерлингов покрытия маржи⁴.

Объем лотов, которые обрабатывала биржа LCH, увеличился на треть в следующем отчетном году к 31 октября 1993 года, в том числе в период интенсивного давления, оказываемого спекулятивными сделками против французского франка. Однако, несмотря на рост, в течение 1992–1993 годов стало ясно, что шесть банков-владельцев хотят отказаться от владения расчетной палатой.

Они не желали финансировать систему финансовой безопасности LCH. 100 млн фунтов стерлингов гарантийной поддержки, которые они обещали в 1987 году, поддерживались страховкой. В 1992 году компания, выдавшая полис, ушла с рынка, и LCH не смогла найти альтернативу, когда в январе 1993 года закончилось покрытие. Тогда банки-владельцы предоставили средства на общую сумму 150 млн фунтов стерлингов, которыми LCH могла воспользоваться, но за комиссионные, которые Харди считал возмутительными.

«Это усугубило конфликт интересов, – вспоминал Харди позднее. – Банкиры сидели вокруг стола директоров [LCH] и утверждали платежи в свою пользу. Они настаивали на более высокой прибыли от бизнеса. Я сказал им, что не могу предложить такие условия рынкам, где мы выступали в качестве монопольного поставщика».

Харди боялся увольнения. Но Том Фрост, недавно назначенный председателем LCH⁵, поддержал его. Между тем банки ясно дали понять, что их пути должны разойтись. Дэниел Ходсон, исполнительный директор LIFFE, сформировал комитет

из руководителей Международной нефтяной биржи (IPE), Лондонской биржи металлов (LME) и Лондонской товарной биржи (LCE) с целью организовать поглощение LCH под руководством LIFFE. Харди был против этого решения и вместо этого убеждал Майкла Дженкинса, основателя и исполнительного директора LIFFE, возглавить группу, представляющую биржи и ведущих пользователей LCH, чтобы вместе работать над своим будущим.

В результате летом 1996 года была достигнута договоренность о превращении биржи LCH в клиринговую палату, принадлежащую пользователям и управляемую ими. Компания планировала получить 50 млн фунтов стерлингов в виде новых акционерных взносов, собрав по подписке 37,5 млн фунтов стерлингов в равных количествах с каждого участника клиринга, а четыре биржи (IPE, LCE, LIFFE и LME) вложили еще 12,5 млн фунтов стерлингов в долях, пропорциональных объему бизнеса, связанного с LCH. Таким образом, клиринговая палата рассчитывала иметь несколько уровней защиты на случай объявления дефолта ее членами.

Члены биржи должны были внести свои вклады в гарантийный фонд общей величиной в 150 млн фунтов стерлингов пропорционально среднесуточному размеру своих клиринговых операций, который оценивался исходя из 75 % начальной собранной маржи и 25 % объема сделок. Данный фонд заменил резервный кредит, предоставляемый банками, в размере 150 млн фунтов стерлингов.

В случае объявления членом клиринговой палаты дефолта для компенсации убытков в первую очередь будет использоваться депонируемая в клиринговой палате маржа того, кто объявил дефолт. Затем – его средства из дефолтного фонда. После этого из годовой прибыли LCH до вычета налогов и рибейта может быть использовано до 10 млн фунтов. И только после этого могут затрагиваться средства других участников из гарантийного фонда. Биржа LCH также обеспечила 100 млн долл. страхового покрытия

на трехлетний срок, которым можно было воспользоваться, если дефолтный фонд будет исчерпан.

С 1982 года биржа LCH пережила три лондонских дефолта, и в каждом случае маржа участника клиринга покрывала открытые позиции. В последнем случае – крах банка Barings в феврале 1995 года – LCH использовала только 6000 фунтов из 11 млн фунтов покрытия маржи и таким образом вернула администраторам банка Barings и банку, который предоставил гарантии, чуть меньше 11 млн фунтов.

Передача права собственности была завершена 10 октября 1996 года. Дженкинс принял от Тома Фроста должность председателя нового совета, представляющего отрасль. Банкам было выплачено 19,61 млн фунтов стерлингов. Эта сумма включала в себя начальный капитал в 15 млн фунтов и резервы, подлежащие распределению.

Из 174 фирм, которые были участниками клиринга до реструктуризации, 148 поддержали изменения. Фактическое число членов клиринговой палаты в обновленной бирже LCH было меньше – 126. Все были обязаны иметь по одной акции, оцененной первоначально в 297 617 фунтов стерлингов. За год число членов снизилось до 119. Некоторые фирмы решили объединить свое членство с дочерними компаниями. Другие – в основном небольшие – компании решили быть неклиринговыми членами на рынках, где они вели торги. В целом на фирмы, одоббившие обновленную структуру LCH, приходилось более 99 % объема бизнеса, осуществляемого клиринговой палатой.

Среди всех бирж крупнейшим акционером была LIFFE (с 17,7 % капитала), затем LME (5,45 %) и IPE (1,85 %)⁶.

Клиринговые операции LCH сильно отличались масштабом от тех, что имели место 14 годами раньше, когда банки приобрели клиринговую палату. В 1996 году LCH обрабатывала 226 млн контрактов, выставляемых на торги IPE, LIFFE, LME и Tradepoint, небольшой коммерческой электронной биржей, которая пыталась

пробиться на рынок наличных акций, где доминировала Лондонская фондовая биржа. В 1982 году она обрабатывала примерно 3 млн фьючерсных товарных контрактов в Лондоне.

В LCH работало более 100 сотрудников, которые переехали в сентябре 1996 года из офиса на Кратчед Фраерс, в котором клиринговая палата располагалась на протяжении 25 лет, в новое и большее по размеру помещение на улице Олдгейт.

Харди вспоминал:

Я рассматривал участников клиринга как клиентов, а биржи – как партнеров. В конце концов всех устроили биржи в качестве миноритарных акционеров. Большинство членов думали, что им должно принадлежать все. Но учитывая тесную связь LCH с биржами, я решил, что палата LCH только упрочит свои позиции, если будет частично принадлежать пользователям. Другие клиринговые палаты были либо в полной собственности членов – как в случае с BOTS в США, – либо принадлежали биржам, как клиринговое подразделение CME или внутренний расчетный отдел Deutsche Börse. Наша биржа была гибридом. И я гордился этим. Для меня это имело огромное значение. Моя работа заключалась в том, чтобы приложить максимальные усилия для предоставления членам клиринговой палаты всего необходимого, и не на некоммерческой основе, а на основе контролируемой прибыли.

11.3. Новые продукты: RepoClear и SwapClear

Смена владельца повлекла за собой изменение темпа и стиля работы LCH. Совет утвердил новый трехлетний стратегический план исследования наилучших способов удовлетворения нужд членов организации. LCH также учредила новые комитеты по рискам и операциям с учетом растущих под конец столетия проблем. Как было сказано в предыдущих главах, риск и управление риском становились все более серьезными приоритетами для органов регулирования и политиков. Кроме того, клиринговые палаты должны были подготовиться к введению евро и принять меры предосторожности против невероятно раздутой «проблемы миллениума» для компьютерных систем.

LCH предложила в 1999 году два инновационных клиринговых продукта для важных внебиржевых рынков. В августе была запущена система услуг RepoClear, центрального контрагента для рынков РЕПО европейских государственных облигаций, в первую очередь государственных облигаций Германии.

Система RepoClear была инициирована Клиринговой корпорацией по государственным ценным бумагам (GSCC) и в течение непродолжительного периода являлась частью совместного предприятия GSCC и Euroclear в Брюсселе – Клиринговой корпорации по европейским ценным бумагам⁷. Последняя была предназначена для обеспечения международного неттинга и кросс-маржирования на европейских рынках облигаций, но оказалась одним из многих неуспешных совместных проектов финансовой инфраструктуры того времени. LCH продолжала развивать систему RepoClear самостоятельно и вскоре расширила спектр услуг, добавив торги другими продуктами с фиксированной прибылью. К началу 2002 года среднесуточный объем клиринга составлял 100 млрд евро по сравнению с 5 млрд евро в наиболее удачные дни первых месяцев работы.

После 18 месяцев исследований и разработок, во время которых менеджеры LCH проводили ознакомительные инспекционные поездки в ведущие национальные банки (всего более 30), в июне 1998 года правление LCH одобрило финансирование еще более смелого проекта – клиринговой деятельности на международном межбанковском рынке свопов. Система SwapClear была реакцией на быстрый рост стоимости сделок на рынке свопов процентных ставок до 22 с лишним трлн долл. к концу 1997 года⁸.

Система SwapClear была революционным шагом в клиринге внебиржевых деривативов. В отличие от других систем внебиржевого клиринга, которые обрабатывали контракты, стандартизированные для проведения клиринга по той же схеме, что и на бирже, система SwapClear позволяла выполнять клиринг полностью индивидуализированных контрактов на свопы процентных ставок. Как правило, они заключались между корпоративными клиентами и дилерами и состояли в переводе потока денежных средств из категории долга на другую основу при строгом соблюдении основных аспектов первоначальной сделки, в частности дат ее начала и окончания.

Секрет системы SwapClear заключался в том, что стандартизировался сам процесс клиринга, а не инструмент, для которого проводился клиринг. Для стандартизации продукта требуется синхронизировать экономические условия, такие как дата начала, процентная ставка и срок платежа. В системе SwapClear вместо этого стандартизировалась инфраструктура, окружающая продукт.

Как позже объяснил Роджер Лиддел:

Система SwapClear совершенно не похожа на механизм внебиржевого клиринга. Берется сделка с датой начала, датой окончания и процентной ставкой и становится частью массивного потока денежных средств и процентных ставок, причем одна транзакция может принципиально отличаться

от другой. В отличие от других клиринговых систем, где имеют значение количество контрактов и известна цена контракта, система SwapClear занимается сделками, находящимися на различных точках кривой доходности, – таким образом, система оценивает денежные потоки на основе этой кривой. Условная сумма свопов в 9 трлн долл. прошла клиринг в данной категории после краха компании Lehman Brothers. Это не такая сложная система, просто нестандартизированная. Она простая, но непривычная⁹.

Для продвижения системы SwapClear в условиях конца 1990-х годов требовалось определенное мужество. LCH построила систему SwapClear, не заручившись одобрением пользователей. Более того, некоторые ведущие участники рынка свопов во главе с банком Chase Manhattan были открытыми противниками этой идеи. Но у LCH имелись веские причины для того, чтобы пополнить и диверсифицировать свой портфель. В частности, ей было необходимо уменьшить свою зависимость от LIFFE, своего основного заказчика, который стремительно терял свою долю на рынке, уступая Eurex, своему немецко-швейцарскому конкуренту с электронной системой торгов.

Необходимые вложения в размере 16 млн фунтов стерлингов были внесены в конечном счете членами клиринговой палаты, которые с 1998 года испытывали резкое снижение компенсационных выплат, а кроме того, много лет не получали от LCH дивидендов. Их также попросили усилить защиту LCH от дефолтов путем увеличения предельного объема гарантийного фонда до 300 млн фунтов стерлингов для покрытия SwapClear и RepoClear.

Система SwapClear стартовала медленно, несмотря на усилия Дэвида Харди. Позднее он вспоминал поездку в Нью-Йорк с Саймоном Гренстедом, менеджером LCH по развитию бизнеса, где

они «обивали пороги и уговаривали людей воспользоваться новой услугой».

Биржа LCH продвигала систему SwapClear, указывая на ряд ее преимуществ для банков. Преимущества заключались в пониженных требованиях к достаточности капитала, освобождении внебиржевых кредитных линий для сделок с более высокой маржинальностью, взаимозачетах маржинальных требований с LIFFE; также гарантировались более эффективное использование залогового обеспечения и значительная экономия затрат на обработку документации в бэк-офисе. Тем не менее система SwapClear была запущена в сентябре 1999 года всего с пятью участниками. И только после того как восемь главных дилинговых банков в сентябре 2000 года создали систему OTCDerivNet и получили долю в управлении SwapClear, система начала получать признание. В это время обеспечиваемое центральным контрагентом уменьшение риска контрагента было, вероятно, наименьшим из преимуществ SwapClear. Но, как было описано в главе 3, система доказала свою эффективность в сентябре 2008 года при банкротстве Lehman Brothers.

EquityClear был третьим направлением, запущенным биржей LCH после того, как она сбросила тиранию клиринговых банков Великобритании и стала предприятием, которым преимущественно владели и управляли пользователи. LCH совместно с CRESTCo, британским центральным депозитарием ценных бумаг, и Лондонской фондовой биржей (LSE) запустила услугу центрального контрагента для системы электронных биржевых торгов (SETS) в феврале 2001 года. Среднесуточный объем торгов с использованием SETS увеличился с 50 000 до 80 000 к середине 2002 года, когда LCH, LSE и CREST развили эту услугу далее, введя опциональный неттинг для торгов, выполняемых через SETS. Харди искал и обрел поддержку членов биржи для дальнейшего увеличения гарантийного фонда в целях защиты EquityClear – на этот раз до максимума в 400 млн фунтов стерлингов.

Эта услуга LCH являлась частью горизонтальной посттрейдинговой структуры для LSE – в этом сказывались предпочтения органов регулирования Великобритании и Сити после дорогостоящего краха проекта Taugus по расчетным операциям с ценными бумагами. Этот проект, который LSE затеяла в марте 1993 года, в случае успеха мог бы привести к утверждению вертикально интегрированной структуры фондового рынка в Великобритании. CRESTCo обеспечила большую часть мощностей для обработки данных, а LCH сосредоточилась на аспектах управления рисками. Разделение труда между LCH и CRESTCo было таким же, как и между LCH и LIFFE после того, как биржа LIFFE приняла систему TRS/CPS. Но отношения между LCH и CRESTCo, начавшиеся в результате непростого компромисса, так и оставались сложными.

В 1990-е годы LCH ориентировалась на рынок Великобритании. И только в 1999 году она присоединилась к серии переговоров о сотрудничестве, которыми занимались центральные контрагенты в континентальной Европе. Сосредоточенность на Великобритании была отчасти реакцией на цепочку неудач за рубежом, которые пережила ICCH, предшественница LCH. Это также отражало потребности финансовых рынков Лондона и решение Великобритании не присоединяться к еврозоне.

Но, как будет рассказано в части IV, LCH недолго оставалась в стороне от международных процессов. Укрепив свои позиции на Британских островах, она решила попробовать себя еще раз за их пределами.

11.4. Создание DTCC

В конце 1990-х годов в США произошло событие, которое заставило призадуматься европейских центральных контрагентов, включая LCH. Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам (NSCC) и Депозитарная трастовая компания (DTC) – поставщики услуг посттрейдинговой инфраструктуры на рынках ценных бумаг США – объединились в ноябре 1999 года под эгидой компании-холдинга, Депозитарной трастовой и клиринговой корпорации (DTCC). Целью их объединения было создание крупной расчетно-клиринговой организации.

Обе нью-йоркские компании были созданы в 1970-х годах после кризиса обработки документации на Нью-Йоркской фондовой бирже¹⁰. Постепенно, в течение 20 лет, и NSCC (организация, предоставлявшая услуги центрального контрагента и неттинга на рынке ценных бумаг), и DTC (депозитарий ценных бумаг) поглотили расчетно-клиринговую инфраструктуру региональных бирж США.

Консолидация региональных клиринговых организаций Америки имела большое значение для компаний, торговавших более чем на одном фондовом рынке. Акции были взаимозаменяемыми инструментами. Поэтому гораздо выгоднее было не размещать маржу в различных местах, где ведутся торги, но иметь позиции, компенсированные и приведенные к сальдо, в одном центральном контрагенте. Преимущества экономии на масштабе стали очевидны еще в 1983 году, когда стоимость клиринга сделки у NSCC составляла 35 центов – меньше половины ее стоимости в 1977 году в первый год ее работы (тогда сделка стоила 82 цента).

Поглощая региональных собратьев, NSCC и DTC улучшили свою посттрейдинговую инфраструктуру и начали предоставлять услуги на других рынках, помимо фондовых. Не все новые виды бизнеса NSCC требовали создания центральных контрагентов для

страхования сделок от рисков контрагента. В 1984 году NSCC автоматизировала процедуру сравнения торгов и взаимозачеты на рынке муниципальных облигаций. Два года спустя она представила систему Fund-SERV для автоматизации и стандартизации обработки сделок на быстрорастущем рынке взаимных фондов.

Кроме того, в 1986 году NSCC открыла филиал – Клиринговую корпорацию по государственным ценным бумагам (GSCC) – для проведения автоматического клиринга и неттинга американских казначейских облигаций и государственных ценных бумаг. Через три года GSCC стала центральным контрагентом, который гарантировал торги облигациями правительства США (см. вставку 11.2).

Вставка 11.2. Превращение GSCC в центрального контрагента

Рынок государственных облигаций США был внебиржевым рынком, где трейдеры зарабатывали себе на жизнь разницей между ценой покупателя и ценой продавца. Существовавшая система расчетов, управляемая Федеральной резервной системой, не поспевала за ростом операций на рынке в 1980-е годы. По этой причине NSCC было предложено обеспечить клиринговое решение.

По словам Тома Коста, одного из создателей GSCC, ввести клиринг на внебиржевом рынке намного сложнее, чем создать центрального контрагента на бирже, где операции относительно просты, если существует договор с биржей о предоставлении центральным контрагентом данных по торгам¹¹.

Наиболее надежным способом ввести клиринг для внебиржевых рынков было бы соответствующее распоряжение органов регулирования. Кризис или провал существующих посттрейдинговых механизмов также мог привести к ускоренному внедрению центрального контрагента. В противном случае продвижение зависело только от силы

убеждения и от различных интересов отдельных групп участников рынка.

Участники рынка относились к перспективе введения института центрального контрагента по-разному, в зависимости от собственной силы или слабости. С одной стороны, принимая на себя риск контрагента, центральный контрагент помогает создать равные условия игры, что приносит выгоду более слабым участникам. С другой стороны, за счет сокращения разницы цен покупки и продажи клиринг должен со временем повышать активность операций и ликвидность на рынке, создавая условия получения прибыли и для более сильных участников.

Чтобы добиться успеха, GSCC необходимо было набрать критическую массу поддержки от трех основных групп, присутствующих на рынке облигаций правительства США: участников рынка, междилерских брокеров, которые способствовали анонимной торговле между ними, и клиринговых банков – все они имели разные материальные интересы.

Прошло около 18 месяцев, прежде чем центральный контрагент получил достаточную поддержку, которая перевесила сопротивление. В этот период наибольшие убытки понесли междилерские брокеры, число которых уменьшилось с 18 до 6. Также наблюдалось сопротивление со стороны операционного персонала клиринговых банков, для которого введение центрального контрагента означало потерю работы и влияния.

Однако через 18 месяцев наступил переломный момент, когда центральный контрагент обеспечил явную экономию за счет масштаба, привлекая новых участников рынка, и добился признания от изначально сопротивлявшихся.

GSCC расширилась в течение 1990-х годов. К 1994 году она обрабатывала около 85 % новых выпусков долговых

обязательств Министерства финансов США. Она разработала более сложные услуги по неттингу для рынка обратного выкупа ценных бумаг (РЕПО) и обеспечила поддержку системы RepoClear, внедренной LCH.

К концу 1980-х годов NSCC гарантировала сверку сделок начиная с полуночи после завершения торгов по схеме «Т+1» вместо более ранней схемы «Т+4». В сотрудничестве с индустрией ценных бумаг, отраслевыми группами и органами регулирования обе компании, NSCC и DTC, в 1995 году действовали таким образом, чтобы сократить цикл расчетов по ценным бумагам от «Т+5» до «Т+3».

В 1990-е годы происходило дальнейшее расширение деятельности NSCC и DTC, включая добавление в портфель NSCC услуги по обработке сделок страхового сектора. Посттрейдинговые услуги для рынка ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, предоставлялись в офисах NSCC после того, как операции Клиринговой корпорации по работе с ценными бумагами, обеспеченными пулом ипотек (MBSCC), были приобретены ее членами у Чикагской фондовой биржи и позднее, в 1994 году, переместились в Нью-Йорк. В 1998 году NSCC помогла открыть Клиринговую корпорацию по ценным бумагам развивающихся рынков (EMCC) для клиринга и расчетов по долговым инструментам развивающегося рынка.

Однако в 1990-е годы не все проходило гладко. В 1995 году клиринговая корпорация Adler Coleman (ACCC), участник клиринга NSCC, стала неплатежеспособной, после того как один из ее клиентов, дилер по мелким акциям, обанкротился и у ACCC не оказалось финансовых ресурсов для закрытия его сделок.

Банкротство ACCC привлекло внимание средств массовой информации после того, как начались запутанные тяжбы между продавцами акций, игравшими на понижение по инициативе клиента Adler Coleman, и доверенным лицом Корпорации по защите инвесторов в ценные бумаги, то есть финансируемого индустрией

агентства, которое страховало клиентские счета у брокеров. Банкротство корпорации также стало важным уроком для NSCC. Этот случай свидетельствовал о необходимости более эффективного контроля над ведущими брокерами-корреспондентами, которые работали с участниками центрального контрагента, и о том, что клиринговому фонду центрального контрагента требуется дополнительный залог, когда такие маркет-мейкеры наращивают доминирующие позиции в неликвидных ценных бумагах.

По мере развития NSCC и DTC сферы их деятельности стали пересекаться. Разграничительная линия между ними всегда была нечеткой, отчасти оттого, что образованы они были в 1970-е годы, когда функции клиринговых палат и системы расчетов по ценным бумагам были размыты. Вехой на пути к интеграции стало создание ими совместного предприятия – Международной корпорации по депозитарным и клиринговым услугам (IDCC), специально для решения проблемных вопросов международных расчетов.

Переговоры об объединении начались летом 1998 года. Девять месяцев спустя правления обеих компаний одобрили слияние. 4 ноября 1999 года была создана Депозитарная трастовая и клиринговая корпорация (DTCC) для вертикальной интеграции клиринговой и расчетной инфраструктуры ценных бумаг в США. Однако получившаяся в результате организация не была полностью вертикально интегрированной структурой. DTCC была управляемой пользователями регулируемой монополией, работающей по себестоимости. Она оказывала услуги растущему числу рынков, многие из которых конкурировали друг с другом.

К моменту объединения NSCC обрабатывала практически все акции и облигации, выставяемые на торги в США, гарантируя расчеты по всем транзакциям сделок, введенным и подтвержденным в ее системе. Она оказывала услуги более чем 2000 брокеров, дилеров, банков, взаимных фондов, страховых компаний и других посредников. Она обрабатывала более 950 млн акций, облигаций,

сделок инвестиционных компаний и взаимных фондов общей стоимостью 45 трлн долл. Система постоянных нетто-расчетов NSCC–CNS проводила неттинг позиций на 94 % от данной суммы, уменьшая стоимость ценных бумаг, по которым требовались расчеты, на 42,6 трлн долл.

DTС в то время обрабатывала более 164 млн регистраций смены владельцев ценных бумаг, хранила ценные бумаги общей стоимостью более 20 трлн долл. Ей также вменялась в обязанность ежегодная обработка выплат дивидендов, процентов и других платежей на сумму более 1 трлн долл.

DTCC взимала, как считалось, рекордно низкие комиссионные, а также обещала ускорить внедрение новых продуктов, услуг и технологий для своих пользователей. Она заявляла, что интеграция будет способствовать согласованию клиринговых и расчетных процессов и движению отрасли к заветной цели в сфере клиринга и расчетов – к системе «Т+1». Объединенная группа также пообещала попробовать свои силы на международном уровне, став «настоящим конкурентом в глобальном масштабе»¹².

Многие пользователи в Европе с завистью восприняли появление DTCC. Торговые площадки США в то время, как правило, уступали системам электронных торгов, принятым в Европе в 1990-е годы. Следовательно, росло убеждение в том, что низкобюджетная интегрированная посттрейдинговая инфраструктура дала американской индустрии ценных бумаг сравнительное преимущество перед раздробленными европейскими конкурентами.

DTCC была гигантом среди других поставщиков услуг инфраструктуры по всему миру. Уже поэтому ее появление заставило призадуматься деятелей этой индустрии в Европе и органы регулирования центральных контрагентов, оказывающих услуги клиринга через национальные границы. Эти размышления приняли новый оборот с утверждением единой европейской валюты, тем более что присутствие DTCC за пределами США становилось все более ощутимым.

Но хотя модель DTCC, сочетавшая центрального контрагента и центральный депозитарий в одной холдинговой компании, имела свои преимущества, было очевидно, что ее невозможно взять и перенести в ЕС, где еще предстояло преодолеть культурные, правовые и финансовые барьеры между государствами-членами, а также корыстные интересы участников индустрии, прежде чем единый рынок стал бы реальностью.

Рыночные силы породили DTCC в ответ на принципиальные законодательные акты Конгресса США, которые в 1970-е годы побудили SEC содействовать объединению рынка для трейдинга и клиринга американских акций и расчетов по ним. Несмотря на то что SEC настойчиво добивалась интеграции, NSCC и DTC понадобилось 20 лет, чтобы стать полноценными поставщиками инфраструктурных услуг на национальном уровне, прежде чем они в итоге объединились.

Обе американские компании подвергались критике. Европейские поставщики инфраструктуры указывали, что статус монополии замедлил модернизацию составных частей DTCC и привел к их технологическому отставанию. Система расчетов CNS, в которой осуществлялся неттинг всех облигаций, требовавших расчетов, работала на основе технологии 1970-х годов.

Под аккомпанемент этих недовольных голосов Джил Консидайн в 1999 году заняла пост CEO и председателя DTCC. Бывший президент Нью-Йоркской клиринговой палаты, банковской клиринговой палаты и оператора системы электронных межбанковских расчетов (CHIPS), Консидайн использовала в своей двойной должности на DTCC также и научную подготовку (она получила образование биохимика и поначалу занималась исследованиями ДНК), и 30-летний опыт работы в банковской сфере, в том числе на руководящих должностях в управлении и регулировании финансового сектора с 1985 года¹³.

Открытая для предложений, но при необходимости непреклонная, Консидайн была убеждена, что DTCC должна идти в ногу с новыми

технологиями финансовых рынков. Это означало «учитывать тенденцию к ускорению, в том числе демографические изменения, консолидацию индустрии, инновационные технологии и влияние глобализации»¹⁴. Она вела войну с самодовольством и безынициативностью, укрепляла порядок и дисциплину во имя высоких стандартов качества и повышения эффективности работы всей организации. В 2001 году она добавила к своим обязанностям должность менеджера по качеству услуг, чтобы показать важность этого подразделения.

Объединение DTC и NSCC предшествовало дальнейшей консолидации и расширению. Под руководством Консидайн DTCC превратилась в поразительно шустрого гиганта.

В течение 2001 года Клиринговая корпорация по государственным ценным бумагам (GSCC), Клиринговая корпорация по операциям с ценными бумагами, обеспеченными пулом ипотек (MBSCC), и Клиринговая корпорация Товарной биржи (BOTCC) – ассоциированные с DTCC клиринговые компании, работавшие с государственными облигациями, ценными бумагами с ипотечным покрытием и новым рынком государственных долгов других стран, – полностью перешли в собственность DTCC. Консолидация, в результате которой три дочерние компании с января 2002 года стали работать под единым управлением с интегрированной структурой, привела к повышению эффективности и экономии для пользователей. В следующем году GSCC и MBSCC объединились, образовав Клиринговую корпорацию по ценным бумагам с фиксированным доходом (FICC) и укрепив под эгидой DTCC взаимодействие на этом рынке. Как будет рассказано в части IV, DTCC вышла на новые рынки, предоставляя услуги быстрорастущему рынку внебиржевых деривативов, и учредила центрального контрагента в Европе.

DTCC работала по себестоимости и каждый год возвращала своим пользователям значительную часть доходов в виде

компенсационных выплат, скидок и процентов¹⁵. NSCC отличалась самыми низкими в мире сборами за клиринг акций¹⁶.

В марте 2006 года группа предприняла шаги к тому, чтобы стать организацией, в большей степени принадлежащей пользователям и управляемой ими. Обыкновенные акции DTCC были распределены среди пользователей в количестве, пропорциональном объемам пользования ее услугами. Это означало «значительное сокращение доли собственности» трех бирж, основавших DTC и NSCC, которые до тех держали около 35 % обыкновенных акций DTCC¹⁷.

Хотя управление и бизнес-модель DTCC соответствовали реалиям XX века, а многие клиринговые палаты на других рынках тем временем преобразовывались из взаимных фондов в акционерные общества и нацеливались на прибыль, преобразования группы под руководством Консидайн тоже были достаточно глубокими. Ричард Бейлз в Financial Times писал, что менеджеры сравнивали этот процесс с «обучением гориллы танцевать чечетку»¹⁸.

Заслуги Джил Консидайн высоко оценил Дональд Донахью, сменивший ее на посту президента и главного исполнительного директора DTCC. Донахью, ветеран DTCC с 20-летним стажем, который пришел в DTC в 1986 году, отметил, что под руководством Консидайн «DTCC научилась действовать как коммерческая организация с конкурентоспособным механизмом и ответственностью за результат, хотя мы и продолжаем работать по себестоимости»¹⁹.

11.5. Опционная клиринговая корпорация (ОСС)

Для Опционной клиринговой корпорации в Чикаго 1999 год стал таким же переломным, как для DTC и NSCC. Однако в случае ОСС стимулом для изменений послужили антимонопольная служба и орган регулирования рынка опционов.

В ноябре 1998 года Министерство юстиции США начало расследование в связи с выдвинутым против четырех опционных бирж – Амех, СВОЕ, Тихоокеанской биржи и Фондовой биржи Филадельфии – обвинением в сговоре с целью ограничить конкуренцию между собой и не размещать в листинге трех других бирж опционы на акции, которые уже были внесены в листинг на четвертой²⁰. Примерно в то же время SEC начала собственное расследование на рынке опционов США.

Рассматривался вопрос о взаимозаменяемости опционных контрактов в США. Несмотря на то что ОСС была основана в начале 1970-х годов в качестве единственного центрального контрагента на нескольких опционных биржах, инвесторы на американском рынке опционов не могли извлечь выгоду из взаимозаменяемости контрактов, так как правила SEC запрещали выставять опционы на акции для торгов одновременно на нескольких биржах.

Теперь же орган регулирования изменил свою позицию. Было решено, что опционы на акции будут постепенно вноситься в листинги нескольких бирж в период между январем 1990-го и декабрем 1994 года, после чего все опционы на акции будут котироваться и выставаться на торги одновременно на любой опционной бирже США. Некоторые торги по опционам были либерализованы, как это было предусмотрено SEC, но, по данным Министерства юстиции, биржи начали препятствовать котировкам ценных бумаг на двух и более биржах с начала 1990-х годов, так что наиболее активно выставляемые на торги опционы по-прежнему ограничивались одной биржей.

Обструкция продолжалась до лета 1999 года, когда в результате расследования Министерства юстиции биржи стали допускать котировку также наиболее популярных опционов одновременно на нескольких биржах. Точка в споре была поставлена в сентябре 2000 года, когда Министерство юстиции подало гражданский антимонопольный иск против четырех бирж вместе с согласительным судебным постановлением, которое придало юридическую силу требованию министерства. Это постановление, а также приказ Комиссии по ценным бумагам, запрещали антиконкурентные действия. Так начала осуществляться реформа по обеспечению котировок ценных бумаг на нескольких биржах и взаимозаменяемости контрактов²¹.

Воздействие данного распоряжения на рынки опционов и деятельность OCC трудно переоценить. В 1999 году объем обрабатываемых контрактов на опционы превысил 500 млн впервые после того, как были введены котировки на четырех биржах. В мае 2000 года была открыта Международная фондовая биржа (ISE), которая присоединилась к OCC в качестве участника. ISE стала первой новой биржей опционов в США с 1985 года и оказалась первой биржей с электронной системой торгов. В первые несколько месяцев после появления ISE на рынке спреда сократилась на 30–40 %. В январе 2003 года биржа ISE обогнала AMEX, став второй по величине биржей опционов в США, а спустя год уже боролась за пальму первенства с биржей CBOE²².

Быстрый рост ISE был обусловлен в значительной степени открытостью американского рынка опционов после вмешательства Министерства юстиции и Комиссии по ценным бумагам. Также важна была способность OCC справляться с этим ростом объемов, который продолжался и в 2000-е годы. Такой эффективности способствовала система управления клиринговой палаты.

OCC принадлежит пяти ведущим биржам, которые она обслуживает, но управляется самими пользователями. Структура правления выстраивалась так, чтобы минимизировать внутренние

конфликты между владельцами²³ и их противостояние компаниям-участницам (количеством около 140), которые поддерживают клиринговую палату и зависят от ее операций.

По словам Майкла Кэхилла, президента и исполнительного директора ОСС, многочисленные рынки создавали здоровую напряженность среди американских бирж опционов, которые выставляли на торги общий пул взаимозаменяемых активов, образуя самый емкий рынок опционов в мире. Клиринг данных активов осуществляла ОСС.

Благодаря общности обрабатываемых активов у ОСС, по словам Кэхилла, «не было стимула повышать или понижать цены, формировать очереди или отказываться от политики управления риском».

Устав ОСС предусматривает, что большинство в совете правления должны составлять участники клиринга. По мнению Кэхилла,

суть структуры правления заключается в том, чтобы гарантировать: ОСС остается недорогостоящим и эффективным инструментом как для бирж, так и для участников клиринга. Именно деньги последних составляют большую часть дохода. Они наиболее заинтересованы в эффективности и экономии, они – наша движущая сила. Мы сосредоточились на сокращении расходов, а участники клиринга постоянно ищут способы повысить эффективность процесса²⁴.

В этом случае интересы биржи и пользователей совпадают.

Стремление сохранить баланс интересов бирж и пользователей окупилось в 1990-е годы. По словам Уэйна Лютрингсхаузена, CEO ОСС с момента ее основания, клиринговая палата вложила в том десятилетии значительные средства в новые системы. В результате появилась клиринговая система ENCORE, которая позволяла выполнять быстрый, гибкий и масштабируемый клиринг, соответствующий всплеску активности после 2000 года²⁵.

Верная своему принципу работы по себестоимости, OCC воспользовалась новыми системами, чтобы сократить сборы и увеличить компенсационные выплаты по мере того, как росли объемы. За четыре года на конец декабря 2008 года OCC вернула почти 220 млн долл. избыточной прибыли, снизив при этом плату за сделку до 1,55 центов – самой низкой цены в истории палаты.

Объем опционных контрактов, проходящих клиринг на OCC, впервые превысил 1 млрд долл. в 2004 году, 2 млрд в 2006-м и 3,5 млрд в 2008-м. В результате скромная, малоизвестная прежде компания смогла претендовать на звание крупнейшей в мире клиринговой организации производных финансовых инструментов.

При всех своих различиях LCH, NSCC и OCC представляли собой группу управляемых пользователями клиринговых инфраструктур, то есть бизнес-модель, альтернативную вертикально интегрированным центральным контрагентам и получившую широкое распространение в первые годы XXI века.

Были и другие компании такого рода, в частности, Клиринговая корпорация Товарной биржи (BOTCC) – центральный контрагент, принадлежащий пользователям и созданный в 1925 году для того, чтобы осуществлять клиринг фьючерсных контрактов на CBOE.

Достопочтенная BOTCC играла центральную роль в крупных преобразованиях фьючерсных бирж и клиринговых палат в Чикаго в начале нынешнего столетия.

Судьба BOTCC описана в части IV, в которой сначала рассматриваются факторы, которые повлияли на развитие центральных контрагентов и клиринговых палат примерно с 2000 года и далее (глава 12), а затем подробнее описывается активность и взаимодействие ведущих центральных контрагентов по обе стороны Атлантики вплоть до банкротства Lehman Brothers.

Часть IV. Центральные контрагенты в десятилетие бума и краха

12. Факторы перемен

12.1. Вызовы нового тысячелетия

2000-е годы стартовали уверенно, чему в особенности способствовали несбывшиеся страхи перед компьютерным сбоем («проблемой 2000»): ждали, что обрушатся финансовые системы и самолеты рухнут с небес на землю, потому что программное обеспечение не справится с обнулением даты при переходе от 1999 к 2000 году. Но ничего подобного не случилось: 1 января наступило и прошло без катастроф.

Напротив, впереди замаячило вполне благоприятное будущее – главным образом благодаря финансовым инновациям и мягкому регулированию.

Правительства соревновались за конкурентоспособность своих экономик и всячески старались облегчить компаниям и индивидуальным предпринимателям процесс делания денег.

Тон задавали США. В ноябре 1999 года был отменен закон Гласса – Стигалла, который требовал разделять инвестиционные и коммерческие банки. Год спустя было принято законодательство, оставлявшее внебиржевые деривативы без регулирования.

Избранное в 1997 году лейбористское правительство Соединенного Королевства заявило: «Пусть люди богатеют сколько угодно, лишь бы налоги платили»¹. Было создано Управление по финансовому регулированию и надзору Великобритании (SFA) которое применяло «легкий» режим регулирования с тем, чтобы не мешать росту национального финансового сектора.

Вслед за введением единой валюты ЕС принял 1 января 1999 года План действий в сфере финансовых услуг (FSAP) из 42 пунктов. Он имел целью создание единого рынка финансовых услуг, так чтобы финансовая деятельность не сдерживалась национальными

границами. Кроме того, FSAP предусматривал снижение затрат, сопутствующих международной торговле.

Рынки расширились, трейдинг происходил намного оперативнее благодаря стремительному росту мощностей компьютеров. Прежний счет на миллиарды уже никого не волновал. Обычным мерилom экономической активности и богатства стал триллион, то есть миллион миллионов, которому предшествовали значки доллара, иены или новой европейской валюты – евро.

Новая каста финансовых рынков – менеджеры хедж-фондов и трейдеры инвестиционных банков, торгующих за собственный счет, – выступила вперед и взяла на себя обеспечение ликвидности финансовых рынков. Благодаря мощным компьютерам и сложным алгоритмам появились новые технологии трейдинга, предусматривавшие высокие скорость выполнения и прибыль от больших объемов продаж. Большие позиции на все более короткие сроки приносили новым гарантам ликвидности огромные доходы и бонусы при минимальной торговой марже.

На регулируемых рынках финансовая активность стремительно падала. Сделки осуществлялись вне биржи, напрямую между банками и другими участниками рынка. Доля традиционных займов в балансе международных банков убывала на глазах, займы переводили в ценные бумаги и продавали другим финансовым учреждениям. Сочетание секьюритизации с передачей рисков по модели «создай и распредели» применялось ко все более широкому набору различных активов, поскольку выступавшие на стороне продавца инвестиционные банки крупных финансовых центров могли проводить большой объем операций. Эту стратегию, возникшую отчасти в ответ на введенный Банком международных расчетов (BIS) в 1988 году коэффициент достаточности капитала, а отчасти с целью получения максимальных прибылей благодаря доходам от менее прозрачных видов деятельности, регулирующие органы рассматривали как способ распределять риски по всей финансовой системе и тем самым снижать их. Глобальный

финансовый кризис конца 2000-х годов показал, что надежда была совершенно напрасной.

В начале нового столетия казалось, будто финансовые рынки и мировая финансовая система в целом благополучно пережили тревоги 1990-х годов, в том числе крах банка Barings, долговые кризисы азиатских государств и России и обрушение хеджевого фонда Long Term Capital Management. Эти неприятные эпизоды еще не были забыты, но они не могли поколебать веру в экономику свободного рынка – ведь после каждого удара финансовые рынки с легкостью восстанавливали свой бизнес.

Казалось, что нововведения в финансовой области обеспечивают наилучшие условия и для политиков, и для регулирующих органов, для финансовых компаний и частных лиц. Инвестиционные банки богатели, предлагая новые продукты и услуги, хотя практическая польза от этих услуг была очевидна не всегда. Политики с удовольствием выслушивали обещания перейти от финансовых инноваций к эффективной макроэкономике². Власти некоторых стран, в том числе британское лейбористское правительство, получали немалую выгоду от того, что на их территории росли финансовые рынки. Для политиков повышение финансовой активности означало быстрый рост доходов от налогообложения, возможность увеличить внутренний бюджет и даже вести войны.

Но вслед за празднованием начала нового тысячелетия наступили тревожные времена. Как раз в тот момент, когда руководители ЕС на специально созванном саммите в Лиссабоне в марте 2000 года приветствовали «новую экономику», лопнул пузырь в секторе информационных технологий. «Бум доткомов» обернулся «крахом доткомов», который все еще был в разгаре полтора года спустя, когда террористическая атака на Нью-Йорк и Вашингтон 9/11 столкнула мировую экономику еще ниже. Предчувствие кризиса обострилось в декабре 2001 года: Enron, группа по продаже энергетических ресурсов, занимавшая седьмое место в списке

крупнейших компаний США, была уличена в многомиллионном бухгалтерском мошенничестве и объявила о банкротстве.

Центральные банки во главе с Аланом Гринспеном, руководителем Федеральной резервной системы, в ответ понизили процентные ставки и какое-то время удерживали их на низком уровне. Однако «американские горки» на финансовых рынках в 2000–2003 годах стали восприниматься как досадное прошлое, поскольку необременительная денежная политика индустриальных стран и импорт дешевых китайских изделий обеспечили непрерывный рост экономики и низкую инфляцию. Кое-кто уже праздновал возвращение «великой умеренности» начала 1980-х годов.

Рецессия и пузырь доткомов в начале XXI века оказались пустяком по сравнению с мировым финансовым и экономическим кризисом 2007–2008 годов. Эти колебания от бума к краху и от краха к буму в период 2000–2003 годов уже были симптомами той нездоровой страсти к риску, которая к середине десятилетия нарастала на финансовых рынках. Под внешним благополучием скрывалась проблема: рынки и крупные банки становились все более сложными и все менее управляемыми. Они накапливали долгосрочные риски, но никто этого не замечал или не хотел замечать.

Под праздничные мероприятия начала нового тысячелетия биржи и провайдеры клиринга и расчетов открывали эру корпоративных маневров, которые сбивали с толку наблюдателей и обернулись последствиями, неожиданными даже для тех руководителей корпораций, которые, собственно, и затевали эти игры.

В других сферах предпринимательской деятельности судьбы центральных контрагентов определялись двумя взаимодействующими факторами: глобализацией и технологическим прогрессом, в особенности ростом быстродействия компьютеров. В совокупности эти факторы вызвали стремительное развитие Интернета; люди и целые отрасли оказались гораздо прочнее связаны, чем прежде. По обе стороны Атлантического океана

амбициозные биржи и посттрейдинговые компании подумывали о распространении своей деятельности за пределы национальных границ.

Глобализация подразумевает широкий обмен идеями, технологиями, формами управления. Она породила новые разнообразные тенденции, которые за последние три десятилетия отразились на деятельности центральных контрагентов на отдельных рынках и в пределах государств: эти контрагенты взаимодействовали и конфликтовали, а в результате открывались новые возможности и обострялись прежние трения.

Не менее сильно проявлялись в ту пору и противоположные тенденции, отражавшие разочарования и тревоги, также вызванные глобализацией. Свойственные многим лидерам бизнеса, политикам и регулирующим органам протекционизм, личные пристрастия, капризы и человеческие слабости, наследие прошлого в форме корпоративного управления – все это сыграло роль и погубило прекрасные планы менеджеров клиринговых палат.

До сентября 2008 года политики, а также участники рынка занимались в основном тем, что поощряли конкуренцию между провайдерами инфраструктурных услуг. Они стремились снизить стоимость клиринга и расчетов и тем самым удешевить трейдинг. Несмотря на разительные перемены в глобальной макроэкономике, политике и финансовой ситуации на рынках в 2000-е годы, понадобилось банкротство Lehman Brothers, чтобы общественное мнение и политика сосредоточились на другой задаче: сдерживать системные риски финансовой системы.

В годы, предшествовавшие банкротству Lehman Brothers, на клиринговый бизнес повлиял ряд факторов:

- давление клиентов, стремившихся снизить стоимость трейдинговых и посттрейдинговых услуг;
- введение биржевых котировок (листинга) на фондовых рынках;
- частичная консолидация компаний-провайдеров инфраструктурных услуг внутри национальных границ и за их

пределами;

- отсутствие единого механизма трансатлантического клиринга;
- использование органов регулирования для повышения конкурентоспособности национальных и региональных секторов финансовых услуг;
- финансовые инновации;
- концентрация финансовых операций – как тех, по которым клиринг проводился, так и тех, по которым его не проводили, – в руках небольшого числа компаний. Их круг сужался, а могущество возрастало.

В этой главе поочередно рассматриваются все перечисленные факторы. Таким образом, она послужит прологом к части IV, которая охватывает историю центральных контрагентов с 2000 года и до банкротства Lehman Brothers.

12.2. Требование снизить затраты

Для крупных инвестиционных банков начало нового века стало радужным не во всех отношениях. Стремясь расширить сферу своей деятельности, они в течение 1990-х совершали все более крупные инвестиции в трейдинговые инфраструктуры, опиравшиеся на компьютерные технологии. Объемы торговли резко возросли, но маржа сократилась – в иных случаях чуть ли не до нуля.

Банки искали способы урезать расходы и постарались возложить часть бремени на своих провайдеров инфраструктурных услуг. Интерес Франкфуртской и Парижской бирж к новым технологиям 1990-х годов как раз и был вызван давлением со стороны клиентов, требовавших снижения затрат. В США стремление снизить стоимость сделок по акциям привело к поглощению еще функционировавших региональных расчетно-клиринговых структур Национальной клиринговой корпорацией по ценным бумагам (NSCC) и Депозитарной трастовой компанией (DTC), а затем эти два общенациональных провайдера инфраструктурных услуг слились в единый холдинг – Депозитарную трастовую и клиринговую корпорацию (DTCC).

Но эти перемены не облегчили давление со стороны банков, добивавшихся снижения посттрейдинговых расходов, в особенности в Европе, где международному трейдингу препятствовали национальные границы и потому не складывался необходимый для подъема экономики единый резерв ликвидности, сопоставимый по масштабам с резервом ликвидности в США.

В мае 1999 года два руководителя европейских инвестиционных банков совместно основали Европейскую группу пользователей индустрии ценных бумаг (ESIUG) как орган высшего уровня, обеспечивающий взаимосвязь с провайдерами услуг и лоббирующий снижение расходов на финансовые инфраструктуры. Поводом к этой инициативе сэра Дэвида Уокера,

председателя Morgan Stanley Dean Witter Europe (со штаб-квартирой в Лондоне), и Марселя Оспеля, главы UBS, послужил план радикальных изменений инфраструктуры европейских расчетов по ценным бумагам.

За несколько дней до этого решения о намерении объединить свою деятельность в сфере расчетов по ценным бумагам объявили Вернер Зейферт, CEO Deutsche Börse, Андре Лусси, руководитель Cedel (Международного центрального депозитария ценных бумаг, принадлежащего банку со штаб-квартирой в Люксембурге), и Жан-Франсуа Теодор, председатель и CEO Paris Bourse.

На первый взгляд, консолидация полностью соответствовала ожиданиям клиентов. Возникшая таким образом Европейская клиринговая палата (получившая несколько странное название) стала первым международным проектом, направленным на консолидацию посттрейдинговой инфраструктуры в Европе.

Но Уокер и Оспель заподозрили, что цель Зейферта заключается не столько в снижении расходов, сколько в распространении – в убыток клиентам – ориентированной на прибыль вертикально интегрированной системы. По этой причине Уокер развернул против планов Зейферта всю «артиллерию» ESIUG.

С позицией Уокера по вертикально интегрированной системе нельзя было не считаться. Уокер принадлежал к числу старейшин Сити, в его послужном списке значились пост исполнительного директора Банка Англии и главного регулятора британских рынков ценных бумаг. При этом Уокер, что необычно для патрициев, проявлял интерес к посттрейдинговым инфраструктурам. Его офис в Кэнэри-Уорф притягивал всех, кто стремился модернизировать финансовую инфраструктуру Европы и снизить расходы клиентов, а сам Уокер стал серым кардиналом, сосредоточившим в своих руках связи с инвестиционными банками, центральными банками, коммерческими банками, политиками, регулирующими органами и профессионалами посттрейдинга. Теодор также считал необходимым наведываться в Лондон и советоваться с Уокером.

Под руководством Уокера ESIUG сделалась главным инициатором горизонтального клиринга и расчетов. В этой системе посттрейдинговая деятельность отделялась от трейдинга и контролировалась другими компаниями, причем оставалась возможность интеграции посттрейдинговой деятельности с деятельностью других провайдеров услуг в зависимости от их функций.

В ESIUG состоял Крис Тапкер, представитель голландского банка ABN AMRO. Вместе с коллегами Тапкер сформировал в ESIUG рабочую группу с целью подготовить такую стратегию индустрии ценных бумаг, которая сплотила бы клиентов в поддержку горизонтальных систем посттрейдинга.

«Мы выдвинули идею горизонтальной интеграции трейдинга, клиринга и расчетов в противовес вертикальной интеграции, – поясняет Тапкер. – И начали разъяснять преимущества этой системы по сравнению с системой Зейферта³».

В 2000 году ESIUG преобразовалась в Европейский форум по ценным бумагам (ESF), более официальную и четко структурированную организацию, с центром в Лондоне. Первоначально в ESF входили 24 банка. Постепенно Европейский форум стал терять влияние, но в лучшую свою пору ESIUG и ESF успели выявить несовпадение интересов европейских бирж и их клиентов. Этот раскол, впервые проявившийся в 1990-е годы, в 2000-е только усугубился, в том числе и благодаря акционированию взаимных фондов и превращению биржевых групп в компании, включенные в листинг.

12.3. Первичное размещение акций финансовых инфраструктур

Акционирование финансовых инфраструктур началось в Европе в 1990-е годы умеренными темпами, но на рубеже веков это явление охватило весь мир.

В 1987 году OM⁴, шведская биржа деривативов, впоследствии вошедшая в состав объединенной группы NASDAQ OMX Group, стала первой в мире публично котируемой биржей.

Акционирование OM не наделало большого шума, вероятно, потому, что эта компания изначально не была традиционной биржей – она выросла из компании, специализировавшейся на интернет-технологиях. Зато в 1982 году акционирование франкфуртской биржевой компании Deutsche Börse привлекло внимание всего мира. Она сделалась акционерным обществом. На том этапе акционирование не подразумевало листинга на фондовом рынке.

Акционирование Deutsche Börse должно было поспособствовать модернизации германского финансового сектора к концу 1980-х годов. Владельцами Deutsche Börse по-прежнему оставались главным образом немецкие банки, но уже на правах акционеров коммерческой компании, а не в качестве «членов клуба». Что существеннее, такое изменение статуса развязало руки честолюбивому руководителю Deutsche Börse Вернеру Зейферту: теперь он мог свободнее развивать операции с деривативами и объединить трейдинговую и посттрейдинговую деятельность в вертикально интегрированной системе.

На рубеже нового тысячелетия Зейферт приготовился к следующему шагу. В декабре 1999 года он объявил о намерении группы разместить свои акции на фондовом рынке. После небольшой отсрочки в начале 2001-го Deutsche Börse выпустила свои акции для открытой продажи.

Сторонники «коммерческой» модели бизнеса утверждали, что этот путь ведет к ускорению инноваций и к большей эффективности, чем та, на которую способны «сонные» паевые фонды, управлявшие большинством фондовых бирж. Однако первичное размещение акций Deutsche Börse было вызвано не только подобными соображениями, но и совпадением двух факторов: амбициями управляющих этих компаний и алчностью прежних владельцев,

которые оставались на положении пользователей. Публичное акционирование подчас ударяло по своим же горячим сторонникам, как это случилось с Зейфертом: в 2005 году новые акционеры взбунтовались и отправили главу Deutsche Börse в отставку.

Акционирование Deutsche Börse подало пример многим честолюбивым подражателям. Euronext, международная биржа, образовавшаяся в сентябре 2000 года под руководством Жана-Франсуа Теодора благодаря слиянию Парижской, Брюссельской и Амстердамской бирж, в июле 2001-го осуществила первичное размещение акций и внесла свои акции в листинг парижского рынка Euronext⁵. В том же месяце Лондонская фондовая биржа (LSE), акционированная в 2000 году, вошла в листинг самой же Лондонской фондовой биржи.

Акционирование и листинг бирж происходили и в других частях света. В Азиатско-Тихоокеанском регионе в 1999–2000 годах были акционированы, а затем слились фондовая и фьючерсная биржи; этому примеру вскоре последовал Сингапур, а несколько лет спустя – Южная Корея и Австралия. В США первой подверглась акционированию Чикагская товарная биржа (CME), разместившая свои акции на продажу осенью 2002 года. Не отстали от нее и другие биржи США.

Становясь публичными акционерными компаниями, биржевые группы наращивали финансовую мощь и могли с бóльшим успехом модернизировать трейдинговые и посттрейдинговые услуги. С другой стороны, в качестве коммерческих, включенных в листинг компаний они на общих основаниях подвергались биржевым котировкам и сопутствующим рискам, оказывались вовлечены в конфликт интересов. Наметилось противостояние акционированных биржевых групп и прежних владельцев, которые продолжали пользоваться их услугами.

Пока биржи и их посттрейдинговые инфраструктуры оставались паевыми фондами, они были монополиями и в такой форме вполне устраивали своих участников, потому что эти компании были также

их владельцами и могли извлекать прибыль если не из дивидендов, то получая рибейт и другие виды скидок и комиссионных.

Листинг же привел к тому, что у бирж появились внешние владельцы, которые настаивали на политике, ориентированной на выгоду акционеров. В результате смены курса обострились разногласия между биржами и инвестиционными банками, их крупнейшими и наиболее требовательными клиентами. Банки воспользовались листингом и продали свою часть акций, реализовав давно замороженную прибыль на капитал. Пока биржи и посттрейдинговые инфраструктуры являлись паевыми фондами, среди владельцев которых первое место занимали банки, споры не выходили за пределы совета директоров. Теперь же эти споры с ожесточением выплеснулись на публику.

И вновь обратимся к примеру Deutsche Börse: до первичного размещения акций в 2001 году владельцами биржевой группы были в основном те же организации, которые владели Франкфуртской фондовой биржей и пользовались ее услугами как до акционирования 1992 года, так и после. Однако к концу 2003 года «стратегическим акционерам» принадлежало всего 3 % акций компании. Прежних владельцев вытеснили хедж-фонды и другие инвесторы, уже не проявлявшие «местной лояльности». Банки – совладельцы биржи продали свои акции, чтобы вложить капитал в новые прибыльные предприятия или же, как это случилось со многими после краха доткомов и катастрофы 9/11, чтобы покрыть свои убытки.

Финансовые рынки не могут похвастаться ни крепкой памятью, ни умением проявлять благодарность. Банки, реализовавшие свою долю после первичного акционирования бирж, быстро забыли о том, какую огромную прибыль они при этом получили, зато возмущались тем, что клиринговые и другие посттрейдинговые платежи остаются на прежнем уровне, а их маржа сокращается.

В то время как клиенты критиковали посттрейдинговые инфраструктуры за лишние, с их точки зрения, расходы,

акционированные и публично котируемые биржевые группы научились ценить роль центральных контрагентов в цепочке транзакций от трейдинга до клиринга и окончательного расчета.

Центральные контрагенты были вовлечены в конфликт между биржами и инвестиционными банками. Пока листинг фондовых рынков не сделался общей нормой, центральные контрагенты работали по принципу коммунальных служб. Они являлись паевыми компаниями или входили в паевые биржевые группы и следовали их морали. Центральные контрагенты обслуживали национальные финансовые рынки, и международная конкуренция их не затрагивала. При таких условиях не имело особого значения, интегрирован ли центральный контрагент в вертикальную структуру биржи, как обстояло дело на CME, или отделен от биржи, как Лондонская клиринговая палата (LCH), или занимает промежуточное положение, как Клиринговая корпорация Товарной биржи (BOTCC) – принадлежащий пользователям центральный контрагент, издавна аффилированный с CME.

Это положение изменилось после акционирования бирж и публичного размещения акций. Поднялся ожесточенный спор о будущем центральных контрагентов, об их структуре и подчинении: стремление консолидировать силы трейдингового и посттрейдингового сектора сказалось и на судьбе центральных контрагентов.

12.4. Консолидация и разделение европейских провайдеров посттрейдинговых услуг

Разногласия между биржами и провайдерами инфраструктурных услуг, с одной стороны, и их клиентами – инвестиционными банками – с другой привели к изменению правил игры в сфере консолидации финансовых инфраструктур в Европе.

В пределах отдельных государств консолидация инфраструктуры успешно способствовала снижению расходов и повышению эффективности финансовых рынков. Та же логика побудила сделать следующий гигантский шаг к консолидации посттрейдинговых инфраструктур рынков ценных бумаг США: под конец 1999 года была создана DTCC.

Появление единой валюты, как ожидалось, должно было поспособствовать международной консолидации в Европе. Замораживание с 1 января 1999 года обменного курса для государств, вошедших в еврозону, означало, что для 11 из тогдашних 15 членов ЕС устраняются сопутствующие обмену валют риски. Казалось разумным заняться консолидацией инфраструктур, в том числе центральных клиринговых контрагентов, и впервые создать нечто, выходящее за пределы национальных границ, хотя в опубликованном в мае 1999 года плане создания единого, без барьеров, европейского рынка финансовых услуг специально о посттрейдинге почти ничего не говорилось⁶.

Однако на корпоративном уровне каждый шаг к консолидации компенсировался отступлением. В США (о чем мы поговорим в следующей главе) подписанное в марте 1998 года соглашение между Чикагской товарной биржей (CME) и Чикагской торговой палатой (CBOT) об объединении клиринговых служб соблюдалось неполные шесть месяцев. В Европе трехсторонний проект создания многонациональной европейской группы по расчетам в результате слияния Cedel, Международного центрального депозитария ценных

бумаг в Люксембурге, с французским и немецким депозитариями ценных бумаг тоже оказался недолговечным: ровно через полгода, в ноябре 1999 года, французы вышли из соглашения.

Трехсторонняя инициатива сузилась до двустороннего слияния Cedel и Deutsche Börse Clearing, отделения немецкой биржевой группы для расчетов по ценным бумагам. Это слияние породило в январе 2000 года Clearstream, первого в Европе международного поставщика инфраструктурных финансовых услуг. В этой организации 50 % принадлежало Deutsche Börse и 50 % Cedel International – холдингу из 92 банков, которым ICSD Cedel прежде принадлежал полностью.

Однако вопреки всем ожиданиям создание Clearstream не послужило примером для более широкой международной консолидации европейских компаний, занимающихся расчетами по ценным бумагам. Вместо этого усугубились вертикально-горизонтальные разделения европейских провайдеров инфраструктурных финансовых услуг на фоне сбивавших с толку корпоративных маневров, которые затянулись на четыре года.

Проблемы Clearstream предоставили Вернеру Зейфарту шанс расширить вертикально интегрированную структуру Deutsche Börse, приобретя 50 %-ную долю Cedel International в этой компании. К июлю 2002 года Clearstream превратилась в полностью консолидированную дочернюю компанию коммерческой, внесенной в листинг биржевой группы Deutsche Börse, причем доля этой группы в Clearstream составила полные 100 %.

К тому времени Жан-Франсуа Теодор сделался лидером горизонтальной консолидации в Европе. В 2000 году он осуществил слияние Парижской, Брюссельской и Амстердамской фондовых бирж, создав Euronext. В этой структуре Clearnet, центральный контрагент Парижской биржи, поглотила бельгийского и голландского центральных контрагентов. Clearnet была оформлена как дочерняя компания группы Euronext, но с достаточной автономией. Планировалось предложить ее акции пользователям.

Теодор также поддержал планы Euroclear, ICSD со штаб-квартирой в Брюсселе, приобрести в 2001 году французский депозитарий ценных бумаг, а в 2002-м одобрил намерение CREST, британского провайдера расчетов по ценным бумагам, создать неаффилированную с биржевой группой Euronext, принадлежащую клиентам и управляемую ими горизонтально структурированную группу расчетов по ценным бумагам. К концу десятилетия группа Euroclear предоставляла услуги расчетов по ценным бумагам во Франции, Бельгии, Голландии, Британии, Швеции и Финляндии, а также охватила бóльшую часть международного рынка облигаций⁷.

После фальстарта 2000 года в пору изобилия (под конец 2003-го) благодаря слиянию Лондонской LCH с парижской Clearnet появилась также LCH.Clearnet – горизонтально структурированная, с большим количеством активов международная группа центрального контрагента⁸.

Однако в целом события 1999–2003 годов не подняли консолидацию европейских финансовых инфраструктур на такой уровень, который удовлетворил бы клиентов или политиков, а водораздел между вертикальными и горизонтальными структурами лишь усугубился. Глобализация также не стала достаточным катализатором для дальнейшей консолидации.

12.5. Отсутствие трансатлантических клиринговых решений

В начале XXI века имелись веские причины надеяться на стимул к консолидации из-за океана, со стороны США. Американские инвестиционные банки приобретали все бóльшую роль в сообществе европейских клиентов. Развитие технологий и электронной коммуникации позволяло проводить круглосуточный трейдинг. Развитие моделей совместного управления рисками, таких как анализ риска стандартного портфеля (SPAN), и компьютерных программ, применяющих эти системы к наличным деньгам и к

рынкам деривативов, способствовало подъему международного трейдинга.

В июне 1997 года парижские рынки и чикагская CME договорились о технологическом сотрудничестве, и в результате в Европе появился филиал CME – Clearing 21. Европейские и американские центральные контрагенты регулярно обменивались новыми идеями. Среди клиентов, настаивавших на европейской реформе, значительное место занимали американские инвестиционные банки, заметно распространившие свое влияние за рамки 1990-х годов.

Конференции и выставки (зачастую они проходили на роскошных курортах) предоставляли высшему руководству с обоих берегов Атлантики возможность обсудить различные точки зрения и подготовить корпоративные маневры. Американские конференции Ассоциации фьючерсной торговли (FIA) весной в Бока-Ратоне и осенью в Чикаго собирали в Штатах лидеров индустрии деривативов и их провайдеров клиринговых услуг. Конференции в Бюргенстоке под эгидой Швейцарской ассоциации профессиональных участников рынка фьючерсов и опционов (SFOA) обеспечивали встречу в Европе на столь же высоком уровне и в столь же роскошной атмосфере.

В предыдущие десятилетия уже заходил разговор о трансатлантическом объединении центральных контрагентов. Опционная клиринговая корпорация (ОСС) и британская Международная товарная клиринговая палата (ICCH, UK) обсуждали возможность слияния в начале 1980-х. Желая воспользоваться теми преимуществами, которых всех ожидали от глобализации мировой экономики, DTCC создала в 2001 году свой европейский форпост – филиал (со стопроцентным капиталом) EuroCCP, предоставлявший новому отделению американской биржи услуги международного центрального контрагента NASDAQ Europe. Было заявлено, что EuroCCP готов осуществлять клиринг и для других партнеров.

Но в решающий момент глобализация не продвинулась дальше общих слов. К сентябрю 2002 года DTCC уже сворачивала свой филиал EuroCCP, поскольку предложения NASDAQ не нашли достаточного спроса в Европе.

Неудача DTCC отчасти была вызвана осложнением экономических условий после краха доткомов и теракта 9/11 в 2001 году. Это также означало, что разговоры о глобализации почти ничего не изменили в системах регулирования, налогообложения и законодательства, которые по-прежнему действовали в ряде государств Европы. Всякий центральный контрагент, пытавшийся распространить свою деятельность за пределы национальных границ, воспринимался как угроза местным провайдерам услуг. А когда международная консолидация затрагивала политические сферы, находились легионы лоббистов, защищавших местных провайдеров и статус-кво.

В регулирующих и законодательных органах разворачивались сражения между сторонниками вертикальной и горизонтальной структуры, компаний, внесенных в листинг фондовой биржи, и паевых фондов, коммерческой бизнес-модели и модели по себестоимости. Столкнувшись с необходимостью выбора, регулирующие органы, как правило, становились на сторону «своих», местных институтов. Для Вашингтона это было стандартной практикой с незапамятных времен. И в Европе на уровне отдельных государств – членов ЕС возникало сильное сопротивление международной консолидации и интеграции.

12.6. Регулирующие органы разрываются между безопасностью и конкурентоспособностью финансовых рынков

Органы, регулировавшие деятельность центральных контрагентов, разрывались между двумя тенденциями. В начале XXI века политики, определявшие характер деятельности регулирующих органов в США и Европе, все еще активно продолжали восходившие к 1980-м тенденции к дерегулированию. С другой стороны, центральные контрагенты требовали особого внимания. То, что они брали на себя функции клиринговых палат, снижало риски финансовых рынков, но сосредотачивало все риски в центральных контрагентах, превращая их в наиболее слабое звено финансовой системы.

Провозвестником либертарианского подхода к регулированию стал Алан Гринспен, возглавивший в 1987 году Федеральную резервную систему. Гринспен, пользовавшийся огромным влиянием в США и во всем мире, полагал, что участники рынка в целом лучше регулирующих органов способны отслеживать и контролировать риски, сопутствующие сделкам с конкретными контрагентами. В своих выступлениях Гринспен выражал тревогу в связи с попытками ограничить «частное и честное регулирование» и даже вовсе заменить его государственным. «За исключением тех случаев, когда дисциплина рынка подрывается морально, к примеру, если федеральное правительство берет на себя гарантии частных долгов, частное регулирование показало куда лучшую способность сдерживать излишние риски, чем это удастся государственному регулированию», – заявил он однажды⁹.

Во второй половине 1990-х годов в США наметилась необходимость пересмотра Закона о товарных биржах (Commodity Exchange Act). Закон был принят в 1974 году – с тех пор объем и разнообразие деривативов, участвующих в трейдингах на биржах

и вне бирж, значительно возросли. В особенности настоятельно требовалась юридическая база для трейдинга деривативов внебиржевого рынка, чтобы заменить ту довольно рыхлую структуру, которая сложилась в 1980-х и 1990-х годах в результате политических заявлений Комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC), – в этой структуре деятельность внебиржевых дилеров оставалась без регулирования.

В ситуации конца 1990-х под юридической базой подразумевали или полный отказ от регулирования, или саморегулирование внутри отрасли. Несмотря на ряд катастроф, выплеснувшихся в 1990-х годах на первые страницы газет, когда крупные корпорации, в том числе Procter & Gamble и муниципальные организации, например округ Ориндж, выступали в роли неудачливых инвесторов и несли серьезные убытки, Конгресс не видел угрозу финансовой стабильности в раздутой торговле деривативами внебиржевых дилеров. Финансовые лоббисты и профессиональные организации, такие как Международная ассоциация по свопам и деривативам (ISDA), уверяли законодателей, что сложное финансовое устройство рынка деривативов внебиржевых дилеров служит противовесом излишним рискам.

В 1999 году Рабочая группа при президенте по финансовым рынкам стала подталкивать Конгресс в сторону саморегулирования отрасли. Группа предостерегала: транзакции, того и гляди, уйдут в офшоры, сократятся инновации и рост, под угрозой окажется главенствующее положение США на финансовых рынках. Чтобы предотвратить неблагоприятное развитие событий, нужно обеспечить юридическую базу для внебиржевых свопов и энергетических контрактов, сделки по которым осуществлялись в двустороннем порядке между коммерческими организациями.

После многомесячных дебатов в декабре 2000 года, в последние дни правления администрации Клинтона, был подписан Закон о модернизации товарных фьючерсов (Commodity Futures Modernization Act). Помимо прочего этот акт предписывал

«поощрять инновации в сфере фьючерсов и деривативов и снижать системные риски» благодаря более четкой законодательной базе, а также «укреплять конкурентоспособные позиции финансовых институтов и финансовых рынков США»¹⁰.

С целью обеспечить внебиржевым трейдерам юридические гарантии этот закон освободил широкий спектр соглашений по свопам и другие сделки по дериватавам, которые осуществлялись вне трейдинговых платформ, из-под контроля Управления товарных бирж (CEA) и Комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC). Единственным условием при этом было, чтобы сделки совершались между опытными и финансово надежными профессионалами, «приемлемыми сторонами контракта».

Также от контроля CEA и регулирования CFTC освобождались внебиржевые транзакции по «свободным от контроля товарам» между «приемлемыми сторонами». Свободные от контроля товары, в основном энергетические ресурсы, металлы и химикаты, продаваемые вне биржи, оставались в юрисдикции CFTC в той мере, в какой следовало осуществлять расследование мошенничеств и антирыночных манипуляций, – Конгресс все же опасался, что эти товары могут быть использованы для спекуляций.

Закон отменил запрет 18-летней давности на трейдинг фьючерсов на отдельные акции.

В дополнение к традиционным биржам деривативов этот акт допускал создание новых «свободных от контроля коммерческих рынков», на которых опытные профессионалы могли бы заключать разнообразные освобожденные от контроля контракты, не подчиняясь регулированию CFTC. Последняя продолжала регулировать сельскохозяйственные деривативы и те финансовые фьючерсы и опционы, которые проходили через биржи.

CFMA стал первым фактором, способствовавшим бурному росту внебиржевого трейдинга деривативов. Вторым фактором стал разрыв между инвестиционными банками и биржами: банки стали чаще направлять трейдинговую активность в русло непрозрачных

и обеспечивавших высокие комиссионные внебиржевых рынков. В конце 1990-х годов внебиржевые рынки деривативов росли со скоростью примерно 30 % в год, теперь же их рост еще более ускорился. К середине 2008 года, когда общемировой рынок деривативов достиг объема в 684 трлн долл. по номинальной сумме незакрытых контрактов, 88 % трейдинга совершалось вне биржи – гигантский размах по сравнению с 82 трлн долл. номинальной суммы незакрытых контрактов на биржах¹¹.

Свобода, полученная сферой торговли деривативами, ограничивалась, когда дело доходило до клиринга. Закон принимался в том числе с целью «сократить системный риск и обеспечить бóльшую стабильность рынкам в пору дезорганизации, разрешив клиринг транзакций по внебиржевым деривативам через должным образом регулируемые клиринговые организации»¹². Таким образом, закон расширил спектр компаний, занимавшихся клирингом тех контрактов по деривативам, которые осуществлялись на двухсторонней основе вне биржи, однако в отличие от посткризисного законодательства США 2010 года не решился санкционировать внебиржевой клиринг.

CFMA предоставлял биржам возможность отделить свои клиринговые палаты от трейдинговых платформ. В США клиринговые палаты должны были регистрироваться в регулирующем органе, отвечающем за тот финансовый инструмент, клиринг которого они осуществляли, с тем чтобы их регулирование происходило автономно от трейдинговых платформ, которые они обслуживали. Таким образом, организации по клирингу деривативов (DCO) регистрировались в CFTC.

В июле 2001 года CFTC зарегистрировала первую DCO, не аффилированную с трейдинговой платформой, предлагавшую клиринг энергетических деривативов, продаваемых вне биржи¹³. Три месяца спустя LCH, создавшая SwapClear для клиринга внебиржевого международного межбанковского рынка свопов, была зарегистрирована CFTC как первая офшорная DCO, действующая

в соответствии с CFMA, и вторая клиринговая палата, не связанная с биржей.

Центральные контрагенты также подписывали базовые принципы, то есть они обязаны были соответствовать общим стандартам, определявшим уровень достаточности финансовых ресурсов, адекватное управление рисками, обеспечение расчетов по сделкам и так далее.

Из всей финансовой системы США наибольших похвал удостоивалась CFMA, решавшая двойную задачу – сокращение системных рисков и устранение препятствий на пути финансовых инноваций. Но в 2008 году эта финансовая система чуть было не рухнула. Американские центральные контрагенты пережили теракт 9/11, и в пору финансового кризиса 2007–2008 годов их регулирующая структура доказала свою прочность. Кризис обнажил изъяны CFMA в тех сферах бизнеса, которые оставались нерегулируемыми и не подлежащими клирингу.

До банкротства Lehman Brothers финансовое законодательство Европы также клонилось к дерегулированию, но еще и с дополнительной целью – способствовать международной интеграции.

Когда политические руководители ЕС обратили взор на индустрию клиринга и расчетов, они учли американский опыт и сосредоточились на поисках решений для рынков акций, оставив в стороне деривативы, как торгуемые на бирже, так и вне биржи.

Видя в DTCC потенциал обслуживания рынка акций, который охватит весь континент, европейские политики подчеркивали свое желание снести межгосударственные барьеры, снизить тем самым расходы и подогреть конкуренцию среди провайдеров инфраструктурных финансовых услуг. Однако вплоть до 2006 года Еврокомиссия не могла определиться: облечь ли конкретный рынок полномочиями предоставлять посттрейдинговые услуги по акциям или же создавать общее для всей индустрии решение. В итоге Еврокомиссия опубликовала Кодекс деловой этики для всей

индустрии. Подписание Кодекса, с виду добровольное, сопровождалось угрозой пустить в противном случае в ход законодательную инициативу ЕС.

Столь же осмотрительно действовал ЕС, сталкиваясь с различными видами владения и управления, присущими национальным клиринговым и расчетным инфраструктурам. Комиссия заняла нейтральное положение между вертикальными и горизонтальными коммерческими организациями и самоокупаемыми, внесенными в листинг, принадлежащими владельцам и управляемыми владельцами.

Некоторые проблемы, однако, обойти было невозможно. Меры, принятые для модернизации европейского и американского законодательств, и изменения, сопутствовавшие глобализации, требовали заново осмыслить управление рисками в клиринговых палатах.

Центральные контрагенты снижали риски неисполнения обязательств одним из участников сделки, однако эти риски концентрировались теперь в самих центральных контрагентах. Практики, привычные внутри закрытых национальных границ, зачастую уже не годились в глобализованном мире или на едином европейском рынке. Инвестиционные банки, например те, что поддерживали ESF, всерьез обдумывали необходимость создания единого центрального контрагента.

Требовалось задать минимальные стандарты безопасности и управления рисками. Политики доверили эту работу многонациональным комитетам чиновников. Знатоки разбирались в этом наборе аббревиатур и пишущихся через тире названий, но широкая общественность и центральные СМИ оставались в полном неведении по поводу их деятельности.

На глобальном уровне эту задачу решала оперативная группа CPSS – IOSCO, совместный орган Комитета по платежным и расчетным системам ведущих центральных банков (CPSS) со штаб-квартирой в Базеле и Технического комитета Международной

организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO). Многие чиновники ЕС вошли в рабочую группу ESCB – CESR, сформированную из представителей Европейской системы центральных банков (ESCB) и национальных центральных банков стран – участниц ЕС¹⁴, а также из комиссий по ценным бумагам при Комитете европейских регуляторов ценных бумаг (CESR). Группа ESCB – CESR адаптировала выводы CPSS – IOSCO к европейским условиям.

12.7. Финансовая инновация

В первые годы XXI века те базельские чиновники, кто тревожился о единых стандартах надежности для центральных контрагентов, составляли незначительное меньшинство. Финансовые рынки процветали, чему способствовали мягкая монетарная политика и ненавязчивый режим регулирования. Объемы продаж росли и на биржах, и вне бирж.

Финансовые инновации осуществлялись весьма бодро, и усилия CFMA и ЕС по определению единого рынка финансовых услуг нисколько им не мешали. Особое значение для центральных контрагентов в годы перед началом финансового кризиса 2007 года имели две инновации.

Во-первых, наблюдался быстрый рост алгоритмического трейдинга на рынках акций. Компьютеризированные системы алгоритмического трейдинга развивались прежде всего в США, накапливали огромные базы данных и переводили торговлю на автопилот во все более усложнявшихся условиях рынка. Поднялся спрос на докторов математических наук и специалистов по прикладной физике: компании, занимавшиеся ценными бумагами, нанимали «фриксов», чтобы те разрабатывали сложные алгоритмические технологии для «черных ящиков» – эти технологии помогали трейдерам превышать прежние достижения и скрывать размах своей деятельности от других участников рынка.

Объемы сделок по акциям росли очень быстро. Американские исследования показали, что к весне 2005 года алгоритмический трейдинг составлял от 14 % до 25 % общего трейдинга акций в США. Тенденция уже определилась, а к 2010 году высокочастотный алгоритмический трейдинг захватил уже 60 % общего объема сделок по акциям в США. В Лондоне, европейском центре применения в трейдинге стратегии количественного «черного ящика», алгоритмические транзакции на конец 2006 года оценивались

в 28 % общего объема сделок. Именно они обеспечили среднегодовой 60 %-ный прирост объемов трейдинга в электронной книге заказов Лондонской фондовой биржи SETS.

Последствия отразились на объемах и оценке сделок, проходивших через Национальную клиринговую корпорацию по ценным бумагам (NSCC), клиринговое отделение DTCC: размах сделок резко возрос в годы перед кризисом – с 4,8 млрд сделок на общую сумму в 82 трлн долл. в 2003 году до 13,5 млрд сделок общей стоимостью 283 трлн долл. в 2007-м.

Новые технологии трейдинга использовали для неттинга центральных контрагентов. Расчет был на то, что центральные контрагенты смогут в разумных границах передавать поток инструкций расчетным инфраструктурам. Существенный рост объемов трейдинга требовал структурных капиталовложений: к примеру, NSCC утроила свою дневную пропускную способность со 160 млн транзакций в 2006 году до 500 млн двумя годами позже.

Рост объемов трейдинга шел рука об руку со снижением размера заказов, так как трейдинговые алгоритмы разбивали крупные заказы на мелкие, чтобы снизить вероятность нежелательного ажиотажа на рынке. На первый взгляд, большие объемы при небольших тикетах были на руку биржам и провайдерам посттрейдинговых услуг: больше счетов – больше доходов от комиссионных. Но такой рост бизнеса, особенно в Европе, способствовал усилению давления со стороны клиентов, требовавших снижения цен и сокращения расходов. Если же снижение цен не соответствовало их требованиям, клиенты начинали продумывать стратегии, которые помогли бы им избавиться от посредничества бирж и других провайдеров инфраструктурных услуг (см. рис. 12.1).

Требования клиентов становились все более настойчивыми, поскольку в той высококонкурентной среде, в которой они вели свою деятельность, не было смысла вкладывать большие деньги в высокоскоростные компьютерные технологии, если в результате нельзя оказаться первым в мире автоматизированного трейдинга

по методу «черного ящика»: инструкции передавались быстрее, чем глазом успеешь моргнуть.

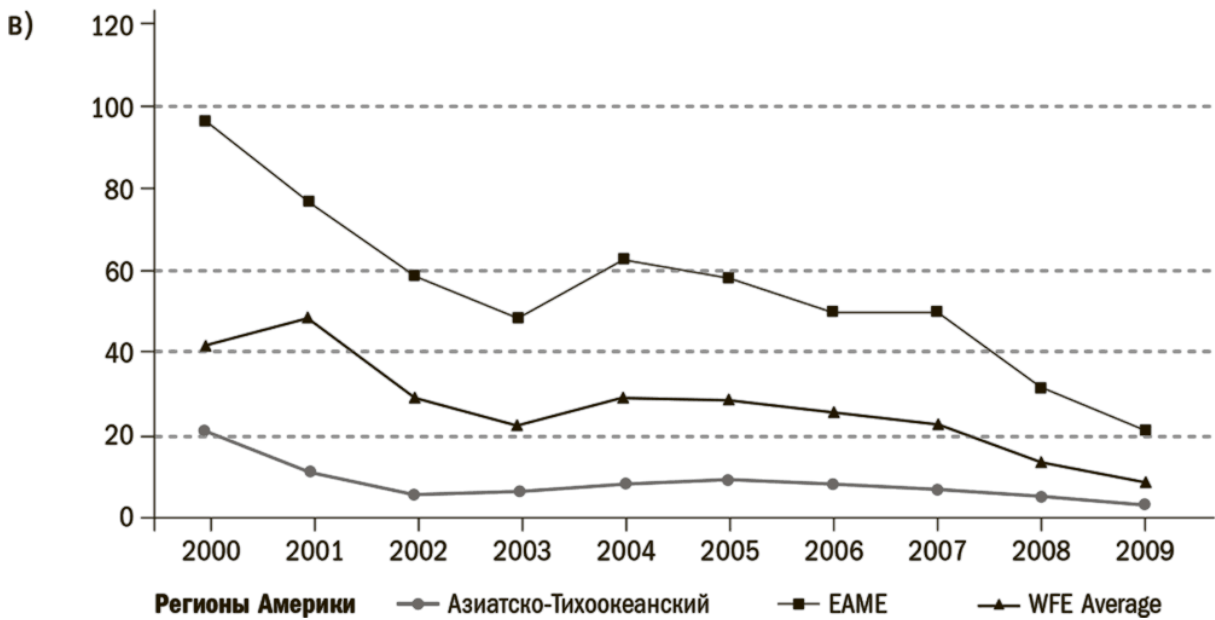
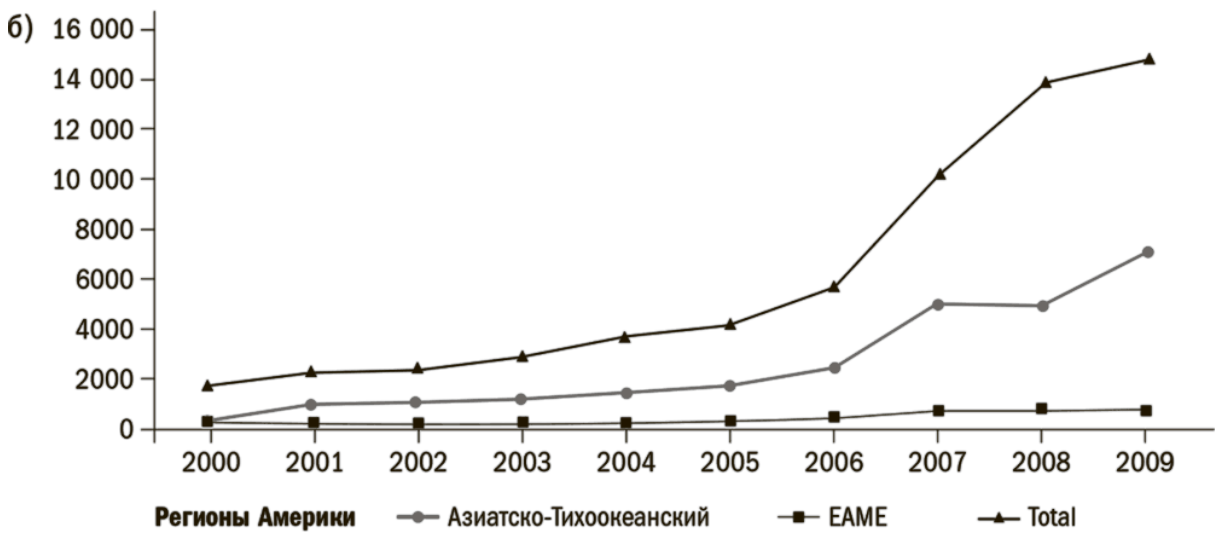
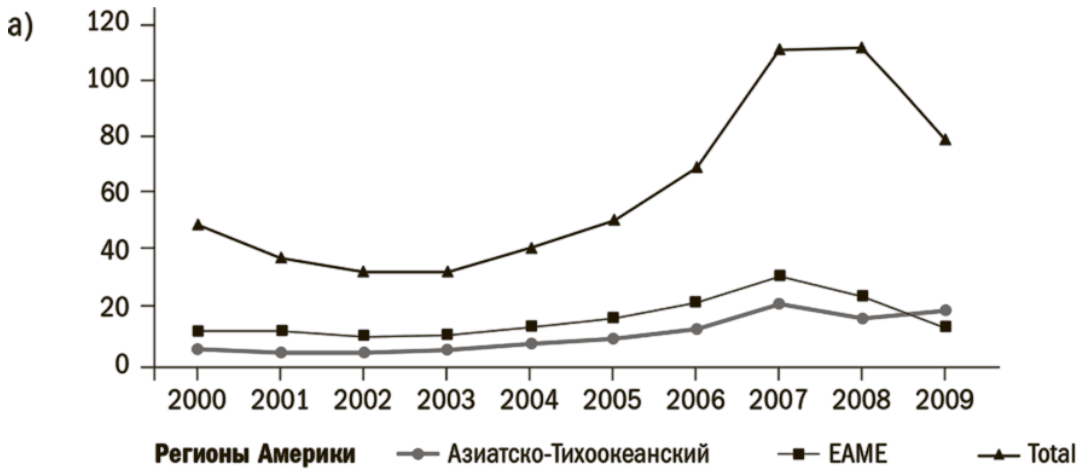
Компьютерные гении, принесшие на рынки акций алгоритмический трейдинг, обеспечили количественный скачок числа и сложности деривативов, торгуемых вне биржи.

Второй существенной инновацией, бросившей вызов участникам клиринга и открывшей перед ними новые возможности, стал ускоренный рост (после неубедительного дебюта в 1990-х годах) инструментов, переносивших кредитные риски с одной стороны сделки на другую.

Секьюритизация и распределительная модель стремительно распространялись в банковском мире; менеджеры искали способы повысить прибыли в условиях низкой процентной ставки после краха доткомов и теракта 9/11.

Кредиты были необычайно популярны. Ипотеки и закладные выдавались инвестиционными банками направо и налево, трансформировались в ценные бумаги, обеспеченные активами (ABS), которые сложились в набор новых финансовых инструментов, в совокупности именуемых залоговыми обеспечениями (CDO). Ведущие рейтинговые агентства мира дали им «добро», и они продавались траншами различного кредитного качества инвесторам по всему миру – те были рады приобрести дополнительные базовые источники дохода. Ближе к концу десятилетия появились более сложные инструменты, CDO в квадрате, то есть залоговые обеспечения залоговых обеспечений. Инвестиционные банки также создавали синтетические CDO, составляя портфолио кредитных дефолтных свопов (CDS), напоминающие по своим свойствам залоговые долговые обеспечения.

Рисунок 12.1. Глобальный рынок акций в 2000–2009 годы: а) общая цена торгуемых акций (трлн долл.); б) общее число Hades в акциях (млн единиц); в) средняя цена сделки (тыс. долл. по номиналу)



Источник: Всемирная федерация бирж (WFE).

Кредитные дефолтные свопы находились еще в зачаточном состоянии и не были замечены политиками на момент принятия CFMA. Гари Генслер, назначенный в 2009 году президентом Бараком Обамой руководить CFTC, позднее вспоминал, что между 1997 и 2001 годами, когда он занимал высокий пост в Министерстве финансов США, CDS никогда не отражались на экране его компьютера.

«Я служил при администрации Клинтона и не припоминаю, чтобы хоть на одном собрании зашел разговор о кредитных дефолтных свопах. Не было и ни одного документа по ним, – заявил Генслер банкирам, чиновникам и корреспондентам, собравшимся в Брюсселе в сентябре 2009 года. – Мы не проводили встреч по этому вопросу в Министерстве финансов США. Не проводили брифинга. А такие свопы циркулировали уже в 1999 году»¹⁵.

Кредитный дефолтный своп, двусторонний внебиржевой контракт, в простейшей своей форме является разновидностью страховки. Этот своп позволяет инвестору переложить риск дефолта или иного специально обозначенного «кредитного события», подрывающего состоятельность актива или базового заемщика, на третью сторону за определенные комиссионные. Страхующаяся от рисков сторона выплачивает через определенные промежутки времени взносы страховщику, и за этот доход он принимает на себя риск: если базовый заемщик не исполнит свои обязательства, страховщик уплатит соответствующую сумму страхующейся стороне. Поскольку большинство CDS были выпущены с благоприятными кредитными рейтингами, в годы «великой умеренности» вероятность форс-мажора или «кредитного события» казалась незначительной.

CDS можно было перепродавать. Размер страховых взносов колебался и сам по себе служил показателем того, насколько рискованной казалась та или иная сделка. При этом у CDS имелось два особых свойства:

– и покупатель страховки, и продавец могли не иметь никакого отношения к активу, служащему обеспечением, или к базовому заемщику, страхуемому свопом. В этом отношении наблюдалось некоторое сходство между кредитными дефолтными свопами и сделками, которые внебиржевые маклерские конторы проводили в начальную эпоху фьючерсных трейдингов.

– У дефолтных свопов имелась специфика погашения: если кредитное событие все же наступало, застрахованная сторона рассчитывала на весьма значительную выплату по сравнению с уплаченными взносами. Этот «скачок дефолтных рисков» делал рынок кредитных дефолтных свопов непредсказуемым, и в случае цепочки дефолтов рынку грозил обвал.

Складывались три основных типа кредитных дефолтных свопов: единоименные CDS, когда базовым заемщиком выступает отдельная компания или правительство; свопы на индекс, когда в контракт включается портфель ликвидных единичных CDS, и «корзинные», в которую могут входить от трех до ста CDS на единичные объекты, – «корзинные» свопы менее стандартизированы, менее прозрачны и потому менее ликвидны, чем другие виды CDS.

Сделки по кредитным дериватам осуществлялись вне бирж, в обход центральных контрагентов, и не регулировались. Хотя выражались опасения по поводу качества работы бэк-офисов и с 2005 года Федеральный резервный банк Нью-Йорка поощрял меры, направленные на решение этих проблем, в целом переадресация рисков считалась одним из преимуществ глобальной финансовой экономики начала XXI века.

В комментариях по спутниковой связи Алан Гринспен отразил дух времени, заявив на конференции, организованной в мае 2005 года Федеральным резервным банком Чикаго, следующее: «Растущий спектр деривативов и связанное с этим применение более изощренных подходов к оценке и управлению рисками стали

ключевыми факторами, поддерживающими устойчивость наших крупнейших финансовых институтов».

Освобожденные от регулирования рынки кредитных деривативов успели существенно расшириться, прежде чем политики заметили их на своих радарх. К примеру, Банк международных расчетов ввел регулярные полугодовые отчеты по статистике CDS лишь с декабря 2004 года.

Цифры, публиковавшиеся BIS с того момента, свидетельствуют, что объем ежегодного выпуска «структурированного кредитного продукта» в США и Европе подскочил с 500 млн долл. в 2000 году до без малого 3 млрд в 2006-м¹⁶. Номинальная сумма CDS взлетела с 700 млрд долл. на конец июня 2001 года до 4,5 трлн долл. тремя годами позднее. К концу июня 2008 года объем сделок достиг 57,4 трлн¹⁷.

За этой статистикой была опасная смесь использования заемных средств и сложных взаимосвязей, способствовавшая ускоренному росту кредитных деривативов. Однако тенденцию никто не заметил, пока ее не обнажил кризис 2007–2008 годов. Лишь после того, как в марте 2008 года едва не обанкротился инвестиционный банк Bear Stearns, был дан импульс к проведению клиринга с участием центральных контрагентов также и для нового поколения кредитных деривативов.

Некоторые экзотические инструменты оказались настолько сложными, что даже самые скрупулезные «приемлемые стороны сделок», одобренные CFMA, едва разобрались бы в сопутствующих рисках. Инвестор, желающий со всей осторожностью изучить ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой (RBMS), был вынужден прочесть примерно 200 страниц сопровождающей документации – «в принципе посильная» задача для делового человека, по мнению Эндрю Холдейна, исполнительного директора по финансовой стабильности Банка Англии. Но типичное залоговое обеспечение состоит, скажем, из 150 обеспечений жилищной ипотекой и 125 траншей залоговых обязательств, обеспеченных активами, то

есть в совокупности «облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами в квадрате», и «инспектор по обеспеченным долгам в квадрате должен прочесть несколько миллионов страниц, чтобы тщательно разобраться с составными частями этого обязательства»¹⁸.

12.8. Концентрация участников клиринга

Крах Lehman Brothers одним ударом уничтожил одного из крупнейших участников центральных контрагентов по всему миру. Но задолго до банкротства Lehman Brothers уже шел процесс концентрации среди банков и финансовых конгломератов, которому суждено было изменить отношения клиринговых палат и их членов.

Большую часть своей истории центральные контрагенты выполняли обязанности по клирингу и неттингу сделок и брали на себя риск неисполнения обязательств одной из сторон для множества компаний, которые в качестве участников клиринга служили каналами связи между клиринговой палатой и значительно бóльшим количеством посредников и конечных инвесторов.

К началу XXI века количество компаний, желающих и могущих быть участниками клиринга, сократилось. Число участников клиринга Европейского форума по ценным бумагам, осуществлявших на тот момент международную деятельность, практически исчерпывалось двумя дюжинами членов-основателей.

В последующие годы концентрация участников клиринга продолжалась, хотя на этом поле появлялись и новые игроки, такие как Getco, занимавшаяся высокочастотным трейдингом, и ICAP, посредническая брокерская компания, решившая создать новый вид услуг в сфере посттрейдинговой деятельности.

Сокращение числа участников клиринга стало следствием начавшегося еще в 1990-е годы сосредоточения глобальной финансовой мощи в руках немногих инвестиционных и коммерческих банков, преимущественно американских. Они первыми начали развивать международную активность в Европе и в результате укрепили свою значимость в качестве участников клиринга. Некоторые из ведущих европейских участников клиринга под конец 1990-х годов опустили на несколько позиций в международной лиге, другие объединялись или создавали общие

филиалы. Например, в январе 2008 года Calyon и французский Société Générale объединили свою международную брокерскую деятельность по фьючерсам и создали Newedge.

В США концентрации банков способствовало законодательство. В 1999 году Закон Грэма – Лича – Блайли отменил действовавший с 1933 года Закон Гласса – Стигалла, одоблив совершившееся годом ранее слияние коммерческого банка Citicorp с финансовой группой Travellers Insurance, в которую входил также инвестиционный банк Smith Barney.

За созданием Citigroup последовали и другие слияния, породившие «большие и сложные финансовые институты». В 2000 году объединились JP Morgan и Chase Manhattan Bank, а затем в 2004-м JP Morgan Chase объединился еще и с Bank One. В том же году Bank of America приобрел FleetBoston Financial, компанию, которая в 1999 году сама возникла в результате слияния крупных банков.

В иных случаях слияние было последствием деловых неудач. После разоблачения мошенничества в октябре 2005 года Refco, американский брокер товарных и финансовых фьючерсов, объявил о банкротстве. На тот момент это был крупнейший брокер СМЕ. В марте 2008 года нарастающий финансовый кризис подорвал позиции инвестиционного банка Bear Stearns, бывшего до того одним из ведущих участников клиринга в США. Этот банк был приобретен JP Morgan Chase в рамках спасательной операции, организованной Нью-Йоркским отделением Федерального резервного банка. К моменту краха Lehman, вероятно, не более дюжины крупных участников клиринга по каждому виду активов сохраняли международную активность.

Однако наряду с уменьшением их количества росло их влияние на провайдеров финансовых инфраструктур. Эту тенденцию Крис Тапкер отметил вскоре после того, как в 2006 году возглавил LCH.Clearnet: «Одно из существенных изменений в последние шесть-семь лет заключается в том, что реальная власть на рынке

сосредотачивается во все меньшем количестве рук: меньшее число участников играют заметную роль»¹⁹. По его оценкам, «от 50 % до 60 % бизнеса» LCH осуществлялось десятью компаниями. Тапкер добавляет:

LCH осуществляет клиринг по сделкам с сырьем, деривативами, долговыми обязательствами и акциями. По каждому виду активов, которыми мы занимаемся, я отмечаю десять главных игроков – и всякий раз это оказываются одни и те же компании. Крупнейшими торговцами золотом и крупнейшими торговцами нефтью стали теперь Goldman Sachs и Morgan Stanley. Произошла мощнейшая концентрация, которая обеспечила этим компаниям власть на рынке.

С каждым годом крупные игроки все чаще применяют эту свою концентрированную власть в различных сферах трейдинга, конкурируя с биржами и стараясь исключить их посредничество. Как участники клиринга они проявляют все бóльшую настойчивость в своем стремлении определять будущее центральных контрагентов.

В следующей главе мы рассмотрим судьбу центральных контрагентов в Чикаго и в целом перемены в сфере клиринга, вызванные попыткой инвестиционных банков и других агрессивных финансовых институтов реорганизовать фьючерсные биржи, издавна действовавшие в этом городе по заведенному порядку.

13. Чикагские горки

13.1. Общий клиринг для электронных трейдеров

Под конец 1990-х годов чикагские фьючерсные биржи подверглись сильному давлению.

Они уже не считались самыми современными в мире. Хотя и CBOТ, и СМЕ установили электронные терминалы для торгов вне рабочего времени, под влиянием местных трейдеров в основном сохранялся обычай выкриков из ям.

Эффективная, снижающая расходы технология торгов через электронные терминалы помогла биржам континентальной Европы, в первую очередь Deutsche Terminbörse (DTB), увеличить оборот и свою долю рынка. Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (LIFFE), уступив в 1997 году DTB часть своего бизнеса – десятилетние фьючерсы Bund, – усвоила урок и в марте объявила о переключении с 1999 года большинства контрактов на электронные терминалы.

На мировом рынке все большее количество деривативов создавалось и торговалось вне бирж. Эта тенденция уже в 1993 году нашла отражение в отчете «Группы тридцати», посвященном исключительно внебиржевым деривативам. В период между 1987 и 1992 годами биржевой трейдинг деривативов и внебиржевые продукты развивались параллельно, однако после 1993 года рост внебиржевой активности существенно опередил биржевую.

На конец 1991 года номинальная стоимость внебиржевых деривативов (4,45 трлн долл.) примерно на четверть превышала соответствующие данные (3,52 трлн долл.) по биржевым деривативам. К концу 1998 года номинальная стоимость внебиржевых деривативов достигла 51 трлн, вчетверо превзойдя

номинальную сумму биржевых деривативов – 13,55 трлн – на конец того же года¹.

Чикаго должен был реагировать, и он отреагировал. В марте 1998-го прозвучало два заявления, суливших «домашнюю» консолидацию и заимствование оправдавшей себя практики из-за рубежа:

– 18 марта 1998 года CBOT и соучредители Eurex – немецкая DTB и Швейцарская биржа финансовых фьючерсов и опционов (SOFFEX) – анонсировали план сотрудничества, направленный на создание общей трейдинговой платформы к июню 1999 года.

– Через два дня – 20 марта – две заклятые соперницы, CBOT и CME, заключили предварительное соглашение по объединению клиринговых услуг.

Идея совместной деятельности предлагалась и отвергалась в предшествовавшие два десятилетия неоднократно, отношения между двумя биржами то теплели, то вновь становились прохладными. Эта новая инициатива казалась многообещающей. К ней приложил руку Мертон Миллер, лауреат Нобелевской премии по экономике, заслуженный профессор Чикагской высшей школы экономики. Он тесно сотрудничал в разное время и со CBOT, и со CME.

С конца января 1996 года Миллер возглавлял совместный стратегический комитет обеих бирж, работа которого сосредотачивалась на семи основных сферах: клиринг, технологии, маркетинг, вопросы регулирования, сбор данных, электронный трейдинг и «возможности членства».

Но, вместо того чтобы запустить последовательный процесс модернизации, два мартовских заявления 1998 года стали прологом к «американским» горкам, или специфическим «чикагским горкам», беспорядочной череде союзов и разрывов. В итоге ситуация с биржами и клирингом в Чикаго изменилась радикально, однако процесс занял девять лет.

Eurex явился в Чикаго поначалу как партнер CBOT, затем сделался ее конкурентом и в итоге погубил ее. CBOT лишилась положения ведущей фьючерсной биржи США и в конечном счете вынуждена была войти в состав чрезвычайно разросшейся вертикально интегрированной коммерческой CME Group, чьи акции котировались на бирже. BOTCC хотела быть независимым центральным контрагентом, обслуживающим несколько рынков, однако ей не удалось обрести новую жизнь в качестве горизонтально структурированного центрального контрагента при Eurex и других биржах. BOTCC утратила свой основной бизнес, а в новой структуре, где среди владельцев господствовали инвестиционные банки, сфера ее деятельности резко сузилась. В итоге в еще более беспокойные годы она попыталась взяться за клиринг внебиржевых деривативов.

Такой исход был обусловлен многими факторами. Некоторые из них, общего характера, обсуждались в предыдущей главе, однако другие факторы характерны именно для данных действующих лиц и для тогдашней политической ситуации.

Прежние решения ограничили пространство для маневра Eurex и BOTCC. Иные решения – например, по поводу управления BOTCC – были приняты еще предыдущим поколением.

Хаос в значительной степени был вызван правилами деятельности CBOT. Членство на бирже было разделено между «местными», то есть независимыми трейдерами торгового зала, воспитанными в традиции ям, и представителями крупных, главным образом нью-йоркских, инвестиционных банков, которые торговали на этой бирже финансовыми фьючерсами. Необходимость технологических изменений с целью модернизации фьючерсных сделок усиливала напряжение, которое проявлялось в том числе в поспешном принятии (и столь же быстром исключении) участниками CBOT в свои ряды деловых партнеров и даже председателей. Конфликты на бирже обострялись также из-за того, что преимущество при голосовании имели местные члены и старинная аристократия зерновых трейдеров.

Как обычно бывает во взаимных фондах, управление CBOТ традиционно основывалось на принципе «один член – один голос», но вслед за появлением в 1970-е годы финансовых фьючерсов возникла отдельная категория ассоциированных членов, которым доставалась лишь доля от голоса полноправного члена.

Многие годы разные категории членов как-то уживались друг с другом. Ассоциированные члены, в основном служащие компаний с Уолл-стрит, составляли меньшинство в совете CBOТ и охотно оставляли управление в руках местных трейдеров и биржевой аристократии – потомственных зерновых трейдеров. Новичков больше интересовал процесс зарабатывания денег. В 1998 году, когда начали всерьез обсуждать задачи модернизации, голоса местных членов и зерновых трейдеров вшестеро перевешивали голоса ассоциированных членов, занимавшихся трейдингом финансовых контрактов.

При схожей системе распределения голосов CME сумела удачнее распорядиться своими возможностями. В ноябре 2000 года она превратилась из паевого фонда в акционерное общество и после первичного размещения акций в декабре 2002 года (CME стала первой публично котируемой биржей США) существенно увеличила свою финансовую мощь.

В то время деятельность Eurex на чикагском рынке сковывалась местным патриотизмом. Могущественное фьючерсное лобби Чикаго подогрело этот патриотизм, находил он сторонников и в Конгрессе. CFTC, регулирующий орган этой отрасли, своими неоднозначными процедурными решениями также приложила руку к провалу попытки Eurex организовать в Чикаго фьючерсную биржу.

Заметную роль в этом сюжете сыграли экономика и политика клиринга. Клиринговые услуги центральных контрагентов вышли в процессе преобразования чикагской индустрии фьючерсов на ведущее место. Из бэк-офиса, сферы услуг, клиринг превратился в стратегический актив, желанный как для бирж, так и для их зачастую недовольных клиентов – инвестиционных банков.

13.2. Быстро жениться – долго каяться

Обе совместные инициативы – попытка объединения клиринга СМЕ и СВОТ и альянс СВОТ с Eurex – уже через несколько месяцев после мартовских заявлений 1998 года вызвали недовольство внутренних подразделений СВОТ.

Первым пострадал совместный клиринговый проект. Ассоциация фьючерсной торговли, лобби крупных финансовых трейдеров, горячо поддерживала идею совместного клиринга сделок на СМЕ и СВОТ. Члены FIA вдохновлялись успехами LCH, обеспечивавшей клиринг ряда лондонских фьючерсных бирж, и считали, что объединение приведет к сокращению расходов. Однако уже 2 сентября 1998 года в результате массового протеста локальных трейдеров совет директоров СВОТ проголосовал за отказ от дальнейшей поддержки проекта.

Тот же совет всего двумя неделями раньше, в августе 1998 года, одобрил союз с Eurex. В декабре члены биржи проголосовали за отставку с поста председателя сторонника перемен Патрика Арбора, заменив его консерватором Дэвидом Бреннаном, – еще одно проявление неурядиц на товарной бирже. В январе 1999 года совет СВОТ разорвал и союз с Eurex.

Как не раз случалось в предыдущие два десятилетия, планы совместного клиринга опять были заморожены, однако вскоре проект союза СВОТ и Eurex был возобновлен. В марте 1999 года произошла сенсация: Eurex оттеснила СВОТ и стала крупнейшей в мире биржей деривативов. Вскоре члены СВОТ проголосовали за альянс со швейцарско-германской биржей примерно на тех же условиях, которые не устроили их в начале года.

Спустя еще год, в августе 2000-го, начало работу совместное предприятие Eurex и СВОТ по трейдингу деривативов. Эта платформа, называвшаяся a/c/e², опиралась на технологическую базу Eurex.

Однако запуск совместной программы еще не означал, что в отношениях между CBOT и Eurex воцарилась вечная гармония. Трейдеры CBOT жаловались на дороговизну а/с/е. Разбравшиеся в ситуации люди утверждали, что американские операции страдают от высокой стоимости технических услуг Deutsche Börse Systems, еще одного члена группы Deutsche Börse.

У Eurex имелись собственные претензии к сложившейся ситуации. В мае 2001 года выяснилось, что Eurex инициировала судебную процедуру разрешения споров со своим чикагским партнером.

Взгляд Eurex на эти проблемы изложен в проспекте эмиссии Deutsche Börse в Германии, опубликованном в феврале 2001 года. В разделе, посвященном факторам рынка для потенциальных акционеров, документ сообщал о том, как CBOT в одном случае оттягивала запланированную модернизацию компьютеров, а в другом отказалась в ней участвовать. Проспект предупреждал, что это может «негативно отразиться на бизнесе, финансовом положении и доходах Deutsche Börse»³.

В проспекте эмиссии также признавалось, что включенные положения по конкуренции, о которых договорились Eurex и CBOT в рамках альянса, могут серьезно угрожать конкурентоспособности Deutsche Börse Group. Эти положения запрещали Eurex проводить трейдинг или клиринг по фьючерсным контрактам в американских или канадских долларах или же в мексиканских песо в течение четырех лет после закрытия сделки, а также не позволяли швейцарско-немецкой группе предлагать осуществлять трейдинг ряда сельскохозяйственных фьючерсных контрактов на своих трейдинговых платформах.

Постепенно пути CBOT и Eurex разошлись. Вскоре после известия о судебном процессе между двумя биржами CBOT вместе со своими чикагскими конкурентами, Чикагской товарной биржей (CME) и Чикагской опционной биржей (CBOE), разработала проект электронной биржи по фьючерсам на отдельные акции, клиринг по которым должна была проводить Опционная клиринговая

корпорация (ОСС). Eurex ничего не знала об этих планах. Чикагские СМИ восприняли это как умышленную демонстрацию недоброжелательного отношения CBOT к своему партнеру.

Возглавлявший Eurex Рудольф Ферша поставил себе первоочередной целью выход из альянса а/с/е. Ферша пришел в совет Deutsche Börse в ноябре 2000 года из Goldman Sachs и не участвовал в первоначальных переговорах со CBOT. В июле 2002 года CBOT и Eurex достигли соглашения об аннулировании своего союза с 2004 года, на четыре года раньше запланированного срока. Условия были пересмотрены, ограничения с деятельности Eurex сняты, так что она теперь могла свободно участвовать в конкурентной борьбе в США и искать новых партнеров – по крайней мере теоретически.

Так союзники превратились в конкурентов. В январе 2003 года совет CBOT решил заменить платформу а/с/е уже к концу года. В качестве замены выбрали LIFFE Connect, на тот момент основного технического конкурента платформ Eurex.

За считанные часы до того, как CBOT 10 января обнародовала это решение, Eurex сообщила о намерении открыть в США собственную биржу. Таков был дерзновенный замысел Ферши.

Ферша хотел перехватить бизнес CBOT по дериватам на государственные облигации США, предложив трейдерам услуги Eurex, технически обеспеченные уже знакомыми мониторами а/с/е. Клиринг продолжала бы осуществлять BOTСС, которая обслуживала CBOT в этой сфере с 1926 года. Используя платформу Eurex, трейдеры смогли бы напрямую конкурировать с соперниками на CBOT, поскольку они получили бы возможность проводить взаимозачеты открытых позиций по контрактам CBOT, клиринг по которым проводился BOTСС.

Контракты CBOT и Eurex сделались бы равноценными, или «взаимозаменяемыми», как говорят на американских рынках, и новая биржа сумела бы оттянуть у своего более опытного соперника ликвидность, предложив лучшие финансовые условия

и уровень обслуживания – конечно, при условии, что какие-нибудь непредвиденные обстоятельства не помешают ее конкурентоспособности.

13.3. CBOТ и ВОТСС: пути расходятся

План Ферши представлял реальную угрозу для CBOТ. И без того нелегкие отношения между CBOТ и Eurex переросли в открытую войну. Полем битвы стали клиринговые службы обеих бирж.

Руководитель Eurex получил образование в области международного права. Он изучал американское законодательство по открытым позициям и решил, что сумеет приобрести долю ВОТСС и вынудить ее членов признать Eurex в качестве трейдинговой платформы наряду со CBOТ. Тогда трейдеры, пользующиеся Eurex, смогут обратиться в ту же клиринговую организацию и получить выгоду от открытых позиций, которые CBOТ имела в ВОТСС.

Эта затея Ферши поначалу не встретила одобрения ВОТСС, но за годы, предшествовавшие разрыву альянса между CBOТ и Eurex, отношения между Чикагской биржей и ее клиринговой палатой изменились настолько, что у Ферши появилась надежда на успех.

Если союз Eurex и CBOТ относился к разряду «быстро жениться – долго каяться», то судьба CBOТ и ВОТСС больше напоминала расставание немолодой супружеской пары, чьи отношения сделались под конец невыносимыми.

Как уже отмечалось, ВОТСС была организована под присмотром совета директоров CBOТ, однако представляла собой корпорацию, юридически независимую от биржи⁴. В 1925 году тогдашние директора биржи опасались излишне близких отношений с клиринговой палатой: если на клиринговую службу возложить еще и ответственность за завершение сделок, риск возрастет и ошибки обойдутся дорого. Такие опасения побудили внести в свод правил CBOТ оговорку: если методы ВОТСС когда-либо «окажутся противными интересам» CBOТ, совет директоров вправе проголосовать за «модификацию или иной метод» клиринга.

Отношения между СВОТ и ВОТСС не регулировались какими-либо письменными контрактами. Контракты составлялись между отдельными членами СВОТ и участниками клиринга, они же акционеры ВОТСС. Клиринговая палата СМЕ, напротив, входила в состав биржи как ее подразделение.

На протяжении полувека совет директоров СВОТ в достаточной степени контролировал управление ВОТСС и ее внутренний регламент. Отношения складывались вполне благоприятно, пока обе организации мыслили и вели себя как взаимные фонды и прилагали совместные усилия к обеспечению инфраструктуры для трейдинга и клиринга фьючерсов по фермерским продуктам. Но, по словам Денниса Даттерера, многолетнего ответственного сотрудника ВОТСС⁵, отношения начали портиться уже в 1970-х годах, когда быстрый рост сектора финансовых фьючерсов потребовал пересмотра системы управлений этих двух организаций.

Форма управления ВОТСС отнюдь не во всем совпадает с системой управления СВОТ. В обеих организациях предусматривается членство и владение акциями с правом голоса. Но, как уже отмечалось⁶, количество акций, которые могут находиться в руках крупных участников клиринга ВОТСС, ограничивалось правилами.

Это ограничение позволяло клиринговой палате удержать систему голосования по формуле «один голос на каждую компанию – члена палаты» и сохранить в ВОТСС влияние зерновых трейдеров, торгующих на СВОТ. Но по этой же причине капитал ВОТСС не поспевал за рисками, которые навлекали на него крупные торговцы фьючерсными комиссиями. Эти крупные торговцы доминировали в трейдинге финансовыми фьючерсами, и именно их риски главным образом отражались на счетах центрального контрагента.

К середине 1980-х годов установленное первоначальными правилами ВОТСС соответствие между правом голоса и владением акциями устарело и слишком очевидными сделались проблемы, связанные с управлением рисками.

«Черный понедельник» 1987 года послужил катализатором. У ВОТСС в отличие от многих других центральных контрагентов в ту пору не имелось гарантийного фонда. Финансовой защитой от дефолта клиринговая палата считала маржу, собираемую с участников клиринга, накопленный резерв примерно в 40 млн долл. и акционерный капитал.

Под руководством Нила Коттке, президента ВОТСС с 1986 по 1988 год, клиринговая палата решила нарастить «подушку безопасности», однако метод, который она выбрала, выявил конфликт интересов традиционных клиентов и трейдеров финансовых фьючерсов.

Вместо того чтобы создать гарантийный фонд на случай убытков, ВОТСС разработала трехлетний план приобретения дополнительных акций участниками клиринга. Количество приобретаемых акций привязывалось к объему торгов данной компании СВОТ с учетом степени риска этих сделок (индекс риска вычислялся по марже, требуемой при клиринге).

Применение такой формулы привело к резкому росту доли акций ВОТСС, сосредоточенной в руках крупных трейдеров финансовыми фьючерсами, а зерновые трейдеры СВОТ и «местные» (в основном трейдеры, рассчитывавшиеся в конце каждого дня), соответственно, оказались при голосовании в меньшинстве. Однако, получив больше акций, крупные трейдеры финансовыми фьючерсами не добились увеличения своей доли голосов.

В то же время ВОТСС сформировала резерв более чем в 150 млн долл. из удержанной прибыли и не стала делиться этими доходами с клиентами. Она вложила дополнительно 200 млн в страховку от дефолта, чтобы покрыть риски. В 1997 году эта предосторожность была вознаграждена: ВОТСС стала первой в мире клиринговой палатой, отмеченной рейтингом AAA Standard and Poor's.

Однако трейдеры финансовыми фьючерсами жаловались на дискриминацию при голосовании. По словам Даттерера, мелкие

участники клиринга, владевшие в совокупности всего 8 % капитала BOTCC, обладали 51 % голосов. Даже при решении стратегических вопросов компании, которым принадлежало 92 % капитала клиринговой палаты, могли оказаться в меньшинстве.

Мелкие компании из числа акционеров подвергались давлению: их уговаривали изменить правила таким образом, чтобы крупные финансовые организации, обеспечившие основную часть капитала клиринговой палаты и несущие основные риски, получили большее влияние. В 1999 году вместо прежнего совета директоров BOTCC из девяти членов, выбиравшегося общим голосованием всех акционеров по формуле «один участник клиринга – один голос», был создан трехуровневый совет.

Для вычисления ранга каждого участника клиринга в списке акционеров применялась сложная формула. Первая треть членов BOTCC, то есть крупные компании, выбирали троих членов совета, нижняя треть, то есть самые мелкие участники клиринга, тоже выбирали троих, а еще троих выбирали голосованием все акционеры. Такие изменения правил позволили 12–14 крупнейшим клиентам, владевшим более чем половиной капитала клиринговой палаты, приобрести некоторое влияние в совете BOTCC – прежде к ним никто не прислушивался.

BOTCC начала исследовать другие деловые возможности, взялась за клиринг контрактов, заключаемых на небольших биржах, которые не конкурировали с CBOТ, например, за фьючерсные контракты по фрахту барж, торговавшиеся на Merchants' Exchange в Сент-Луисе.

В 1999 году BrokerТес, интернет-платформа трейдинга долговых обязательств, созданная ведущими международными дилерами в секторе облигаций с постоянным доходом, раскрыла свои планы организации также и виртуальной платформы для фьючерсного и опционного трейдинга. С просьбой обеспечить посттрейдинговые услуги BrokerТес обратилась к BOTCC, чьи крупнейшие акционеры входили в ее (BrokerТес) консорциум. К большому огорчению CBOТ,

в особенности ее мелких участников, с ноября 2001 года BOTSС взяла на себя клиринг для нового предприятия, хотя и не выступала в качестве гаранта сделок.

Соглашение с BrokerТес означало, что дальше пути BOTSС и рядовых членов CBOT расходятся. Поскольку «местные» члены CBOT всегда поддерживали BOTSС, в сентябре 1998 года совет директоров биржи отказался от идеи совместного клиринга со CME. Мелкие и наиболее уязвимые члены CBOT, дилеры в ямах, восприняли теперь решение BOTSС обеспечивать клиринговые услуги для электронной «высочки», фьючерсной биржи BrokerТес, как предательство.

Под руководством Денниса Даттерера BOTSС выступала за горизонтальную модель клиринга, предоставлявшую биржам возможность проводить клиринг в одной или в нескольких клиринговых палатах, на их усмотрение. Эта модель, сходная с той, которая с середины 1970-х годов использовалась американскими рынками акций и опционов по акциям, допускала взаимодействие центральных контрагентов и противостояла вертикальной модели CME и большинства американских бирж деривативов. В 2002 году Даттерер пояснял: «Ключевой элемент такой организации заключается в отсутствии навязываемого клиринга. Любая компания вправе выбирать тот рынок и ту клиринговую палату, которые ей удобны»⁷.

Под конец 2002 года CBOT попыталась реструктурировать свои отношения с клиринговой палатой. Она хотела договориться с BOTSС с условием, что последняя будет предоставлять клиринговые услуги исключительно этой бирже. Надежды возлагались на поддержку мелких участников клиринга, но совет клиринговой компании, где теперь доминировали представители финансовых кругов Нью-Йорка (возглавлял совет Майк Доули, партнер фьючерсного сервиса Goldman Sachs в Нью-Йорке), медлил с ответом и тем самым побудил руководство CBOT втайне возобновить переговоры с CME.

СМЕ и СВОТ разразились сенсационной новостью 16 апреля 2003 года – как раз когда совет директоров ВOTCC наконец собрался, чтобы проголосовать по предложению о новом контракте со СВОТ. СМЕ и СВОТ объявили, что со 2 января 2004 года они создают клиринговые структуры и будут совместно осуществлять клиринг контрактов, заключаемых на обеих биржах. В этот день СВОТ должна была перейти на платформу LIFFE Connect, а Eurex собиралась открыть электронный рынок фьючерсов и начать напрямую конкурировать со своим бывшим партнером. С точки зрения законодательства США, теперь СВОТ являлась организацией по клирингу деривативов, отдавшей бизнес на аутсорсинг клиринговому отделу СМЕ.

13.4. Возвышение CME

За пять лет, прошедших с марта 1998 года, после заявленной, но неудавшейся попытки организовать совместный клиринг, CBOТ измучили внутренние раздоры. Борьба между модернизаторами и консерваторами приводила к постоянной смене руководства, партнеров и электронных платформ трейдинга. Сменявшие друг друга председатели так и не смогли решить основной стратегический вопрос, столь напряженно обсуждавшийся в 1998–1999 годы: следует ли акционировать взаимный фонд и перейти на коммерческую модель?

CME тем временем благополучно осуществила преобразования. Преодолев серьезные проблемы и обменявшись в 1997 году технологиями с французскими биржами, CME добилась успеха благодаря трейдинговой платформе GLOB EX II и технологии клиринга в режиме реального времени Clearing 21. Биржа провела первичное размещение акций, став осенью 2002 года первой в США биржей, внесенной в листинг.

CME также отвела в своих операциях более значимое место клирингу. Фьюпиндер Гилл, глава CME Group, вспоминал о том, как на рубеже нового тысячелетия компания переосмыслила свою стратегическую роль на мировых рынках. Рассматривался вариант аутсорсинга: поручить клиринг лондонской LCH, но Фред Ардитти, главный экономист CME, убедил совет директоров в том, что клиринговая палата – вовсе не второстепенный придаток компании, чьими действиями можно особо не интересоваться.

Выручив 97,65 млн долл. от продажи акций и еще увеличив этот капитал благодаря быстрому росту цены акций, CME определила для себя первостепенные задачи. Как сказал Гилл:

Мы приняли несколько решений... Мы хотели развивать свой бизнес – биржевые операции – в международных масштабах.

Нам требовалось хорошее электронное обеспечение, большинство сделок все еще происходило непосредственно в операционном зале. Мы собирались совершенствовать имеющуюся у нас инфраструктуру. И мы сказали себе: почему бы не увеличить отдачу от этой инфраструктуры, не предоставлять услуги другим организациям, не стать «чипом Intel» для всех тех бирж, которым может понадобиться наша помощь? Что касается клиринга, тут мы руководствовались именно такими соображениями. Доходность этой отрасли бизнеса, с учетом маржинальных затрат, казалась нам чрезвычайно высокой. Мы располагали необходимыми мощностями. Мы могли проводить клиринг Товарной биржи. Мы были настолько совместимы с Merrill Lynch и крупными брокерами, являвшимися членами нашей биржи, что могли обеспечить существенную экономию.

Удачно вышло также, что в марте 2003 года члены СВОН избрали нового председателя, Чарлза Кэри, который нашел общий язык с исполнительным председателем СМЕ Терренсом Даффи. Эти двое свели знакомство еще в 1983 году, когда торговали фьючерсами на свинину на СМЕ, и остались друзьями после того, как Кэри перешел в СВОН и занялся зерновыми фьючерсами⁸.

Не следует недооценивать важность личных отношений в финансовой среде Чикаго. Лео Меламед в своих мемуарах⁹ повествует о том, как две биржи примерно в 1990 году решили начать переговоры по объединению клиринговой системы, но через три года этот план был отвергнут, «пал жертвой ухудшившихся отношений между руководителями двух чикагских бирж».

Создание единой системы клиринга грозило отобрать у ВОТСС 85 % ее бизнеса. Клиринговая палата срочно подыскивала других клиентов, однако совет директоров отверг предложение СВОН приобрести ВОТСС за 207 млн долл., полагая, что рано еще сдаваться и закрывать палату, к тому же предложенная сумма не

намного превышала 187 млн наличными и другие активы на счету ВОТСС. Под конец мая 2003 года ВОТСС согласилась на партнерство с Eurex в сфере клиринга.

В геополитической перспективе ВОТСС выбрала не самый удачный момент для сотрудничества с биржей, где преобладал немецкий капитал: 20 марта 2003 года США начали вторжение в Ирак, и из всех критиков США едва ли не самым красноречивым был канцлер Германии Герхард Шрёдер.

Через три недели после вступления в силу договора между Eurex и ВОТСС председатели СМЕ и СВОТ начали активно лоббировать в Конгрессе принятие закона против иностранной конкуренции на фьючерсных рынках США. Кэри призывал установить «особые регулирующие правила» для иностранных фьючерсных бирж, предлагающих американские фьючерсы, а Даффи предостерегал об опасностях тайных субсидий и «злоупотреблений» в борьбе за раздел рынков¹⁰.

Но окончательный удар планам Ферши был нанесен, когда СВОТ изменила свой устав и организовала общий клиринг с СМЕ. Правило 701.01 имело грозные последствия. В рубрике «Передача открытых позиций провайдеру клиринговых услуг» предписывалось: «Каждый участник клиринга должен полностью и во всех отношениях следовать декларации и другим заявлениям Биржи относительно тех процессов и процедур, которые должны соблюдаться при осуществлении трансферта открытой позиции любому провайдеру клиринговых услуг».

Это правило позволяло СВОТ передавать открытые позиции, возникавшие в результате торгов на бирже, другому центральному контрагенту помимо ВОТСС. Другая поправка – к правилу 911.00 – поясняла, что этим провайдером клиринга будет СМЕ.

Предполагавшееся изменение устава лишало членов СВОТ экономической возможности перейти на платформу а/с/е Eurex и по-прежнему осуществлять клиринг своих сделок через посредство ВОТСС, как планировал Ферша. Расходы на создание

достаточной суммы открытых позиций в Clearing Corporation (Клиринговой корпорации, как предстояло называться BOCSS) оказались бы слишком велики, и она не сумела бы предложить более выгодную маржу по сравнению с той, которую могли предложить CBOТ и CME, объединив свои открытые позиции в общей клиринговой палате.

Дурным знаком для Ферши и BOCSS стало и то, что изменения в уставе CBOТ были приняты подавляющим большинством, 564 и 3/6 голоса «за» против девяти «диссидентов» на общем голосовании членов CBOТ 24 июня 2003 года¹¹. Однако этот устав еще должен был получить одобрение CFTC, регулирующего органа индустрии фьючерсов.

Во вторник 8 июля 2003 года CFTC объявила о намерении провести голосование по изменению устава CBOТ и CME. Дедлайн для обсуждения был назначен очень короткий: понедельник 14 июля. Поскольку на 4 июля приходится государственный праздник, консультации продолжались всего четыре дня вместо обычных 45 дней. Тем не менее это объявление привлекло к себе внимание, в том числе вызвало неблагоприятные комментарии по поводу планов CBOТ.

Адвокаты BOCSS указывали, что CBOТ не вправе распоряжаться трансфертом открытых позиций. Если правило 701.01 вступит в силу, оно вынудит участников клиринга расторгнуть те контракты с BOCSS, к которым непричастна CBOТ. Некоторые крупные трейдеры фьючерсов, в том числе Morgan Stanley и Deutsche Bank, выражали опасение, что это чересчур категорическое предписание повлечет за собой неблагоприятные последствия для управления рисками. Даже FIA, издавна одобрявшая идею совместного клиринга, предупреждала: санкция CFTC «будет, по сути, означать, что Комиссия признала неограниченное право биржи самой решать, где будет проходить клиринг по заключенным на этой бирже сделкам».

Тщетно Даттерер твердил о том, что изменение правил «означает противозаконное вмешательство в контракты Клиринговой

корпорации с ее членами»¹². 15 июля 2003 года CFTC проголосовала (4:0) за новые правила, сочтя их необходимыми для создания общей клиринговой службы, сохранения финансовой целостности и защиты клиентов на фьючерсных рынках. CFTC выразила мнение, что совместная деятельность CBOT и CME поспособствует инновациям в индустрии фьючерсов.

Единственная критическая нота прозвучала из уст члена Комиссии Шарон Браун-Хруска. Она зашла настолько далеко, что опубликовала заявление, выражавшее озабоченность поспешностью, с какой был одобрен проект: это «могло помешать услышать мнение представителей сельскохозяйственных трейдеров, чьи интересы будут задеты трансфертом из BOTCC в CME»¹³. Но даже признавая, что «впредь обсуждение новых уставов, предъявляемых на рассмотрение Комиссии, должно быть более открытым», Шарон Браун-Хруска тоже одобрила этот проект и с удовольствием отметила новые возможности кросс-маржинальных соглашений и неттинга, которые снизят расходы на хеджирование сложных финансовых позиций.

13.5. После принятия решения CFTC

Поддержка CFTC создания единой клиринговой службы и передача открытых позиций из CBOТ в CME стали тяжелым ударом по планам Eurex выйти на чикагский рынок. Кроме того, эти меры предвещали, что BOTCC утратит положение ведущего центрального контрагента США.

В ответ Ферша и Даттерер составили инновационный план обслуживания клиентов Eurex на американском рынке: они собирались создать единый трансатлантический пул маржи и предоставить клиентам доступ к продуктам как в долларах, так и в евро. Этот план предусматривал также приобретение Eurex US 15 % доли The Clearing Corporation, CCorp¹⁴, как называлась теперь BOTCC, – это, по расчету Ферши, практически полностью компенсировало бы инвесторам, использующим услуги чикагского Eurex, потери по открытым позициям контрактов CBOТ.

Eurex назначил дату (1 февраля 2004 года) для ответа на вызов CBOТ и «вторжения» на рынок фьючерсов на государственные облигации США. Компания обратилась в CFTC за разрешением открыть электронную фьючерсную биржу.

Немецко-швейцарской бирже предстояло преодолеть множество препятствий. Ей требовалось одобрение большинства из 87 акционеров CCorp, которые голосовали по системе «один участник клиринга – один голос»: только общим голосованием они могли дать санкцию на структурные преобразования корпорации с тем, чтобы Eurex US вошла с 15 %-ной долей в состав акционеров CCorp. Система управления американской клиринговой палаты претерпевала и другие далеко идущие изменения, в том числе формула голосования менялась на «одна акция – один голос», снимались ограничения по передаче акций внутри CCorp, отменялись правила, требовавшие, чтобы участники клиринга

владели акциями клиринговой палаты, а акционеры были участниками клиринга.

За голоса акционеров пришлось выдержать ожесточенную борьбу. Eurex подала в суд округа Вашингтон иск против CBOТ и CME, утверждая, что они предложили «акционерам CCorp финансовые поощрения на сумму более 100 млн долл.», чтобы те отвергли проект реструктуризации собственности и управления CCorp¹⁵. CBOТ отреагировала агрессивным снижением комиссионных, и это подстегнуло стремление ее членов создать совместную с CME клиринговую службу.

И все же 23 октября 2003 года реструктуризация CCorp была одобрена 50 голосами против 34. Голосование проводилось по формуле «один участник – один голос», и эта система сохранялась для жизненно важных решений, таких как изменения в составе акционеров. Благоприятный для Eurex результат показал, что часть мелких компаний проголосовала заодно с крупными, преимущественно фьючерсными, трейдерами с Уолл-стрит. Одно из правдоподобных объяснений: эти акционеры поддержали реструктуризацию как хеджирование на случай успеха Eurex в Штатах. Доминирование компаний с Уолл-стрит в новом управлении CCorp стало еще более очевидным, когда 39 участников клиринга, в основном «местные» или товарные трейдеры, продали свои акции после принятия изменений устава.

В новогодние праздники 2004 года CBOТ перевела свои контракты по дериватам на государственные облигации США в клиринговый департамент CME. Так завершился процесс, начавшийся под конец ноября. Это было серьезное техническое достижение, вынуждавшее CCorp к тесному сотрудничеству со CME и CBOТ. Все прошло без сучка без задоринки, а значит, во всех внутренних чикагских битвах фундаментальная этика клирингового бизнеса устояла. Для CCorp устойчивость рынка была важнее соображений о собственном ненадежном будущем.

В январе 2004 года Eurex US унаследовала фьючерсную биржу BrokerTec, которая остановила трейдерские операции в ноябре 2003-го. К моменту своего закрытия BrokerTec Futures Exchange успела потерять доставшуюся ей небольшую долю франшизы CBOТ по фьючерсам на государственные облигации США и размежевалась с брокерским бизнесом BrokerTec Global по облигациям – этот филиал приобрел ICAP, междилерский брокер.

Переход BrokerTec под эгиду Eurex привел к тому, что 17 американских финансовых институтов, среди которых значительную долю составляли инвестиционные банки с Уолл-стрит, получили миноритарный (20 %) пакет акций Eurex US. Вскоре (в начале февраля) CFTC санкционировала функционирование электронной фьючерсной биржи Eurex US.

Eurex открылась в знаковом для Чикаго здании Sears Tower 8 февраля 2004 года, через месяц после того, как контракты CBOТ перешли от CCorp клиринговому подразделению CME. Однако пока улаживались проблемы регулирования, создание «глобальной клиринговой связи» Eurex и CCorp откладывалось. Срок для вступления в строй этой службы наступил в конце марта и прошел.

Лишь в октябре CFTC одобрила первую фазу этого сотрудничества, разрешив партнерам предлагать клиринговые услуги CCorp для американских и иностранных клиентов, занимающихся определенными видами фьючерсных и опционных контрактов, торгуемых во Франкфурте. Гораздо труднее оказалось получить санкцию регулирующего органа на более существенную вторую фазу. В марте 2005 года Eurex все еще подавала в CFTC бумаги, добиваясь одобрения своих планов об открытии рынка деривативов на государственные облигации США для трансатлантического клиринга, используя по обе стороны Атлантики общий пул залоговых обеспечений и взаимозаменяемых контрактов.

В июне 2005 года, через пять недель после франкфуртского бунта менеджеров, увенчавшегося отставкой Вернера Зейферта, главы Deutsche Börse, Eurex объявила, что не будет более работать

с государственными инструментами США, то есть она отказалась от того бизнеса, который пыталась перехватить у CBOT. В конце 2005 года Ферша ушел из Deutsche Börse. 27 июля 2006 года Deutsche Börse продала пакет из 70 % акций Eurex US (переименованной к тому времени в US Futures Exchange) британской финансовой группе Man Group PLC.

Тем временем CBOT возвестила об успехе своей общей с CME клиринговой службы. Президент CBOT Чарльз Кэри в марте 2005 года оценил уже полученную экономию в 1,8 млрд долл.¹⁶

Хотя Eurex не смогла одолеть CBOT, эти события обнажили нежелание американского фьючерсного бизнеса вступать в конкуренцию. В октябре 2003 года, когда все еще ожидалась санкция CFTC на открытие электронной биржи Eurex US, CBOT на 54 % снизила комиссию по транзакциям для своих членов и на 20 % – для нечленов. Несколько месяцев спустя CBOT еще более снизила комиссию по электронным торгам государственными облигациями США, предоставив членам шесть месяцев бесплатного трейдинга и примерно на 65 % снизив комиссию за операции с фьючерсными опционами для нечленов. Также были смягчены требования к участникам: теперь гораздо больше компаний могли стать участниками CBOT и платить более низкую комиссию.

Вскоре после того как в 2005 году Eurex ушла с рынка государственных облигаций США, CBOT на 50 % увеличила комиссионные для нечленов, а комиссионные на электронных торгах поднялись с 3 до 5 центов за контракт – стала очевидна обратная сторона отсутствия конкуренции. В июле 2006 года CBOT увеличила комиссию за клиринг по финансовым фьючерсным контрактам. Еще одно повышение биржевых комиссионных для нечленов CBOT на трейдинг государственных облигаций США последовало в октябре 2006 года¹⁷.

CBOT последовала примеру CME и из паевого фонда превратилась в акционерное общество, разместив свои акции на бирже осенью 2005 года. Чикагские биржи все теснее сближались благодаря

общей клиринговой службе и опыту борьбы против Eurex. В октябре 2006 года они приняли решение о слиянии. CME выступила в роли доминирующего партнера, предложив своему старейшему и изначально пользовавшемуся большим престижем сопернику 8 млрд долл.

Великая Чикагская Сделка состоялась в июле 2007 года. Она была оплачена акциями CME, и ей весьма поспособствовали приятельские отношения между президентом CME Даффи и его коллегой в CBOT Кэри.

Тем не менее сделка свершилась лишь после того, как CME согласилась поднять первоначальную сумму до 11,5 млрд, чтобы перебить встречное предложение Интерконтинентальной биржи (ICE) – расположенной в Атланте энергетической биржевой и клиринговой группы. Вмешательство этой амбициозной и быстрорастущей компании в идиллический роман двух чикагских бирж сыграло на руку членам CBOT: они получили от поглощения их CME бóльшую прибыль. Кроме того, стало ясно, что среди клиринговых компаний появилась новая сила как на национальном, так и на международном рынке.

Спустя шесть месяцев после приобретения CBOT CME Group затеяла новое слияние. В январе 2008 года она сделала предложение Нью-Йоркской товарной бирже (NYMEX) – нью-йоркской бирже товаров и энергоносителей, которая после 135-летней истории в качестве частной, принадлежащей исключительно членам организации, провела в 2006 году акционирование.

The Clearing Corporation, возникшая в октябре 2003 года в результате реструктуризации, на бумаге выглядела очень сильной: ее капитал составлял 107 млн долл., а гарантийный фонд – около 165,5 млн. Амбиций компании хватало – недоставало клиентов: за 2004 год она успела подписать клиринговые контракты лишь с несколькими небольшими трейдинговыми платформами. Даттерер также проявил интерес к технологическим и консалтинговым

службам и приобрел OnExchange – провайдера программного обеспечения для клиринговых палат.

Однако даже этот новый бизнес не спас компанию от убытков. В первой четверти 2004 года штат CCorp был сокращен на треть, до ста человек, затем последовали новые увольнения. Расходы на реструктуризацию привели к тому, что за 2004 год, первый год работы без клиринговых контрактов CBOТ, CCorp потеряла 29,3 млн долл., заработав всего 6,7 млн.

Даттерер ушел из CCorp в марте 2005-го. Его преемником стал Ричард Джейкобс, прежде занимавший должность CEO в OnExchange. Джейкобс также уделял большое внимание технологическим и консалтинговым службам, что естественно для бывшего CEO компании, продававшей трейдерское программное обеспечение. В июне 2005 года CCorp обнародовала план развития услуг клиринга и центрального контрагента для быстрорастущего внебиржевого рынка кредитных деривативов.

Корпорация удачно выбрала новую сферу деятельности. Регулирующие органы и инвестиционные банки все громче выражали свою озабоченность хаосом в бэк-офисах компаний, обслуживавших весьма прибыльный рынок кредитных дефолтных свопов. Рекомендации по преодолению этих проблем были опубликованы в июле 2005 года Группой по вопросам политики управления рисками контрагентов (CRMPG), в которую входили главные менеджеры по рискам ведущих финансовых организаций частного сектора. В ту пору группу возглавлял Джеральд Корриган, бывший президент Федерального резервного банка Нью-Йорка (ныне он занимает пост финансового директора Goldman Sachs & Co).

В начале 2007 года CCorp удвоила усилия в борьбе с проблемами обслуживающей инфраструктуры в секторе внебиржевых деривативов, но в новоиспеченном урезанном виде она не имела достаточных ресурсов, чтобы самостоятельно предлагать услуги центрального контрагента рынку CDS.

20 декабря 2007 года структура владения компанией вновь изменилась: в CCoop осталось 17 держателей акций, выразивших готовность поддержать намерение корпорации заниматься клирингом внебиржевых деривативов, в том числе CDS.

В число акционеров корпорации входили 12 ведущих международных брокер-дилеров¹⁸, три междилерских брокера – GFI Group, ICAP и Creditex, – а также Eurex и Markit, провайдер финансовой информации. Наличие всего 12 брокеров-дилеров в списке акционеров CCoop свидетельствует о том, насколько сократилось с начала десятилетия число участников международного клиринга.

В ответ на возрастающий спрос на клиринг CDS CCoop в 2008 году обратилась за финансовой и технической поддержкой к ICE, поскольку самостоятельно справиться с этим спросом не могла. На тот момент инвестиционные банки, поддержавшие BrokerTec Futures Exchange, Eurex US и BOTCC в «клиринговых битвах» против CME и CBOT, на круг оставались в выигрыше после стольких лет конфликта, несмотря даже на то, что с лета 2005 года биржевые комиссионные и плата за клиринг возрастали. Потери, понесенные в результате поддержки этих новых конкурентов чикагских бирж, банки компенсировали за счет снижения комиссионных, на которое CBOT и CME пришлось сначала пойти в борьбе с конкурентами.

13.6. Вертикальная интеграция и открытые позиции

Неудачи Eurex в США стали отрезвляющим опытом для немецко-швейцарской биржи и ее клирингового партнера. Даже на пике у Eurex US было не более 5 % рынка фьючерсов на американские государственные облигации. The Clearing Corporation потеряла 90 % бизнеса и с первого квартала 2004 года работала в убыток.

Это поражение было обусловлено рядом специфически чикагских факторов. Дружба президентов CME и CBOT немало способствовала объединению этих бирж против чужака. В этот период отношения двух чикагских бирж разительно отличались от тех распрей между руководством, которые препятствовали прежним попыткам сотрудничества.

Поспешность, с какой CFTC одобрила изменения устава CBOT и CME, столь же разительно отличалась от политики промедлений, которая применялась к запросам от Eurex. Столь неодинаковое (мягко говоря) отношение к этим организациям подтвердило, что годы усиленного лоббирования законодательных и регулирующих органов Вашингтона со стороны Чикаго не прошли даром.

Те формы сотрудничества между CBOT и BOTCC, которые сложились еще в середине 1990-х годов, перестали работать в ситуации расхождения интересов местных членов CBOT и доминирующих в трейдинге финансовых фьючерсов инвестиционных банков, поскольку эти банки в основном располагались на Уолл-стрит и не были активными членами чикагского товарищества фьючерсных трейдеров.

И напротив, создание общей клиринговой службы укрепило доверие между CBOT и CME, как позднее подтвердил президент CBOT Кэри¹⁹.

Но участники клирингового бизнеса получили в те годы и другие уроки. В 1970-е годы центральные контрагенты воспринимались как дополнительная нагрузка для бэк-офиса. Тридцать лет спустя они

стали важным элементом цепочки от трейдинга до завершения сделки.

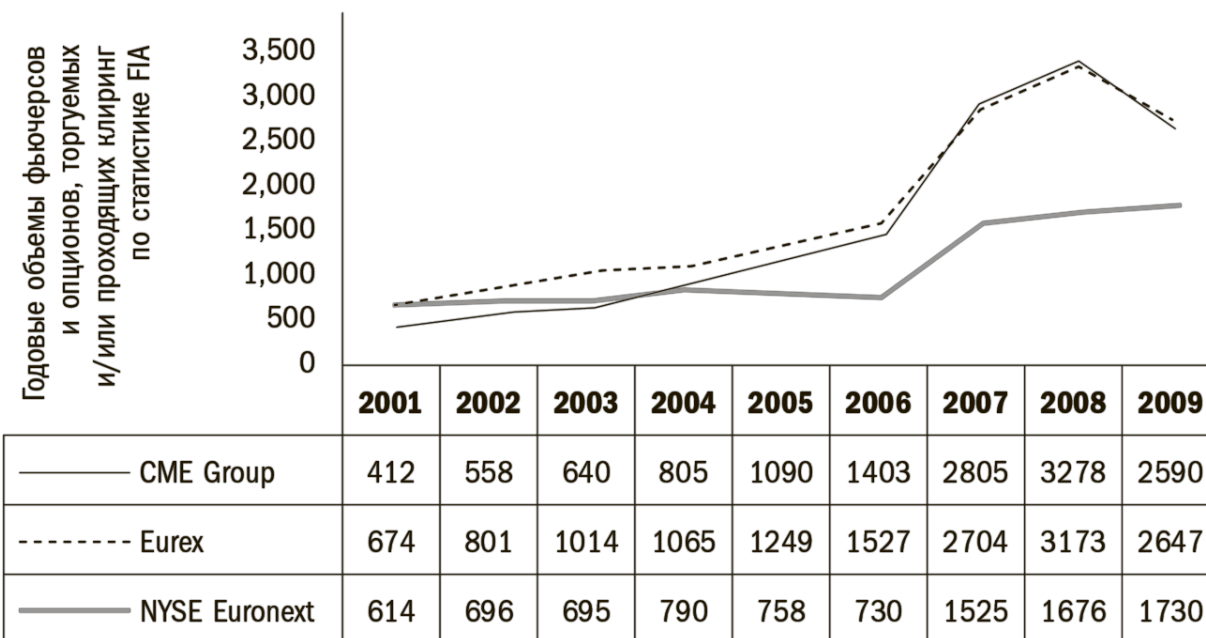
Большое значение имел объем операций. Общая клиринговая служба CME и CBOT смогла обеспечить существенные финансовые льготы членам обеих бирж, несколько при этом не подвергая риску их инвестиции.

Общий клиринг, а затем и слияние CME и CBOT способствовали вертикальной интеграции бирж в США и во всем мире и придали дополнительный стимул амбициозной экспансии CME Group.

Центральные контрагенты очевидным образом добавляли стоимость вертикально интегрированным биржевым группам. Реализовать эту добавочную стоимость можно было через акционирование паевых фондов. В слиянии с CBOT CME стала доминирующим партнером еще и потому, что первой провела акционирование. За три года после первичного размещения акций по цене в \$35 в 2002 году их стоимость увеличилась в 10 раз. Используя в качестве валюты собственные акции, CME Group наращивала конкурентоспособность и в 2008 году приобрела NYMEX, в результате чего ее доля на фьючерсных рынках США достигла почти 98 %. Как показано на рис. 13.1, группы CME и Eurex вступили в борьбу за лидерство среди фьючерсных бирж уже во всемирном масштабе.

Слияния CME – CBOT и CME – NYMEX и тот факт, что эти сделки были одобрены Министерством юстиции США, курирующим соблюдение антимонопольной политики, стали событиями, последствия которых ощущались далеко за пределами США.

Рисунок 13.1. CME Group против Eurex: годовой объем деривативов, торгуемых на бирже



В условиях все большей глобализации рынка казалось, что у коммерческой, публично котируемой CME Group имеется преимущество перед другими биржевыми группами, поскольку те не контролировали клиринговые службы своих центральных контрагентов. В случае со CME наличие у нее клирингового подразделения отражалось на стоимости ее акций. У европейских ICE и Euronext в отличие от Eurex такого преимущества не было, поскольку они не владели теми центральными контрагентами, которые занимались клирингом их контрактов в Европе.

Ожидаемая выгода от аккумуляции открытых позиций в приобретенных или аффилированных клиринговых палатах подстегивала и другие биржевые группы к формированию вертикально интегрированных структур. Этот процесс набирал темп с середины десятилетия.

Перевод открытых позиций СВОТ в CME изменил всю отрасль. Для такого решения потребовалась поддержка регулирующего органа, который, по мнению многих, достаточно свободно обошелся в этом вопросе с юридическими тонкостями, но этот перевод создал прецедент.

Для Eurex перевод открытых позиций похоронил надежды отобрать у CBOТ бизнес по государственным облигациям США, а для CCorp – компенсировать потери от разрыва с крупнейшим партнером, с которым они вместе «прожили» 78 лет. Как мы увидим в главе 17, это же событие вдохновило европейские ICE и Euronext побороться за открытые позиции по деривативным контрактам, зарегистрированным в их центральном контрагенте – LCH Clearnet.

14. Риски и новые возможности

14.1. Необходимость снизить риски

Хотя первое десятилетие XXI века по всем признакам сулило развитым странам длительное благосостояние, но вскоре появились и тревожные сигналы.

Бум и крах доткомов показали, как быстро распространяется напряжение по все более усложняющейся системе глобальной экономики.

Атака террористов на Нью-Йорк и Вашингтон заставила обратить внимание на проблемы операционного риска, преемственности бизнеса и устойчивости традиционных инфраструктур, обслуживающих центральных контрагентов и их клиентов.

Банкротство Enron, последовавшее вскоре после принятия Закона о модернизации товарных фьючерсов, побудило участников рынка сосредоточиться на клиринге внебиржевых энергетических рынков США. Электронная платформа ICE собиралась осуществлять клиринг контрактов в партнерстве с лондонским контрагентом LCH.Clearnet, а затем биржа приобрела и создала собственные клиринговые палаты.

Экономические преимущества центральных контрагентов побуждали Чикаго ко все новым изменениям. В частности, CME Group контролировала около 98 % рынка торгуемых в США фьючерсов. И все научились ценить клиринговые палаты за то, что они помогают значительно снизить риски.

Глобализация побудила регулирующие органы центральных банков и комиссий по ценным бумагам составить минимальные международные стандарты для центральных контрагентов, задававшие операторам бенчмарки и указывающие на различные виды грозивших им рисков.

Быстрый рост внебиржевого трейдинга, особенно в сфере кредитных деривативов, породил проблемы посттрейдинговой обработки транзакций. Пришлось вмешаться политикам. Остро реагировали провайдеры финансовых инфраструктур, включая DTCC.

Но лишь после начала финансового кризиса в июне 2007 года появились конкретные планы по организации клиринга кредитных деривативов через центральных контрагентов. И хотя эти планы то и дело наталкивались на препятствия (отчасти из-за того, что внебиржевой трейдинг деривативов был выгоден для инвестиционных банков и других участников рынка), к моменту краха Lehman Brothers это подспудное движение набрало уже достаточную силу, чтобы в ближайшем будущем привести к необходимым изменениям.

В этой главе рассматривается перечисленный выше круг вопросов. Остальные три главы части IV будут посвящены развитию клиринга через центральных контрагентов в Европе вслед за появлением евро.

14.2. Операционные риски и 11 сентября

Вскоре после падения Берлинской стены в 1989 году американский ученый Фрэнсис Фукуяма провозгласил «конец истории», подразумевая «завершение идеологической эволюции человечества и распространение на весь мир западной либеральной демократии»¹. Не прошло и двенадцати лет, как история вновь обрушилась на западный мир – громом с ясного сентябрьского неба.

Террористический акт 11 сентября 2001 года уничтожил Всемирный торговый центр, находившийся всего в десяти кварталах от штаб-квартиры DTCC, и разрушил коммуникации многих финансовых фирм Нижнего Манхэттена. Терракт наглядно продемонстрировал, сколь остро финансовые инфраструктуры нуждаются в защите от операционных рисков, будь то спланированная диверсия, атака хакеров, системный сбой или человеческий фактор.

11 сентября рынки ценных бумаг закрылись, но DTCC должна была функционировать. «В системе “день продажи плюс три” мы все еще были обязаны завершить расчеты по сделкам, заключенным в пятницу и в понедельник», – пояснял глава управления по связям с общественностью DTCC Стюарт Гольдштейн. Незавершенные расчеты грозили кризисом ликвидности, а потому, хотя улицы Нижнего Манхэттена были перегорожены полицией, «в нашем здании 500 человек сидели взаперти три дня подряд. 11 сентября мы провели расчеты по сделкам на сумму 280 млрд. До конца недели – на сумму 1,8 трлн долл. Это позволило рынкам вновь открыться на следующей неделе»².

Способность DTCC справляться с непредвиденными катастрофами подтвердилась вновь два года спустя: компания продолжала работать посреди «великого блэкаута», когда 14 августа 2003 года в США без электричества остались около 45 миллионов человек в восьми штатах и еще около 10 миллионов – в Онтарио. Осознав

после 11 сентября масштаб операционных рисков, DTCC построила дополнительный операционный центр в Тампе, чтобы снять часть нагрузки с Нью-Йорка. Сверх того в засекреченном месте была создана удаленная база данных, которая гарантирует непрерывность операций на американском рынке капитала.

Нью-йоркский региональный офис CFTC погиб вместе с башней Всемирного торгового центра. CFTC стала первым федеральным регулирующим органом, сделавшим общие выводы из уроков теракта. В марте 2002 года CFTC потребовала от центральных контрагентов учитывать при планировании действий во время катастроф операционные нужды, обеспечивать запасное оборудование и быть наготове на случай наводнения, землетрясения, нарушения коммуникаций и длительных выключений электричества, а также на случай атаки террористов³.

Более того, CFTC предостерегала центральных контрагентов насчет проблем, которые еще только предстояло обнаружить во время финансового кризиса 2007–2009 годов. Словно предвидя дефолт Lehman и инвестиционный скандал Madoff, CFTC указывала на опасность банкротства или иного краха ключевых институтов, в особенности таких, обрушение которых вызовет «эффект домино», а также учитывала, что мошенничество или другое злоупотребление крупных масштабов может подрвать благонадежность нескольких ключевых рынков или их участников.

CFTC также побуждала индустрию помнить о нарастающей глобализации рынков и о «существенных, пусть и не всегда очевидных, взаимосвязях между участниками, из-за которых возникает угроза сбоя всей сети при исполнении критически важных функций».

В июне 2002 года компании американского частного сектора создали Координационный совет сектора финансовых услуг (FSSCC) в целях защиты основной инфраструктуры и национальной безопасности. Эта организация получила признание Министерства финансов, банков, страховых компаний, бирж, провайдеров

инфраструктурных финансовых услуг и торговых ассоциаций. В задачи FSSCC входило координировать усилия и передавать опыт того, как лучше действовать в тех случаях, когда внешние обстоятельства грозят нарушить работу финансовых учреждений. Еще через десять месяцев регулирующие органы США издали совместный документ, в котором закладывались основы непрерывной деловой активности всех финансовых компаний⁴. Регулирующие органы всего мира последовали этому примеру и опубликовали собственные инструкции по непрерывной деятельности, поощряя провайдеров инфраструктурных услуг наращивать операционные мощности.

7 июля 2005 года последовал новый теракт – на этот раз в Лондоне. Еще очевиднее стало, что центральные контрагенты должны иметь эффективные планы поддержания непрерывной деятельности. В тот день одна из четырех бомб взорвалась на станции подземной железной дороги возле головного офиса LCH.Clearnet. Прилегающая территория была объявлена местом преступления, и центральный контрагент запустил в действие аварийный план, эвакуировал здание и перевел ключевых работников в полностью подготовленный запасной офис в другой части Лондона. И хотя многие кварталы Сити в тот день охватила паника, клиринговая палата продолжала операции в обычном режиме.

14.3. Международные стандарты для центральных контрагентов

Катастрофа 11 сентября вынудила регулирующие органы обратить внимание на операционные риски ключевых финансовых институтов как раз в тот момент, когда центральные банки и контролирующие организации всего мира начали проявлять озабоченность по поводу концентрации рисков в посттрейдинговых

организациях – центральных депозитариях и центральных контрагентах.

В ноябре 2001 года группа экспертов CPSS – IOSCO – представители центральных банков G10 и стран – членов IOSCO опубликовали 19 рекомендаций по минимальному стандарту безопасности систем расчетов по ценным бумагам⁵. Затем эксперты в ноябре 2004 года составили 15 рекомендаций для центральных контрагентов. В совокупности рекомендации экспертов можно считать международными стандартами в области управления рисками в центральных контрагентах с целью предотвратить ситуации, которые могут подорвать систему платежей и расчетов по ценным бумагам и в целом угрожают безопасности финансовых рынков⁶.

Рекомендации CPSS – IOSCO для центрального контрагента

1. Юридические риски. Центральный контрагент должен иметь хорошо разработанные, прозрачные и имеющие юридическую силу правовые основания для каждого аспекта своей деятельности и в пределах каждой юрисдикции, где он работает.

2. Требования к участникам. Центральный контрагент должен требовать от участников наличия достаточных финансовых средств и надежных операционных ресурсов, которые позволят им выполнять обязательства, проистекающие из участия в центральном контрагенте. Он должен разработать процедуры для проверки соблюдения требований к участникам на постоянной основе. Эти требования должны быть объективными, они объявляются публично и гарантируют честный и прямой доступ к участию.

3. Оценка кредитных рисков и управление ими. Центральный контрагент должен как минимум раз в день оценивать свой кредитный риск по отношению к участникам. С помощью требований маржи и других механизмов контроля риска центральный контрагент должен снизить риск потенциальных убытков на случай дефолта некоторых своих участников

в нормальных рыночных условиях, чтобы операции центрального контрагента не прерывались и чтобы остальные участники не понесли убытки, которые они не в силах предусмотреть или контролировать.

4. Требуемая маржа. Если центральный контрагент обеспечивает кредитные риски участников в первую очередь за счет маржи, ее размер должен быть достаточным для того, чтобы покрыть потенциальные убытки в нормальных рыночных условиях. Модели и параметры требуемой маржи должны быть основаны на анализе рисков и регулярно пересматриваться.

5. Финансовые ресурсы. Центральный контрагент должен располагать достаточными финансовыми ресурсами как минимум для того, чтобы выдержать в экстремальных, но все же вероятных рыночных условиях дефолт участника с наибольшим объемом открытых позиций.

6. Процедура дефолта. У центрального контрагента должна существовать детально проработанная процедура дефолта, которая гарантирует, что центральный контрагент сможет вовремя принять меры к ограничению убытков и пополнению ликвидности и таким образом сумеет и далее выполнять свои обязательства. Ключевые аспекты процедуры дефолта должны быть опубликованы.

7. Инвестиционный риск и риск доверительного хранения. Центральный контрагент должен хранить активы так, чтобы свести к минимуму риск потери или задержку в доступе к ним. Инвестировать свои активы центральный контрагент должен в финансовые инструменты с минимальными кредитными и рыночными рисками, а также риском недостатка ликвидности.

8. Операционные риски. Центральный контрагент должен выявить источники операционных рисков и свести эти риски к минимуму, развивая соответствующие системы, процедуры и формы контроля. Системы работы должны быть надежными и безопасными, с адекватной масштабируемой мощностью. Должен быть разработан план непрерывной работы, который позволил бы быстро

возобновить свою деятельность и продолжить выполнять обязательства центрального контрагента.

9. *Денежные расчеты.* Центральный контрагент должен использовать такие системы денежных расчетов, которые бы исключили или максимально снизили расчетные банковские риски, то есть кредитные риски и риски недостатка ликвидности, возникающие в результате обращения к банкам при осуществлении денежных расчетов с участниками. Перевод средств центральному контрагенту должен считаться окончательным с момента его осуществления.

10. *Физическая поставка.* Центральный контрагент должен ясно формулировать свои обязательства по физической поставке активов. Риски таких обязательств нужно выявлять и управлять ими.

11. *Риски, связанные с каналами связи между центральными контрагентами.* Центральные контрагенты, создающие международные или внутренние каналы связи для клиринга сделок, должны оценить потенциальные источники рисков и гарантировать постоянное управление рисками. Нужно также создать базу для сотрудничества и координации между соответствующими регулирующими и контролирующими органами.

12. *Эффективность.* Центральный контрагент должен обеспечить надежность и безопасность операций и при этом сохранять рентабельность, выполняя поручения участников.

13. *Управление.* Система управления центральным контрагентом должна быть ясной и прозрачной, соответствовать общественным интересам и задачам владельцев и участников центрального контрагента. Эта система должна быть главным образом направлена на эффективность процедур управления рисками.

14. *Прозрачность.* Центральный контрагент должен предоставлять участникам рынка достаточную информацию, чтобы те смогли точно оценить, какие риски и расходы сопряжены с использованием услуг этого центрального контрагента.

15. Регулирование и контроль. Центральный контрагент подлежит прозрачному и эффективному регулированию и контролю. Как во внутригосударственном, так и в международном масштабе центральные банки и регулирующие органы по ценным бумагам должны сотрудничать друг с другом и с другими инстанциями⁷.

В отчете группы CPSS – IOSCO приводится также обзор различных типов рисков, с которыми может столкнуться центральный контрагент. Этот перечень оказался куда более обширным, чем те риски неисполнения обязательств, для снижения которых и создавались центральные контрагенты, или операционные риски, ставшие очевидными после 11 сентября. Например, центральный контрагент мог столкнуться с такими рисками, как:

- риски нехватки ликвидности, если участник задерживает выполнение обязательств;
- расчетные банковские риски в случае проблем с банком, который используется для денежных расчетов между центральным контрагентом и его членами;
- риски доверительного хранения в случае банкротства депозитария, в котором находится залоговое обеспечение, и недостаточности маржи;
- юридические риски, если законы или административное право на территории, где оперирует центральный контрагент, не гарантируют соблюдения его устава, контрактов или принадлежащих центральному контрагенту прав собственности.

Юридические риски возникают, в частности, когда временной администрацией во время процедуры банкротства не соблюдаются права центрального контрагента – иногда именно это и происходило с LCH.Clearnet после дефолта Lehman Brothers. С юридическими рисками сопряжены и многие проблемы международного сотрудничества между центральными контрагентами.

В форме тезисов 15 рекомендаций CPSS – IOSCO для центрального контрагента заняли меньше двух листов формата А4, и бóльшая их часть казалась само собой разумеющимися аксиомами. Но сам факт появления такого документа свидетельствовал о растущем интересе контролирующих органов, в особенности центральных банков, к деятельности центральных контрагентов.

Эти рекомендации задавали определенный стандарт, на который национальные контролирующие органы могли ориентироваться, предъявляя собственным центральным контрагентам требования по управлению рисками. Они стали основой для будущих рекомендаций Европейской системы центральных банков и Комитета европейских регуляторов ценных бумаг (ESCB – CESR) для центральных контрагентов Евросоюза.

«Краткие тезисы» были в деталях изложены в 69-страничном докладе CPSS – IOSCO. Например, примечания к рекомендации № 5 насчет «финансовых ресурсов» давали операторам центральных контрагентов весьма ценные инструкции по проведению стресс-теста и советовали операторам готовиться к значительно бóльшим проблемам, чем тот минимум, который был указан в кратких рекомендациях. То есть «планирование должно учитывать вероятность дефолта двух и более участников за короткий период, что повлечет за собой больший риск, чем крах одного, пусть самого крупного, участника».

Комментируя всегда непростую проблему управления, примечания к рекомендации № 13 в особенности подчеркивали роль совета директоров и тех задач, которые он ставит перед сотрудниками. Совет директоров, подчеркивается в докладе, «должен обладать достаточными знаниями и принимать во внимание интересы всех сторон».

В докладе выделялись также проблемы управления рисками, которые возникают из-за конфликта интересов между владельцами центрального контрагента, менеджерами, участниками клиринга

и теми биржами и клиринговыми платформами, которые обслуживают центрального контрагента. В качестве решения этой проблемы эксперты настаивали на достаточной независимости управляющих рисками центрального контрагента и четком разграничении подчинения управления рисками и других операций центрального контрагента. «Зачастую требуется создание независимого комитета по рискам», – подчеркивалось в докладе.

14.4. Конфликты и инновации в Азии

События, произошедшие в Японии, наглядно продемонстрировали, как важны бдительность и разумное корпоративное управление. В апреле 2005 года инвестиционный фонд, контролируемый Йошиаки Мураками, одним из немногих частных инвесторов Японии, приобрел 10 % только что акционированной Фондовой биржи Осаки (OSE). В качестве крупнейшего акционера биржи фонд начал оказывать давление на совет директоров, требуя заметно повысить дивиденды.

У биржи имелся собственный центральный контрагент, который позволял ей сохранять позиции ведущего японского рынка деривативов. Политика инвестиционного фонда вынуждала биржу «обналичить» часть финансовых ресурсов, хранившихся в центральном контрагенте на случай дефолта кого-либо из участников клиринга.

Эта ситуация в острой форме обнажила конфликт интересов, который грозил центральным контрагентам в результате акционирования. Преодолеть конфликт удалось обходными маневрами и поэтапно. В августе 2005 года японское Агентство финансовых услуг (FSA) пресекло амбициозные планы Мураками, запретив его фонду приобретать свыше 20 % OSE. Затем в декабре, после долгих закулисных маневров, стало известно, что фонд Мураками продал все свои акции OSE. В следующем году Мураками предстал перед судом по обвинению в инсайдерских торговых операциях (вроде бы это обвинение не было связано с вышеизложенной историей). В итоге в июле 2007 года Мураками уплатил штраф и отправился в тюрьму.

Мораль этой истории, по мнению Томоюки Шимода, директора Института денежных и экономических исследований Банка Японии, заключается в том, что при формировании структур управления нужно нащупать «оптимальную степень сближения» между

центральными контрагентами и акционируемыми биржами⁸. Оптимальная степень подразумевает достаточную автономность управляющих рисками центрального контрагента, адресные финансовые ресурсы для управления рисками и четкую политику, определяющую долевое участие акционеров в покрытии убытков.

Осакский инцидент заставил также обратить внимание на существенные изменения в финансовых инфраструктурах, в том числе в центральных контрагентах, произошедшие в Азиатско-Тихоокеанском регионе в самом начале XXI века.

Азиатский финансовый и экономический кризис 1997–1998 годов временно затормозил развитие инфраструктуры в регионе.

Однако центральные контрагенты успели утвердиться в Азиатско-Тихоокеанском регионе задолго до кризиса, и подчас именно от них исходили существенные инициативы. Сиднейская фьючерсная биржа (SFE) оказалась по ряду ключевых параметров первой в начальные годы финансовых фьючерсов: так, она первой провела в 1980 году фьючерсный контракт с оплатой наличными, клиринг которого осуществляла ICCN. Благодаря главным образом деятельности Вай Рейша сиднейское отделение ICCN уже в 1980-е годы сделалось пионером в сфере технического развития клиринговых систем.

Другим достижением региона стало заключенное в 1984 году соглашение о взаимозачетах между Чикагской товарной биржей и ее сингапурским протее – Сингапурской международной валютной биржей (SIMEX), согласно которому любая из этих бирж могла осуществлять взаимозачеты по определенным контрактам. Индийские фондовые биржи – Бомбейская и Национальная, обе в Мумбае – обязали центральных контрагентов проводить клиринг и осуществлять гарантию сделок за несколько лет до того, как к подобному решению пришли ведущие европейские рынки акций⁹.

Однако на пороге XXI века основные новации в области клиринга осуществлялись в США и Европе. Слияние NSCC и DTC с последующим формированием в 1999 году DTCC привело

к появлению гиганта, осуществлявшего клиринг и расчеты в масштабах континента и подумывавшего о распространении своих appetitov на весь мир. В Европе такие клиринговые палаты, как LCH, Clearnet и Eurex, начали исследовать возможности бизнеса за пределами национальных границ. В Азии, еще переживавшей последствия кризиса 1997–1998 годов, центральные контрагенты оставались внутригосударственными, и сам регион отставал по уровню экономической консолидации от Европы и США.

Тем не менее, когда в 2001 году была создана ЦК-12 – группа ведущих клиринговых организаций, – четверо из ее тринадцати членов представляли Азиатско-Тихоокеанский регион. Рейш, к тому времени занимавший должность исполнительного вице-президента Hong Kong Exchanges and Clearing, стал вице-президентом группы, а через год ему предстояло ее возглавить¹⁰. Регион начал быстро догонять Европу и Америку, консолидация трейдинговых и клиринговых организаций на национальном уровне осуществлялась в хорошем темпе.

В 1999 и 2000 годах Гонконгская фондовая и фьючерсная биржа была акционирована и слилась с Hong Kong Securities Clearing Co. (HKSCC), образовав холдинг Hong Kong Exchanges and Clearing (HKEx). В Сингапуре SIMEX и Сингапурская фондовая биржа объединились и создали Сингапурскую биржу (SGX), которая стала акционерным обществом в ноябре 2000 года.

В результате слияния четырех внутренних бирж и рынков деривативов в январе 2005 года родилась Корейская биржа (KRX) с единым центральным контрагентом и всеми преимуществами увеличившегося объема операций. Поскольку в Южной Корее среди розничных торговцев чрезвычайно популярен трейдинг опционов и фьючерсов, Корейская биржа оказалась в числе самых успешных в мире бирж деривативов по числу заключаемых и проходящих клиринг контрактов.

В Австралии в июле 2006 года завершилось слияние Австралийской фондовой биржи (ASX) и Сиднейской фьючерсной

биржи (SFE), и все центральные контрагенты страны объединились в ASX, которая сохранила прежний бренд.

Тот же период отмечен существенными изменениями конкретно в сфере клиринга. В том числе:

- В апреле 2001 года была основана Индийская клиринговая корпорация (CCIL), занимавшаяся клирингом и расчетами по сделкам в секторе государственных ценных бумаг, инструментов валютного и денежного рынков.

- В 2002 году произошла консолидация клиринговых палат пяти фондовых бирж Японии и по образцу американской NSCC была создана Японская клиринговая корпорация по операциям с ценными бумагами (JSCC). 86,3 % этой компании принадлежало Tokyo Stock Exchange, а 12,9 % – OSE. JSCC с января 2003 года предлагала межрыночный клиринг облигаций и ценных бумаг с фиксированным доходом, а с февраля 2004-го – услуги по сделкам с деривативами на Токийской фондовой бирже.

- В мае 2006 года начала работу SGX AsiaClear, первая в Азии платформа, обеспечивавшая клиринг через центрального контрагента внебиржевых деривативов, в первую очередь нефти и фрахта.

Растущее значение азиатских центральных контрагентов в глобальном мире стало очевидно в апреле 2008 года, когда JSCC приняла у себя форум «Центральные контрагенты-12», второй «глобальный диалог» после Токио-2001. К этому времени число участников форума возросло до 20. Азиатско-Тихоокеанский регион был представлен лучше всех остальных регионов мира – семь членов от Азии¹¹ плюс ASX.

Индийская CCIL, обслуживавшая специфические потребности быстрорастущей, развивающейся страны, пошла на существенные инновации: центральный контрагент брался осуществлять клиринг практически всех сделок в иностранной валюте между банками, как в долларах, так и в рупиях.

Потребность в таком клиринге возникла из-за разницы временных зон. Часы работы рынков в США и Индии не совпадали, и не было возможности проводить расчеты по сделкам по системе «платеж против платежа» (PvP), что подвергало трейдеров расчетному риску и риску невыполнения обязательств. Эту комбинацию рисков не покрывал банк CLS, специально созданный для расчетов по торгам в иностранной валюте. Одной из первоочередных целей CCIL с момента ее появления было формирование центрального контрагента для межбанковских сделок как в долларах, так и в рупиях, чтобы защитить участников сделки на два рабочих дня до окончательного расчета.

Система начала функционировать в ноябре 2002 года, получив одобрение Резервного банка Индии и Федерального резервного банка Нью-Йорка, а в 2004 году была усовершенствована. В результате резко снизился кредитный риск, сократилось количество платежей, а также уменьшились расходы участников рынка на работу бэк-офиса. По подсчетам CCIL, инновационная система валютных контрактов снизила основной риск для участников на 95–98 % и к тому же – весьма весомое преимущество в огромной развивающейся экономике Индии – дала возможность небольшим и недостаточно богатым участникам «иметь дело со всеми элементами рынка на условиях, близких к нормальным»¹².

После банкротства Lehman Brothers в законодательство США было внесено требование обязательного клиринга по некоторым контрактам в иностранной валюте – на усмотрение Министерства финансов США.

14.5. Enron, ICE и клиринг внебиржевых энергетических деривативов

Плох тот ветер, который никому не дует в корму. Банкротство Enron в декабре 2001 года предоставило редкий шанс бывшему строителю электростанций, находившемуся вдали от финансовых центров, Нью-Йорка и Чикаго, основать международный бизнес практически с нуля, предложив рынку платформы для электронного трейдинга энергоносителей, а также клиринговые услуги.

Джеффри Спречер основал Интерконтинентальную биржу (ICE) в мае 2000 года. Не прошло и десяти лет, а ICE уже организовывала электронные рынки по контрактам в секторе энергоресурсов, сельскохозяйственных продуктов, индексов акций, иностранной валюты и кредитных деривативов с тремя фьючерсными биржами, двумя внебиржевыми рынками и пятью клиринговыми палатами, обеспечивая интеграцию проведения сделки и клиринга.

Как и следовало ожидать от бывшего участника автогонок, Спречер, сильный, энергичный человек, был готов к продуманному риску. Кое-кто из конкурентов считал его напористым и резким, но подчиненные тепло отзываються о руководителе, всячески поощряющем работу команды. Спречеру отнюдь не чужды глубина и вдумчивость – это становится очевидным, когда он рассуждает о проблемах, стоящих перед ICE и той деловой средой, в которой функционирует биржа.

В 1999-м Спречер был владельцем и CEO Continental Power Exchange (CPX) – небольшой технологической компании в Атланте, которую он приобрел в 1997 году. Компания состояла примерно из 40 электростанций общего пользования, соединенных проводами в единую сеть. Прежде, когда Спречер руководил промышленной электростанцией, он не мог покупать и продавать природный газ и электричество по рыночной цене, поскольку на внебиржевых рынках США отсутствовал прозрачный трейдинг. Теперь он решил

заполнить нишу и превратить CPEX в онлайн-биржу энергоресурсов. В число клиентов и акционеров Спречеру удалось привлечь 13 крупнейших энергетических трейдеров, в том числе Goldman Sachs, Deutsche Bank, Morgan Stanley и BP Amoco. В августе 2000 года он представил ICE в качестве нейтральной платформы для внебиржевых энергетических контрактов, заключаемых на всем североамериканском рынке за пределами Калифорнии.

ICE стала доказательством дальновидности Спречера, его предпринимательской жилки, энергии и опыта руководителя и человека, умеющего продать свой товар. К тому же и момент Спречер выбрал как нельзя удачнее.

Интернет завоевывал все большую популярность. В 1999 году Enron запустил трейдинговую платформу, которая помогла клиентам привыкнуть к идее электронных торгов, но так и не превратилась в полноценную биржу, поскольку Enron выступал в качестве единственного контрагента по отношению к другим трейдерам. В декабре 2000 года президент Клинтон подписал Закон о модернизации товарных фьючерсов (CFMA), которым разрешалось создание «освобожденных от контроля коммерческих рынков» для торговли энергетическими ресурсами и для других контрактов, осуществлявшихся вне бирж. Закон также расширил список компаний, осуществляющих клиринг внебиржевых деривативов по двусторонним сделкам.

И тут Enron рухнул, и на рынке, где прежде доминировали крупные торговые энергетические компании, как тот же Enron, да несколько крупных инвестиционных банков, охотно заключавших сделки вне биржи, образовался высокий спрос на клиринг. На место Enron пришли другие игроки, в том числе хедж-фонды, инвестиционные банки или их трейдинговые отделы. Они вышли на рынок в пору сильного колебания цен, обострения ситуации на международной арене и сомнений насчет финансовой благонадежности ряда контрагентов. Этим игрокам требовались

услуги по управлению рисками, и они привыкли пользоваться клирингом.

Клиринг открывал новым участникам доступ к энергетическому рынку США, без необходимости заключать двусторонние соглашения с другими участниками рынка. Еще одним преимуществом клиринга оказалась сохраняемая при этой процедуре анонимность участников.

Спречер отреагировал на растущий спрос двумя серьезными мерами. Он добавил к портфолио ICE регулируемый международный рынок фьючерсов, приобретя в июле 2001 года за 130 млн долл. Международную нефтяную биржу в Лондоне (IPE). То был первый шаг на пути к превращению ICE в международную компанию. Кроме того, с 2002 года ICE занялась также клирингом внебиржевых энергетических контрактов.

На всех этапах клиринговым партнером ICE была LCH. Она также являлась центральным контрагентом IPE с момента создания этой биржи в 1981 году. Также она имела опыт клиринга внебиржевых контрактов через SwapClear и RepoClear, а в октябре 2001 года стала первой зарубежной организацией по клирингу деривативов, признанной CFTC и действующей в соответствии с CFMA.

Отношения между ICE и LCH испортились спустя примерно шесть лет, когда ICE не возобновила договор с LCH.Clearnet, а вместо этого основала в Лондоне ICE Clear Europe, чтобы самостоятельно осуществлять клиринг своих контрактов и кредитных деривативов. Но в начале описываемого десятилетия LCH сыграла ключевую роль в становлении ICE и всячески поддерживала новый рынок.

Не одна только ICE предлагала новые возможности клиринга для американских внебиржевых энергетических рынков. В мае Нью-Йоркская товарная биржа (NYMEX) предложила ClearPort для клиринга внебиржевых контрактов на нефть, газ и электричество. Как и предложение ICE заняться клирингом внебиржевых энергетических контрактов, инициатива с ClearPort тоже оказалась весьма своевременной в связи с крахом Enron. И ICE, и NYMEX

понадобилось время, чтобы полностью развить свою новую сферу услуг. Лишь к 2004 году для обеих компаний клиринг стал существенным элементом бизнеса.

Хотя обе корпорации предлагали клиринг на внебиржевом энергетическом рынке США, услуги их отчетливо различались по формату и потому привлекали разные группы клиентов. ICE интегрировала на одном экране процессы трейдинга и клиринга, а NYMEX, продолжавшая вести операции в торговом зале и параллельно предлагавшая услуги клиринга по внебиржевым контрактам, не стала объединять трейдинг и клиринг.

Вариант NYMEX привлекал индивидуальных брокеров, действовавших на внебиржевом энергетическом рынке, поскольку им казалось, что электронная система ICE лишает их непосредственного контроля, – зато эта система устраивала крупные энергетические банки, которые и помогли Спречеру реализовать его проект.

Две системы различались и способом обработки контрактов. Контракты ICE и после клиринга на LCH оставались внебиржевыми, а в ClearPort внебиржевые контракты конвертировались в биржевые фьючерсные контракты. Хотя в обычных условиях эти тонкости не имели особых практических последствий для клиентов клиринговой палаты, инвесторы, пользовавшиеся услугами NYMEX–ClearPort, получали дополнительные гарантии на случай банкротства кого-либо из участников клиринга.

И все же ICE отмечала одно важное преимущество NYMEX и ClearPort. У NYMEX имелась собственная клиринговая палата, и она могла наращивать число принимаемых на клиринг внебиржевых контрактов гораздо быстрее, чем это делала ICE, полностью зависевшая от LCH. Это вызвало напряжение между LCH и ICE, и в результате ICE в 2008 году разорвала отношения с LCH.Clearnet. ClearPort тем временем сделалась лучшей драгоценностью в короне NYMEX, и в том же 2008 году CME Group,

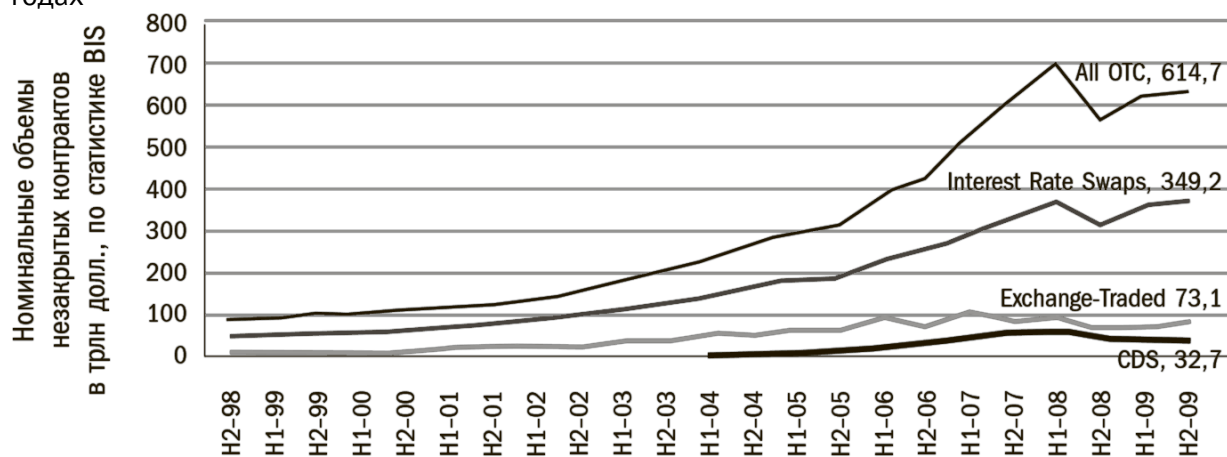
перекупив NYMEX, доверила этому подразделению клиринг
внебиржевых контрактов.

14.6. Проблемы с внебиржевыми контрактами

После банкротства Enron, когда клиринг активно проникал на энергетические рынки Северной Америки, на рынках других видов внебиржевых деривативов подобной активности центральных контрагентов не ощущалось.

После краха Enron CFTC не стала отменять пункт CFMA, освобождающий внебиржевые транзакции от последующего регулирования. Председатель CFTC Джеймс Ньюсом в июле 2003 года предостерегал против «навязывания дополнительного, вменяемого, отягощающего регулирования, которое повредит законной деловой активности»¹³.

Рисунок 14.1. Глобальный рынок внебиржевых и биржевых деривативов в 1998–2009 годах



Тот же принцип невмешательства сказался и в случае с Refco: крупнейший американский брокер товаров и деривативов объявил о своем банкротстве в октябре 2005 года, через неделю после того, как обнаружилось, что бывший исполнительный директор скрыл долги на 430 млн долл. Точно так же в сентябре 2006 года большой хедж-фонд Aramant Advisors признал потерю миллиардов долларов из основного капитала в результате торговли фьючерсами и другими деривативами природного газа.

Но хотя политика невмешательства в дела внебиржевых рынков в целом сохранялась, к определенным секторам власти считали нужным проявить особое внимание. Иногда случалось и так, что провайдеры инфраструктурных услуг, предвосхищая регулирующие органы, предлагали решения давно назревших проблем.

Рынки внебиржевых деривативов продолжали ускоренный рост и после 2000 года, как показано на рис. 14.1. Особенно быстро почти с нуля поднялась сравнительно новая отрасль кредитных деривативов. По данным Международной ассоциации по свопам и деривативам (ISDA), совокупная стоимость непогашенных кредитных деривативов за шесть месяцев, на конец июня 2005 года, подскочила на 48 % – до 12,43 трлн долл., а по сравнению с предыдущим годом – на 128 %.

Крупными игроками на внебиржевом рынке были хедж-фонды, которые вводили новую практику. В частности, они стали закрывать свои позиции через новацию контрактов, проводя переуступку обязательств по сделке, то есть вместо закрытия контракта или заключения компенсирующей сделки они выходили из контракта, переуступая свои обязательства новому контрагенту, подчас даже не ставя в известность партнера по сделке¹⁴.

Поскольку большинство операций на внебиржевых рынках по-прежнему проводились вручную или с использованием факса, проблемы клиринга и расчетов постоянно накапливались. Обработка транзакций задерживалась, и все это стало напоминать «бумажный» кризис на Уолл-стрит в 1960-е годы. Если оценивать среднюю задержку в рабочих днях, то подтверждение сделок по внебиржевым деривативам в крупных компаниях отставало в 2005 году в среднем от 7,9 дня для валютных опционов до 30,5 дня для экзотических деривативов по акциям.

Деятельность на внебиржевых рынках деривативов становилась все более рискованной. Зимой 2004–2005 годов контрольные органы, в первую очередь Федеральный резервный банк Нью-Йорка

и британская FSA, а также некоторые представители отрасли, стали бить тревогу.

В феврале 2005 года FSA написала CEO ведущих лондонских дилеров и выразила свою озабоченность подобными задержками. Примерно в то же время Федеральная резервная система США обнаружила возможные последствия передачи обязательств по сделкам. Джеральд Корриган, управляющий директор Goldman Sachs и бывший глава ФРС, созвал группу банковских управляющих рисками, брокеров-дилеров, а также представителей некоторых хедж-фондов для совместного исследования потенциальных системных рисков, исходящих от внебиржевых контрактов для все более усложняющегося, насыщенного взаимосвязями глобального финансового рынка.

Созданная Корриганом Группа по вопросам политики управления рисками контрагентов (CRMPG II) к июлю 2005 года составила отчет и предложила ряд рекомендаций и «руководящих принципов» для обеспечения большей прозрачности и лучшего управления рисками. CRMPG II провидчески побуждала «финансовых посредников и конечных пользователей кредитными деривативами удвоить усилия и точно понимать природу проводимых ими транзакций». Подчеркивалась необходимость правильного управления и финансирования «всех элементов финансовой инфраструктуры», включая платежи, расчеты, неттинг и закрытие позиций. В отчете CRMPG II «неотложной» названа потребность в дополнительных ресурсах, чтобы наверстать отставание по неподписанным подтверждениям на внебиржевых рынках. Выражалось требование подчинить переуступку обязательств по сделкам «столь же жесткой дисциплине и контролю, как и новые транзакции»¹⁵.

Гайтнер отреагировал на отчет, пригласив в сентябре 2005 года в Федеральный резерв Нью-Йорка представителей 14 ведущих инвестиционных банков и международных регулирующих органов США и Европы. Особую озабоченность у приглашенных вызывал быстрый рост кредитных дефолтных свопов и использование их

в сложных составных залоговых долговых обязательствах. Банкиры обязались сократить задержки в обработке сделок и наладить работу бэк-офисов. За год отставания по подтверждениям сократились на 70 %, а процент электронных подтверждений сделок удвоился и превысил 80 % от общего объема торгов¹⁶.

Столь быстрое изменение ситуации отчасти объясняется тем, что инфраструктурные провайдеры еще раньше начали совершенствовать свои услуги. В конце 2003 года DTCC запустила Deriv/SERV для электронного отслеживания и подтверждения внебиржевых контрактов по деривативам. Deriv/SERV, основанная на клиринговой технологии DTCC, начала функционировать уже через девять месяцев. Изначально она использовалась при сделках по кредитным дефолтным свопам, но затем с ее помощью стали обрабатывать и другие внебиржевые контракты, а также оказывать иные услуги.

Среди новшеств Deriv/SERV наиболее примечательным стало хранилище торговой информации (Trade Information Warehouse). Оно заработало через восемь месяцев в ноябре 2006 года. Это хранилище стало глобальным централизованным реестром внебиржевых контрактов по деривативам. Хранилище подключили к терминалам Deriv/SERV, и новые кредитные транзакции тут же поступали в его базу данных. За 2007 год здесь была собрана информация по более чем 2,2 млн открытых контрактов по кредитным дефолтным свопам. Система была усовершенствована в 2007 году в сотрудничестве с банком CLS и стала осуществлять неттинг и автоматически перечислять контрагентам причитающуюся им квартальную прибыль по кредитным дефолтным свопам.

Хотя до полного признания рынком Deriv/SERV и хранилища торговой информации прошло некоторое время, трудно было бы выбрать более удачный момент для подобных инициатив. Но, как выразился один из специалистов в этой сфере, товарный ассортимент DTCC по кредитным деривативам «выглядел как яйцо без желтка». Недоставало центрального контрагента.

Компанию нельзя упрекнуть в недостатке усердия. В конце 2007 года LCH.Clearnet и DTCC обратились к ведущим банкам на рынке кредитных дефолтных свопов с совместным предложением – организовать за девять месяцев центрального контрагента для внебиржевых кредитных деривативов. Претворение этого плана в жизнь дало бы возможность использовать опыт LCH.Clearnet по клирингу внебиржевых процентных свопов в SwapClear и в принадлежащем DTCC хранилище торговой информации.

Предложение было отвергнуто. Дилеры якобы предпочли CCorp (ранее – BOTCC), которая в июне 2005 года разработала план развития клиринговых услуг и услуг центрального контрагента для внебиржевого кредитного рынка.

Вспоминая эту ситуацию, Дон Донахью, президент и CEO DTCC, поясняет, почему, на его взгляд, «индустрия выбрала других провайдеров»: в сфере управления рисками задачи хранилища торговой информации качественно отличались от задач центрального контрагента по кредитным деривативам¹⁷.

Deriv/SERV стремилась снизить операционные риски при сверке, подтверждении и согласовании позиций. Ее центральный контрагент обеспечил бы гарантии поставки, смягчив при этом риски неисполнения обязательств. Хотя у DTCC имелся достаточно широкий опыт по управлению рисками, связанными с акциями и различными видами долговых ценных бумаг, эти риски измерялись днями, а риски по кредитным деривативам длятся годы, что радикально меняет ситуацию.

Еще одно возражение со стороны американских регулирующих органов было связано непосредственно с особенностями самого хранилища информации. Они настаивали, что хранилище должно работать как коммунальная служба, с которой сотрудничают все участники рынка. Если DTCC начнет конкурировать с другими инфраструктурными провайдерами, предлагая услуги центрального

контрагента в секторе кредитных деривативов, это дискредитирует нейтральную позицию хранилища.

Такова более благожелательная версия, но опытные профессионалы в сфере клиринга заподозрили, что дилеры кредитных дефолтных свопов попросту хотят контролировать новых центральных контрагентов и критерии их работы. Именно поэтому, говорили они, консорциум из семнадцати участников рынка деривативов приобрел в декабре 2007 года CCorp.

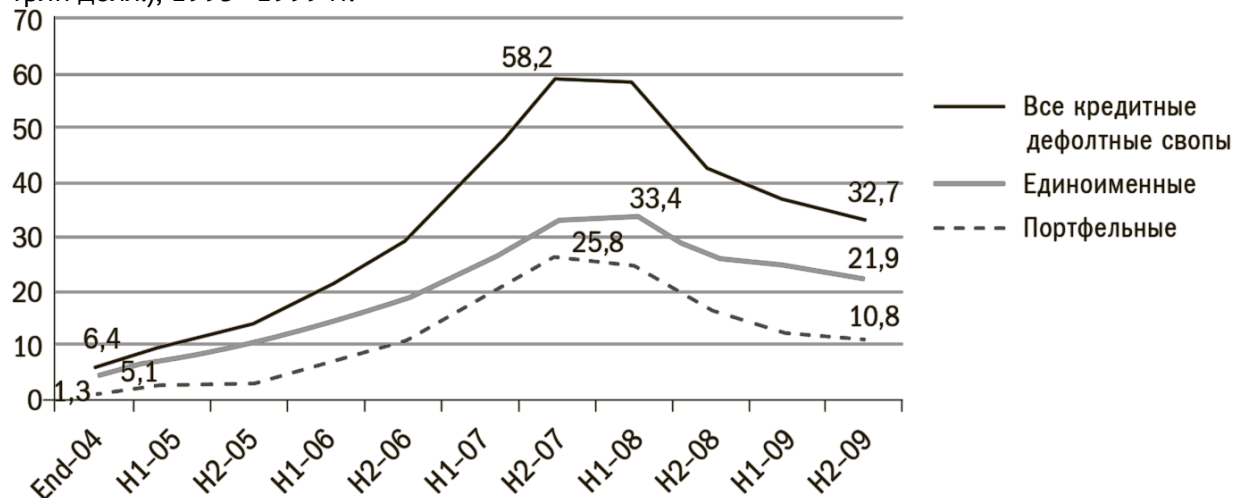
От CCorp оставалась лишь тень былой славы. Да, центральный контрагент с гордостью носил звание «древнейшей независимой клиринговой палаты по деривативам в мире» и утверждал, будто «обладает уникальной возможностью предоставлять наиболее инновационные и ориентированные на клиента клиринговые услуги по внебиржевым и биржевым деривативам», но бывшая BOTCC осуществляла клиринг лишь для немногих мелких клиентов, например Чикагской климатической биржи (CCFE). Число служащих в офисе, расположенном в деловом центре Чикаго, сократилось примерно до сорока.

14.7. Центральный контрагент по кредитным деривативам?

Объявление CCoop об изменениях в структуре собственности сулило также расширение ассортимента, который должен был «включать централизованный клиринг для ряда внебиржевых деривативов». Начать предполагалось «в первые месяцы 2008 года» с рынка кредитных дефолтных свопов. И давно было пора.

Годы «великой умеренности» завершились летом 2007-го. В июне два хедж-фонда, управляемые Bear Stearns, объявили о затруднениях с внесением маржи по приобретенным ими ранее обязательствам, обеспеченным ипотекой. В июле 1KB, специализированный немецкий кредитор, признал, что ему грозят большие убытки по рискованным займам под недвижимость, и его пришлось спасать.

Рисунок 14.2. Рынок кредитных дефолтных свопов (номинальные незакрытые позиции, трлн долл.), 1995–1999 гг.



Источник: полугодичные отчеты Банка международных расчетов по внебиржевым деривативам.

В августе французский банк BNP Paribas заморозил погашение ценных бумаг трех своих фондов, вынудив Европейский центральный банк к массивным вливаниям ликвидности в рынки

однодневных кредитов. За этой первой антикризисной акцией центрального банка последовали и другие: банк отчаянно боролся с ухудшением условий кредитования во всех развитых странах. В сентябре в Великобритании впервые с 1860-х годов произошло массовое изъятие вкладов из банка, когда срочная финансовая помощь Банка Англии не успокоила клиентов Northern Rock, ипотечного кредитора, который не мог далее финансировать свой бизнес через оптовые рынки.

Финансовая неразбериха лета 2007 года в значительной степени подорвала достигнутые успехи по преодолению задержек при проведении сделок по кредитным деривативам. Патрик Паркинсон, высокопоставленный чиновник дирекции Федерального резерва, впоследствии докладывал Конгрессу: «Задержки при проведении сделок с кредитными дефолтными свопами выросли за период с июня по август 2007 года почти впятеро»¹⁸. Рис. 14.2 отображает, как взлетели в то время номинальные суммы незакрытых сделок с кредитными дефолтными свопами.

Кредитный кризис заставил банкиров, регулирующие органы и политиков обратить внимание также на проблему риска неисполнения обязательств. Регуляторы всерьез обеспокоились взаимосвязями между рынками внебиржевых деривативов: низкая доходность этих бумаг и основанные на компьютерных технологиях финансовые инновации последних лет привели к появлению огромного количества сложных контрактов, и эти контракты проникли в портфолио институциональных инвесторов всего мира. Бросалась в глаза сложнейшая сеть позиций по кредитным дефолтным свопам между множеством двусторонних контрагентов – к этому привела тенденция среди участников рынка вместо закрытия уже существующих позиций (это было на порядок сложнее) открывать новые встречные позиции с другими контрагентами.

Намеченный на первые месяцы 2008 года запуск нового клирингового продукта CCorp по кредитным дефолтным свопам так и не состоялся. В результате усилились подозрения, что в этой

отсрочке виноват инвестиционный банк, который играл ведущую роль в консорциуме владельцев, поскольку отсутствие центрального контрагента CCorp по кредитным дериватам позволяло играть на разнице между ценой спроса и ценой предложения. Также оставался открытым вопрос, будет ли CCorp в новом своем обличье предоставлять услуги центрального контрагента по кредитным дефолтным свопам более широкому спектру клиентов, а не только узкому кругу владельцев CCorp.

Тем временем и круг потенциальных клиентов, и даже количество владельцев CCorp начали сокращаться. В выходные дни 15–16 марта 2008 года Нью-Йоркский федеральный резерв вынужден был осуществить срочную продажу банка Bear Stearns по демпинговой цене корпорации JPMorgan Chase. Нельзя было допустить крах Bear Stearns – он являлся контрагентом сотен, если не тысяч, компаний. Огромное количество взаимосвязей превращало банкротство Bear Stearns в угрозу для всей финансовой системы. Проблема возникла не только в связи с долговыми обязательствами Bear Stearns, но и в связи с долговыми обязательствами других компаний по отношению к Bear Stearns: если бы банку позволили обанкротиться, это спровоцировало бы цепочку дефолтов по всем финансовым рынкам.

Накануне рокового для Bear Stearns выходного американские регулирующие органы по-прежнему не считали центральных контрагентов решением проблемы кредитных деривативов¹⁸, и когда ведущие участники внебиржевого рынка 27 марта 2008 года представили Федеральному резерву список своих обязательств, там также не упоминалось создание центрального контрагента для кредитных дефолтных свопов.

Однако несколько недель спустя Нью-Йоркский федеральный резерв созвал ведущих внебиржевых дилеров, инвесторов и американские, а также иностранные контролирующие органы для пересмотра стратегии и преодоления изъянов операционной инфраструктуры внебиржевого рынка, и тогда в повестке дня

появился центральный контрагент. На встрече 9 июня 2008 года был согласован ряд мер, в том числе «создание центрального контрагента для кредитных дефолтных свопов, который при надлежащем управлении рисками будет способствовать снижению системных рисков»²⁰.

Принятое 9 июня решение главным образом исходило от Тимоти Гайтнера, президента и CEO Нью-Йоркского федерального резерва. В тот же день он пообещал Экономическому клубу Нью-Йорка, что новая инфраструктура «повысит способность системы справляться с последствиями краха крупных институтов»²¹.

Семь недель спустя, 31 июня, Группа операционного управления деятельностью внебиржевых дилеров и фирм-покупателей (OMG), представители которых присутствовали на встрече 9 июня, обязалась «создать и начать использовать центрального контрагента для сделок по индексам на кредитные дефолтные свопы к 31 декабря 2008 года». Центральный контрагент должен был подчиняться введенным CPSS – IOSCO стандартам управления рисками. Распространение деятельности центрального контрагента также на другие продукты планировалось согласно письменным обязательствам с 2009 года²².

Тем временем CCorp продвинулась в создании центрального контрагента по кредитным дефолтным свопам. В мае 2008 года CCorp и DTCC подписали соглашение об использовании в деятельности CCorp принадлежащего DTCC хранилища торговой информации, в первую очередь для того, чтобы обе стороны имели возможность заменять двусторонние соглашения по кредитным дефолтным свопам сделками, гарантированными центральным контрагентом CCorp²³.

В июле 2008 года, отчитываясь перед Сенатом США о подготовке к проведению клиринга по кредитным деривативам, CCorp сообщила, что ведет переговоры о регистрации будущего центрального контрагента по кредитным дефолтным свопам

в качестве целевого траста с ограниченной ответственностью, который будет подчиняться Нью-Йоркскому федеральному резерву. В документе говорилось, что центральный контрагент CCorp по кредитным дефолтным свопам намерен обслуживать и акционеров компании, и других участников рынка, если те будут соответствовать определенным критериям, а именно: минимальная капитализация должна составлять не менее 5 млрд долл., долгосрочный кредитный рейтинг Standard & Poors не ниже «А»; опыт работы с кредитными дефолтными свопами, включая открытые позиции на сумму не менее 500 млрд долл.; подтвержденный опыт в сфере управления рисками и членство в отраслевых организациях, занимающихся кредитными дефолтными свопами, например в ISDA или в Deriv/SERV²⁴.

Многие все еще сомневались, сумеет ли CCorp выполнить взятые на себя обязательства, и летом 2008 года конкуренты предприняли ответный ход в игре за право проводить клиринг по кредитным дефолтным свопам.

В июне ICE за 625 млн долл. приобрела Creditex, междилерского брокера кредитных деривативов, который как раз создавал совместную с Markit, лондонским поставщиком информации, платформу для сжатия портфеля кредитных дефолтных свопов. Поскольку эта платформа позволяла сократить огромную номинальную сумму этих свопов на рынке еще до новации, запуск платформы в августе 2008 года рассматривался как первый шаг к созданию центрального контрагента.

Месяц спустя LIFFE, лондонская биржа фьючерсов и опционов, принадлежащая NYSE Euronext, обнародовала намерение использовать свой сервис по клирингу внебиржевых деривативов на акции – Vclear – для обработки и клиринга кредитных дефолтных свопов в сотрудничестве с LCH.Clearnet. Она собиралась запустить эти услуги в последнем квартале 2008 года и начать с контрактов на основе европейских индексов iTraxx.

Поскольку в США поддержка ФРС была гарантирована CCoop, Eurex Clearing нацелилась завоевать Европу: в первой половине 2009 года она планировала начать проводить клиринг по кредитным дефолтным свопам и таким образом «дополнить новые инициативы США решением для Европы»²⁵.

В том же июле чикагская CME Group пообещала с сентября начать проводить клиринг процентных свопов. Это вселило надежду, что группа займется также и клирингом кредитных деривативов.

На фоне общего волнения забывалось, насколько сложен данный клиринг. Но в августе Джеральд Корриган вновь напомнил деловому миру несколько неприятных истин.

Корриган возобновил в апреле 2008 года встречи Группы по вопросам политики управления рисками контрагентов (CRMPG III) с целью продумать меры, с помощью которых частный сектор мог бы снизить вероятность повторения кредитного кризиса, случившегося летом прошлого года. Среди множества выработанных группой рекомендаций прозвучал и призыв «срочно создать клиринговую корпорацию, которая начала бы проводить клиринг кредитных дефолтных свопов уже в IV квартале 2008 года»²⁶.

Цель, как признавал и сам Корриган, была «крайне амбициозная». Из доклада CRMPG III очевидно, почему это так. Кратко перечислив преимущества «надежного центрального контрагента» по кредитным дефолтным свопам, авторы доклада подчеркивают, что «убедиться в надежности центрального контрагента и в том, что этот орган реально способствует снижению рисков, а не создает видимость такой деятельности, крайне сложно».

Чтобы работать эффективно:

- Центральный контрагент должен взаимодействовать только с надежными и солидными контрагентами, то есть установить «жесткие финансовые стандарты участия».

- Для проведения клиринга по кредитным дефолтным свопам центральному контрагенту потребуется обеспечить «достаточно прозрачную информацию в конце каждого рабочего дня о цене

на весь портфель свопов, по которому был проведен клиринг», чтобы определить адекватный размер маржи и гарантийного фонда.

– Определение адекватного размера маржи и структуры гарантийного фонда являлось, пожалуй, «наиболее сложной проблемой для центрального контрагента по кредитным дериватам». Участникам центрального контрагента может потребоваться внести дополнительные средства, если маржа и гарантийный фонд окажутся недостаточными для покрытия убытков в случае дефолта кого-либо из участников клиринга.

– Любому центральному контрагенту по кредитным дефолтным свопам необходима поддержка регулирующих органов, и он должен соответствовать рекомендациям CPSS – IOSCO. Для этого «понадобится взаимодействие с различными регулируемыми органами: не только теми, которые контролируют самого центрального контрагента, но и теми, в ведении которых находятся участники клиринга».

Хотя CRMPG III «настойчиво» рекомендовала срочно организовать центрального контрагента, эти требования и препятствия казались достаточно внушительными. Центральный контрагент по кредитным дефолтным свопам был шагом в неизвестное.

С другой стороны, когда через несколько недель власти США допустили банкротство Lehman Brothers, в неизвестность обрушилась вся мировая финансовая система. Прежде чем обратиться в части V к более отдаленным последствиям этого краха, в следующих трех главах мы рассмотрим судьбу клиринга в Европе в первое десятилетие XXI века.

15. Международный клиринг в Европе

15.1. Центральный контрагент по сделкам с акциями

Насколько фьючерсные рынки и центральные контрагенты в США на рубеже столетий созрели для перемен, настолько же в Европе уже устали ждать распространения клиринга с участием центрального контрагента на рынках акций.

В Старом Свете не имелось ничего похожего на американскую NSCC, которая осуществляла клиринг практически по всем сделкам с акциями и облигациями в масштабах континента. Перегруппировка клиринговых и расчетных инфраструктур в Европе в 1990-х годах практически не ускорила распространение клиринга акций и не решила проблемы высокой стоимости и сложности клиринга международных сделок. Клиринг с участием центрального контрагента по сделкам с акциями в Европе так и не получил широкого распространения.

После того как Жан-Франсуа Теодор в 1990-х годах реорганизовал французские финансовые рынки, Парижская фондовая биржа получила ведущего европейского центрального контрагента по сделкам с акциями. Две менее крупные фондовые биржи – Амстердамская и Брюссельская – к концу 1990-х также стали предлагать услуги центрального контрагента при клиринге акций, а LCH в сентябре 1995 года начала проводить клиринг для Tradepoint, небольшой лондонской электронной фондовой биржи.

Бельгия включила центральных контрагентов в цепочку между трейдинговыми и расчетными инфраструктурами, взяв на вооружение к концу 1990-х вертикально интегрированную модель. Несколькими годами ранее Амстердамская фондовая биржа образовала филиал – Effectenclearing BV, выступавший в качестве контрагента покупателей и продавцов государственных ценных бумаг корпоративных облигаций и акций, которые торговались

на этой бирже. Effectenclearing ежедневно проводил неттинг позиций при расчетах в Necigef, центральном голландском депозитарии ценных бумаг. На случай, если контрагент не мог выполнить свои обязательства, фондовая биржа располагала гарантийным фондом, обеспечивавшим платежи и поставки¹.

В других трейдинговых центрах Европы, где расчетные системы по ценным бумагам принадлежали банкам, клиринг акций не находил достаточной поддержки. Это происходило потому, что центральные контрагенты, осуществляя неттинг расчетов, сокращали поток транзакций через центральные депозитарии ценных бумаг и снижали комиссионные банков, принимающих ценности на хранение.

Deutscher Kassenverein, немецкий депозитарий ценных бумаг, принадлежал банкам, пока не вошел в 1992 году в группу Deutsche Börse. Однако и после того как депозитарий прошел реструктуризацию и стал с 1997 года называться Deutsche Börse Clearing, банки оставались, пусть опосредованно, его владельцами, поскольку им принадлежало 90 % немецкой биржи. Статус-кво сохранялся вплоть до акционирования биржевой группы в 2001 году. Характерно, что в Германии в 1990-е годы не предпринималось никаких шагов для создания центрального контрагента, который взялся бы за клиринг акций. В Скандинавии система, при которой расчетными инфраструктурами владели банки, также тормозила развитие центральных контрагентов.

Однако конец XX века был ознаменован возникновением нескольких факторов, повысивших привлекательность клиринга акций в Европе:

- Центральные контрагенты идеально подходили для электронного трейдинга. Будучи привязаны к электронным системам, они облегчали сохранение анонимности при посттрейдинговых операциях и таким образом защищали цены и позиции индивидуальных трейдеров, которые пользовались услугами бирж и других подлежащих регулированию платформ.

– Хотя неттинг снижал комиссионные банков, сокращение количества сделок позволяло центральным депозитариям ценных бумаг проводить расчеты по большему количеству сделок, не увеличивая свои ресурсы. Клиентам неттинг позволял снизить комиссионные расходы и затраты на бэк-офис, а трейдинговым платформам, использовавшим услуги центрального контрагента, помогал нарастить ликвидность.

– Центральные контрагенты также позволяли снизить объемы достаточного капитала, необходимого трейдерам для обеспечения их деятельности. Снижение риска неисполнения обязательств также способствовало распространению международного трейдинга в масштабах континента.

Европейские центральные контрагенты создали эффективную систему клиринговых и неттинговых услуг для национальных рынков, однако инфраструктура международного трейдинга оставалась фрагментарной и дорогостоящей. Введение с 1 января 1999 года евро как валюты для оптовых сделок побудило операторов бирж и провайдеров инфраструктурных услуг начать мыслить уже в масштабах континента.

Задумавшись над такой перспективой, европейцы, естественно, обратились к американскому опыту: комиссионные NSCC, клирингового подразделения DTCC, были примерно в десять раз ниже стоимости европейских международных сделок².

15.2. Clearnet: первый международный центральный контрагент Европы

Появление евро обострило споры между операторами и клиентами бирж и рыночных инфраструктур о путях дальнейшего развития, в том числе о возможностях международного сотрудничества, каналов связи, слияний и даже о перспективе создания единого европейского центрального контрагента.

Заявленный в мае 1999 года проект слияния французского и немецкого центральных депозитариев ценных бумаг с люксембургской Cedel, принадлежавшей пользователям, возник из совокупности встреч, переговоров и дискуссий между европейскими биржами, депозитариями и центральными контрагентами как до, так и после введения евро 1 января 1999 года. Проект трехсторонней «европейской клиринговой палаты» подтолкнул и других провайдеров инфраструктурных услуг выступить с не менее амбициозными планами.

Летом 1999 года Брюссельская и Амстердамская фондовые биржи обсуждали возможности альянса с Лондонской клиринговой палатой и брюссельской Euroclear, еще одним европейским ISCD и давним соперником Cedel. Предполагалось перенести технологии бельгийской и голландской бирж по неттингу акций на LCH и связать центрального контрагента, который возникнет в результате этого партнерства, с расчетной инфраструктурой Euroclear. План не получил развития, но контакты двух бирж принесли свою выгоду, когда летом того же 1999 года трехстороннее соглашение немецких, французских и люксембургских провайдеров расчетных услуг стало давать сбои.

Французская сторона все более разочаровывалась в ходе переговоров по созданию общеевропейской клиринговой палаты. Проблема была вызвана позицией Deutsche Börse по отношению к Clearnet, подразделению парижской биржевой группы, предоставлявшему услуги неттинга и центрального контрагента.

С точки зрения французов, Clearnet наряду с французским Sicoval представлял собой ценное вложение их стороны в общий проект. По их мнению, именно благодаря Clearnet Франция могла претендовать на треть доли в запланированном совместном предприятии как равный партнер Cedel и Deutsche Börse Clearing.

Вернер Зейферт, глава Deutsche Börse, считал, что французский центральный контрагент здесь не нужен. В ту пору Зейферт был уверен, что будущее расчетной индустрии за расчетами в режиме

реального времени и таким образом центральный контрагент, проводящий неттинг только в конце рабочего дня, вскоре станет лишним. Еще одним препятствием к объединению стал тот факт, что 90 % Deutsche Börse принадлежали банкам: первичное размещение акций немецкой биржевой группы, позволившее банкам продать свою долю в Deutsche Börse, еще только намечалось.

Исходя из этих соображений, Зейферт оценивал вклад французской стороны в планируемое совместное предприятие менее чем в 30 %, и, в то время как переговоры между Deutsche Börse Clearing и Cedel продвигались вполне успешно, переговоры с Sicovam начали буксовать. Французский провайдер неттинга начал задумывался, не выбрать ли ему союз с Euroclear. К ноябрю 1999 года французы готовы были сойти на берег.

Оливье Лефевр, глава Брюссельской биржи, уловив разочарование Sicovam в планах трехстороннего слияния, уговорил своего амстердамского коллегу Георга Мюллера поехать 18 ноября 1999 года в Париж и побеседовать с Теодором, президентом и CEO Парижской биржи, а также руководителем Sicovam и Clearnet.

За обедом в отеле «Крийон» руководители трех бирж заключили принципиальное соглашение об объединении неттинга акций в Clearnet и о том, чтобы связать получившегося в результате центрального контрагента с Euroclear для предоставления расчетных услуг.

Бельгийская и Амстердамская биржи прекратили переговоры с LCH о создании центрального контрагента. Через четыре дня после встречи в отеле «Крийон» Sicovam вышел из трехсторонних переговоров с Cedel и Deutsche Börse. День спустя Sicovam и Clearnet обнародовали соглашение с Euroclear.

После выхода французов из проекта Deutsche Börse Clearing и Cedel ничего не оставалось, кроме как объединить расчетную деятельность, но уже без участия Sicovam и Clearnet. В январе 2000 года Deutsche Börse и банки, а также брокерские фирмы, владельцы Cedel, стали проводить расчеты по сделкам с ценными

бумагами через принадлежавшую им в равных долях дочернюю компанию, названную Clearstream International.

Тем временем французская, бельгийская и голландская биржи развивали проект международного центрального контрагента и в начале февраля 2000 года решили, что им также имеет смысл объединить свои трейдинговые операции. «Убедившись, что мы смогли решить проблемы, связанные с клирингом, переведя весь наш клиринговый бизнес в Clearnet, мы задумались о слиянии, поскольку трейдинговые проблемы намного проще решаются, чем те, что связаны с клирингом», – пояснял впоследствии Теодор³.

Лефевр, Меллер и Теодор воспользовались новыми возможностями, которые открылись после введения евро, и осуществили «горизонтальную» интеграцию своих рыночных инфраструктур на территории трех государств – членов ЕС.

В дальнейшем Оливье Лефевр пояснял:

В большинстве европейских стран, за исключением Великобритании и Франции, где ситуация была неоднородной, наблюдалась общая тенденция к формированию национальных вертикальных структур: биржи объединялись не только с биржами деривативов, но и с клиринговыми палатами и расчетными системами. Этим я и занимался в Бельгии в 1997–1998 годах.

Если рассматривать рынки в национальной перспективе, возникает желание добиться эффективной сквозной обработки транзакций и идеального взаимодействия на уровне трейдинга и расчетов. Когда же на рынки смотришь с «континентальной» точки зрения, понимаешь, что, осуществляя международное слияние в пределах одного уровня и увеличивая размах экономической деятельности, можно получить куда бóльшие выгоды, чем от создания вертикально интегрированных систем. Взять хотя бы IT: создав вертикально интегрированную систему, можно получить кое-какую выгоду от лучшей

организации баз данных, но в целом применение этих баз остается узкоспецифическим для каждого вида функций. Только горизонтальные объединения позволяют развивать полномасштабную экономику»⁴.

20 марта 2000 года руководители трех бирж заявили о намерении объединить Парижскую, Амстердамскую и Брюссельскую фондовые биржи и создать многонациональную биржу Euronext. Четыре дня спустя увенчались предварительным успехом другие переговоры, в результате которых Euroclear приняла решение поглотить Sicovam: французский центральный депозитарий становился частью усложнившейся расчетной группы с ICSD в Брюсселе. В результате этого соглашения Euroclear получала опцион на 20 % акций Clearnet.

Эти переговоры принесли дополнительные результаты в сентябре 2000 года: в итоге изменилась структура трейдинга, клиринга и расчетов во Франции, Бельгии, Голландии, Германии и Люксембурге.

Euroclear подписала меморандум о взаимопонимании касательно окончательного поглощения бельгийского и голландского центральных депозитариев, а также соглашение о слиянии с Sicovam. О создании Euronext было официально объявлено 22 сентября; владельцы всех трех участвующих в соглашении бирж поместили свои акции в одну и ту же голландскую холдинговую компанию Euronext NV.

Clearnet, международный центральный контрагент, состоящий из французского, бельгийского и голландского компонента, вошел в состав биржевой группы Euronext не в качестве подразделения, а скорее как филиал, что давало ему бóльшую свободу операций. В долгосрочной перспективе предполагалось предоставление части капитала Clearnet клиентам, а также Euroclear⁵. Клиринговая палата уже пользовалась некоторой независимостью: она осуществляла неттинг и предоставляла услуги центрального контрагента компаниям за пределами группы Euronext, в том числе проводила

клиринг по сделкам с облигациями и РЕПО для междилерских брокеров и электронных платформ трейдинга, чьи сделки направлялись центральному контрагенту через «выделенные каналы Clearnet»⁶.

Группа Euroclear подверглась радикальной трансформации: в дополнение к своему основному бизнесу международного центрального депозитария она получила несколько национальных центральных депозитариев и была выбрана Euronext в качестве «предпочтительного партнера» по расчетным услугам. Предполагалось, что такой статус будет способствовать распространению автоматизированной обработки сделок, но при этом он не подразумевал эксклюзивных отношений Euronext с провайдерами расчетных услуг.

Для полного осуществления проекта Euronext предстояло еще многое сделать, но появление многонациональной, интегрированной, одновалютной фондовой, товарной и деривативной биржевой группы с горизонтальной системой клиринга и расчетов означало решительный отход от традиционной практики. Осуществивший это чудо Теодор прославился в европейском фондовом секторе как новатор-провидец.

Clearstream International, которой в равных долях владели два партнера, также могла бы стать основой горизонтально структурированной расчетной группы, но Зейферт, как уже не раз подчеркивалось, придерживался иных взглядов. В июле 2002 года, после двух с половиной лет внутренней борьбы в Clearstream, группа Deutsche Börse добилась полного контроля над компанией, превратив ее в расчетное подразделение внутри вертикально интегрированной структуры, включавшей в себя трейдинг, клиринг и расчеты.

15.3. LCH и Clearnet подумывают о брачных узлах

Одним из долгосрочных последствий корпоративных перестроек, которые привели в 1999–2000 годах к появлению Euronext и Clearstream, стало разделение европейских провайдеров клиринга и расчетов на горизонтальные и вертикальные структуры. Это обстоятельство ускорило консолидацию финансовых инфраструктур Европы.

Однако какое-то время Вернер Зейферт в Deutsche Börse и Жан-Франсуа Теодор в Euronext могли почитать на лаврах.

Группа Deutsche Börse столкнулась с проблемами, занявшись под конец 1998 года развитием новой технологической платформы. Зейферту сделка с Cedel сулила приобретение новых технологий и вероятные преимущества от выросшего объема бизнеса. Создание Euronext восстановило репутацию Теодора как великого стратега, пострадавшую после того, как он не сумел включить Sicom в трехстороннее соглашение с Deutsche Börse Clearing и Cedel. С этой позиции Теодор смог взять на себя инициативу в дальнейшей консолидации рыночных инфраструктур Европы.

Меньшие по размеру фондовые биржи – Брюссельская и Амстердамская – тоже пожинали плоды этого союза. Объединив технологии центрального контрагента и создав связи с более крупным партнером, они также выиграли от увеличения объема бизнеса. Амстердамская биржа рассчитывала на экономию в результате замены своих устаревших IT-платформ на современные, используемые в Париже.

Что касается Clearnet, то в процессе консолидации наступил черед для следующего, гигантского шага: 4 апреля 2000 года, всего за две недели до «рождения» Euronext, Clearnet и LCH анонсировали «стратегическую инициативу» по созданию консолидированной европейской клиринговой палаты, которая должна была стать «крупнейшим центральным контрагентом Европы для рынков

капитала, энергии и товаров, акций и деривативов, торгуемых как на регулируемых биржах, так и на внебиржевом рынке»⁷.

По словам Дэвида Харди, тогдашнего главы LCH, дискуссия «продолжалась еще какое-то время» после первого разговора с Теодором осенью в Бюргенштоке⁸. Инициатива, единодушно одобренная обоими советами директоров, предусматривала запуск совместного предприятия в начале 2001 года и «затем как можно скорее» – полное слияние. Обе стороны рассчитывали достичь к июлю 2000 года официального соглашения по созданию совместного предприятия, а к третьему кварталу 2001-го провести слияние.

Предполагалось создать консолидированную клиринговую палату, «которой бы управляли пользователи, независимую от биржи и расчетных систем и открытую для всех рынков, систем и пользователей, нуждающихся в клиринговых услугах». Эта палата пользовалась бы единым набором клиринговых и неттинговых систем, основанных на технологии Clearing 21, – Clearnet приобрела эту технологию в результате трансатлантического обмена 1997 года.

Неттинг и управление позициями предполагалось осуществлять в соответствии с английским или французским законодательством, «в зависимости от того, какую юрисдикцию выберет рынок, и независимо от местонахождения трейдинговой площадки». Разработчики этого плана надеялись, что со временем в него можно будет включить и другие юрисдикции.

Консолидированная клиринговая палата должна быть открыта к сотрудничеству с другими клиринговыми палатами Европы. Объединение задумывалось в рамках уже происходившей консолидации европейских бирж и расчетных систем по ценным бумагам.

Теодор заявлял, что альянс LCH и Clearnet охватит 70 % европейского рынка и таким образом «задаст стандарт европейского клиринга»⁹.

Но эти прекрасные надежды и высокие амбиции весьма скоро остыли. Euronext и LCH могли сколько угодно строить честолюбивые планы, однако у руководства фондовых бирж Франкфурта и Лондона было свое видение ситуации. 3 мая 2000 года LSE и Deutsche Börse заявили о намерении заключить равноправное партнерство и создать «мегабиржу» под названием iX.

Euronext надеялась стать крупнейшей биржей континентальной Европы с общим рыночным капиталом 2380 млрд евро, на которой будут торговаться более чем 1300 компаний. Это был бы главный европейский рынок акций и опционов на индексы. Мегабиржа iX уничтожила эти надежды в зародыше. Она сама стала третьей по размеру фондовой биржей мира, где заключалось 53 % от общего объема европейских сделок с акциями.

Возглавляемая Зейфертом новая биржа со штаб-квартирой в Лондоне вознамерилась также заключить альянс с нью-йоркской NASDAQ. Ей должно было достаться более 80 % сделок по акциям европейских высокотехнологических компаний, и она стала бы «крупнейшим быстрорастущим всеевропейским рынком», а также самым большим европейским рынком акций и самым большим в мире рынком деривативов. Уже набравший скорость крах доткомов никак не принимался во внимание при столь амбициозных заявлениях.

Планы создателей iX предусматривали наличие в ее структуре центрального контрагента, однако вопрос о том, какая компания возьмет на себя эту роль, оставался открытым. LCH уже заключила договор с LSE, в соответствии с которым должна была начать предоставлять ей услуги центрального контрагента с 2001 года. Немецкая сторона предпочитала Eurex Clearing, но Eurex на тот момент занималась только клирингом деривативов.

Инфраструктурные провайдеры обеих бирж должны были как-то реагировать на изменение условий функционирования. Clearstream и CREST, британский центральный депозитарий, тут же пообещали работать совместно, «предоставляя услуги для европейских рынков

ценных бумаг». В начале лета 2000 года LCH и Eurex Clearing начали переговоры о создании совместного центрального контрагента для клиринга деривативов, свопов и инструментов рынка капитала.

Затея с iX прожила недолго. Она рухнула в начале сентября 2000 года – LSE прервала переговоры. Официальной причиной такого решения стало более выгодное предложение скандинавской группы OM, однако в действительности iX не устояла перед натиском оппозиции в лондонском Сити.

Но гибель iX уже не могла помешать набравшему размах проекту совместного предприятия Clearnet и LCH. Харди вспоминает, как осенью 2000 года Теодор говорил ему, что приоритетным для него является проект Euronext, а переговоры между Clearnet и LCH могут подождать¹⁰. К тому времени Харди уже вовсю хлопотал о европейской консолидации, и, несмотря на провал iX, переговоры между LCH и Eurex продолжались вплоть до декабря, когда их пришлось приостановить в связи с несколько задержавшимся первичным размещением акций Deutsche Börse (дату перенесли на февраль 2001 года).

Clearnet возобновила свои усилия по интеграции бельгийского и голландского центральных контрагентов в более крупную клиринговую палату Франции. 1 февраля 2001 года деятельность брюссельского и амстердамского центральных контрагентов по акциям, а также амстердамской клиринговой палаты опционов¹¹ «была перенесена в Clearnet, который стал единственной клиринговой палатой и единственным центральным контрагентом почти для всех рынков Euronext в Амстердаме, Брюсселе и Париже»¹².

Клиринговый бизнес Clearnet давал почти 24 % всех доходов Euronext, причем более двух третей от сделок по акциям с оплатой наличными¹³. Компания позиционировала себя как коммерческую, финансово независимую и готовую к партнерским отношениям за пределами группы Euronext. Она спешила сделать Clearing

21 общей клиринговой платформой для всех обслуживаемых ею рынков и постаралась свести в единый устав различные правила членства для трех центральных контрагентов в своем составе.

Однако в реальности создание международной клиринговой палаты оказалось, как вспоминал потом Оливье Лефевр, сложной и трудной задачей:

Я участвовал в синхронизации работы французского, голландского и бельгийского рынков. Оказалось куда труднее согласовать работу инфраструктуры, чем самих рынков, потому что инфраструктура теснее связана с работой банков, а банки отчаянно сопротивлялись изменению привычной для них системы¹⁴.

15.4. Борьба за единого центрального контрагента

Идея объединить LCH и Clearnet и обеспечить консолидированные услуги центрального контрагента в четырех странах пользовалась сильной поддержкой крупных инвестиционных банков Европы. Европейский форум по ценным бумагам (ESF) в составе 24 ведущих клиентов финансовой инфраструктуры горячо одобрил эту меру прежде всего в надежде на сокращение расходов¹⁵.

Форум вырос из Esiug, группы пользователей, сложившейся к 1999 году. Обновленную и переименованную в 1999 году группу лоббирования ныне возглавлял Пен Кент, прежде входивший в руководство Банка Англии.

В Банке Англии Пен Кент трудился с 1961 по 1997 год. Это был волевой и авторитетный человек с «манерами Треднилд-стрит», которые часто недооценивают. Он также разбирался в финансовой инфраструктуре, поскольку участвовал в создании британской расчетной системы по ценным бумагам – CREST, – низкобюджетной, горизонтально интегрированной и принадлежащей пользователям компании. Кент стал первым председателем CREST летом 1996 года.

Со временем Кент обратил внимание на отсутствие в европейском инвестиционном сообществе недорогих центральных контрагентов: в Европе трейдинг обходился в десять раз дороже, чем в США, главным образом из-за дублирования функций и инвестиций в клиринг и в расчеты.

Кент решил «разделить вертикально интегрированные структуры на независимые, автономные горизонтальные уровни» трейдинга, клиринга, неттинга и расчетов, чтобы это был «единый панъевропейский центральный контрагент для всех ценных бумаг», который обеспечил бы «существенную экономию за счет сокращения административных затрат и затрат на управление рисками» и на 80 % сократил бы разрыв в стоимости транзакций между Европой и США¹⁶.

Прежде всего Кент постарался уговорить уже функционирующих провайдеров услуг центрального контрагента всем вместе организовать клиринговую структуру по модели «песочных часов», которая позволила бы каждому участнику фондового рынка сосредоточить клиринг и неттинг в одном месте. В структуре собственности и управления большинство голосов будут принадлежать пользователям. Тарифы будут на уровне расходов – в идеале новая организация представлялась некоммерческой.

Столь амбициозную программу было нелегко осуществить, но Кент верил, что выбрал наиболее подходящий момент. Секьюритизация размывала традиционные границы в трейдинге различных активов, например акций и облигаций. Крупные инвестиционные банки занялись инновациями и стремились повысить эффективность посттрейдинговой деятельности, в том числе управления залогами и ИТ. «Они хотели собрать все воедино и добиться экономии за счет масштаба, – вспоминал позднее Кент¹⁷. – Настала пора инвестировать в клиринг. Нужно было ухватить момент, и вся отрасль оказалась бы в крупном выигрыше».

Кент приступил к реализации своего плана в 2000 году. Он начал с попытки добиться слияния LCH и Clearnet. Он провел неформальные переговоры с LCH, а также, по его словам, «трудные и интересные переговоры с Euronext», которая контролировала Clearnet. Теодор, соглашаясь на слияние с LCH, выставил свои условия. «Теодор хотел что-то иметь за свои деньги», – прокомментировал Кент.

Кое-кто из членов ESF уже терял терпение. В октябре внутренняя группировка крупнейших клиентов собралась для обсуждения имеющихся вариантов. «Группа в поддержку создания центрального контрагента» (CCP-Action Group) при участии Deutsche Bank, Goldman Sachs, Morgan Stanley Dean Witter и UBS Warburg предложила форуму создать собственного центрального контрагента.

В декабре 2000 года CCP-Action Group подготовила проект единого панъевропейского центрального контрагента, которому предстояло преодолеть раздробленность международных клиринговых и платежных систем и сэкономить в ближайшие 2–3 года не менее 500 млн долл., избавив трейдеров от двойных инвестиций¹⁸. Этот проект в значительной степени опирался на исторический опыт США по созданию DTCC. Будущего центрального контрагента предполагалось назвать EuroCCP (впоследствии это имя присвоила себе DTCC).

Не все члены форума отнеслись к идее с энтузиазмом. Европейские провайдеры финансовых услуг восприняли инициативу настороженно: их и без того беспокоили слухи, будто состоящие в CCP-Action Group банки ведут неформальные переговоры с американской DTCC. Появление проекта стало большой победой сторонников единого центрального контрагента, но Кент видел, что осуществление проекта потребует значительных капитальных затрат и решимости заменить действующих провайдеров услуг.

Из уже функционировавших центральных контрагентов только LCH отнеслась к проекту одобрительно: Дэвид Харди считал, что программа ESF действительно ускорит движение к единому центральному контрагенту. Однако ни Euronext, ни Deutsche Börse особого рвения в этом вопросе не проявляли. Немецкая биржевая группа больше была озабочена первичным размещением своих акций, в то время как Euronext утверждала, что для нее первостепенная задача – интегрировать уже существующие компоненты. К тому же она сама собиралась провести акционирование в 2001 году.

Тем временем условия конкуренции менялись в Европе в неблагоприятную для идеи единого европейского центрального контрагента сторону:

– ESF маневрировал на все более «тесном» рынке: одновременно появилось несколько предложений по созданию центрального контрагента для ценных бумаг. В феврале 2001 года LSE вместе

с CRESTCo и LCH открыли при LSE центрального контрагента для ее электронной книги заказов (SETS). На Deutsche Börse началась предварительная подготовка к появлению центрального контрагента по сделкам с акциями под брендом Eurex. В середине 2001 года стало известно о том, что итальянская фондовая биржа Borsa Italiana ведет переговоры с итальянскими банками и брокер-дилерами о создании центрального контрагента для клиринга акций при Клиринговой палате Биржи Италии (CC&G), в которой бирже принадлежало 59 %.

– Европейские банки уже не стремились вкладываться в новые финансовые инфраструктуры, поскольку крах доткомов в 2000 году, а также общее снижение экономической активности в США и других регионах причинили им серьезные убытки.

– Размещение акций Deutsche Börse на фондовой бирже в феврале и IPO Euronext в июле 2001 года стали новым препятствием для появления единого европейского центрального контрагента, принадлежащего пользователям и работающего по себестоимости. Теперь двумя этими биржами владели акционеры, чьи дивиденды отчасти зависели и от доходов по расчетам и клирингу.

Происходили и глобальные изменения в подходе к организации работы центрального контрагента, которые также отодвинули на задний план проект EuroCCP. DTCC отреагировала на заявленное ESF в октябре 2000 года намерение создать единого европейского центрального контрагента «циркулярным посланием» с призывом провести международные дебаты по клирингу.

Зимой 2000–2001 годов идея централизованного международного клиринга получила поддержку Европы, Азии и обеих Америк. В начале февраля на конференции десяти центральных контрагентов в Лондоне был составлен амбициозный, хотя и несколько расплывчатый план «подготовить почву для свободного международного клиринга». Затем международная

группа центральных контрагентов, в которую вошли DTCC, LCH, Clearnet и Eurex, создала ассоциацию CCP12¹⁹ с целью совершенствовать клиринг, неттинг и услуги центрального контрагента во всем мире.

Созданная в июле 2001 года группа CCP12 перебежала дорогу ESF. Несколько дней спустя Кент признал, что «его» банки – к тому времени в ESF состояло около 30 членов – не готовы к инвестициям в единого центрального контрагента. Обнаружились, по словам Кента, «серьезные препятствия юридического, регуляционного и технологического характера, конфликты национальных и коммерческих интересов, которые вместе с откровенной дороговизной проекта не позволяют надеяться на скорое появление единого EuroCCP»²⁰.

Но хотя ESF и отказался от своего плана, предложенная им модель «песочных часов» прижилась. В ближайшие годы к идее единого центрального контрагента возвращались многократно, видя в ней спасение от текущей раздробленности европейских посттрейдинговых инфраструктур. А пока шло обсуждение проекта ESF, среди крупных инвестиционных банков сложилась группа пользователей услугами центрального контрагента, уже откровенно выражавших свое недовольство работой традиционных клиринговых палат Европы.

15.5. LCH и Clearnet наконец-то объединяются

В конце октября 2001 года Жан-Франсуа Теодор провернул дерзкую операцию. Используя средства от первичного размещения акций Euronext, он приобрел LIFFE за 555 млн фунтов наличными и вырвал лондонский рынок деривативов из-под носа у LSE.

Сделка, вступившая в силу с начала 2002 года, вдохнула новую жизнь в давний план слияния LCH и Clearnet. Вместе с LIFFE Euronext получила 17,7 % акций LCH, центрального контрагента лондонского рынка деривативов. У этой же компании оставалось 80 % Clearnet после того, как Euroclear воспользовалась своим опционом и выкупила в январе 2002 года 20 % парижской клиринговой палаты.

Между двумя клиринговыми палатами возобновились переговоры, однако пройдет еще немало времени, прежде чем эти переговоры увенчаются успехом. Лишь 25 июня 2003 года, через три с лишним года после заявления о «стратегической инициативе» по созданию консолидированного центрального контрагента, LCH и Clearnet объявили наконец о скором слиянии.

Объединенная группа LCH.Clearnet должна была стать частью горизонтальной структуры и работать полностью автономно от трейдинговых и расчетных платформ. Ей предстояло стать нейтральным партнером для всех обслуживаемых трейдинговых платформ и «предпочтительным партнером для центральных контрагентов и международных рынков по всему миру»²¹.

Группа собиралась проводить клиринг по сделкам с акциями, деривативами и сырьевыми товарами, торгуемыми на бирже, а также внебиржевыми процентными свопами, облигациями и РЕПО. В некоторых случаях LCH.Clearnet планировала быть центральным контрагентом и для бирж-конкурентов, например проводя клиринг по сделкам с акциями для LSE и virt-x, лондонской электронной

биржи, возникшей в июне 2001 года в результате слияния Tradepoint со швейцарской SWX Group.

LCH и Clearnet обещали в несколько этапов интегрировать свои операции и в итоге предоставить клиентам единый клиринговый интерфейс для различных рынков. Излагая планы объединения, руководство LCH и Clearnet подчеркивало: «Клиентам больше не придется иметь дело с миллионом систем и интерфейсов, и это поможет им сократить расходы».

Одной из основных проблем, которую пришлось решать на переговорах о слиянии, была структура собственности объединенной группы и оценка ее активов. Clearnet была некоммерческой компанией, а Теодор еще в переговорах с ESF по единому центральному контрагенту ясно дал понять, что ждет отдачи от своих вложений. С середины 1990-х годов LCH функционировала как клиринговая палата, принадлежащая пользователям; биржи составляли меньшинство среди акционеров, однако за два-три года до слияния Дэвид Харди стал постепенно ориентировать компанию на прибыль. Но даже с такой оговоркой члены LCH привыкли к скидкам, а клиенты – держатели акций были заинтересованы в низкой цене обслуживания.

Чтобы примирить столь противоречивые интересы, понадобилась сложная цепочка компромиссов. Именно в таких трудных ситуациях раскрывались таланты Теодора. Когда все было улажено, выяснилось, что он добился на удивление выгодных условий для акционеров Euronext.

При слиянии обе компании были оценены в 600 млн евро; таким образом, общая стоимость LCH.Clearnet достигла внушительной суммы в 1,2 млрд. Опубликованный через несколько месяцев годовой отчет и сводная финансовая отчетность LCH.Clearnet Group за 2003 год показали, что Clearnet SA оценили крайне щедро. Материальные активы группы составляли на конец декабря 569,5 млн евро, из которых 503,8 млн приходилось на гудвилл. Это была разница между справедливой стоимостью чистых активов

французского участника партнерства и суммой покупки LCH.Clearnet SA.

45,1 % LCH.Clearnet Group принадлежал биржам (из них у Euronext было 41,5 % акций), еще 45,1 % принадлежал пользователям, а 9,8 % отошли Euroclear. Структура, в которой пользователи и биржи владели равными пакетами, вынудила Euronext продать 7,6 % LCH.Clearnet акционерам-пользователям. Цена в 10 евро за акцию соответствовала высокой оценке материальных активов компании. Без этого шага, реализация которого заняла полгода, Euronext, владея 49,1 % акций, полностью контролировала бы новую компанию.

Пакет Euronext разделили на обыкновенные акции (они составили 24,9 % LCH.Clearnet) и выкупаемые конвертируемые привилегированные акции (на них пришлось 16,6 %). Предполагалось, что при подходящем случае Euronext продаст привилегированные акции и тем самым привлечет в группу новых акционеров с тем условием, что в ближайшие пять лет любой акционер компании (за исключением Euroclear) обязан быть ее пользователем. У Euronext осталось 24,9 % голосов. Также были приняты меры, чтобы впредь ни один акционер и ни одна группа акционеров не смогли контролировать компанию.

Установленная цена акций – 10 евро – в дальнейшем имела неожиданные последствия для LCH.Clearnet: у компании появилась группа акционеров-пользователей, которые ниже этой суммы не согласились бы продать акции. Это означало, что и Euronext захочет как минимум 10 евро за акцию, когда надумает избавиться от части своего пакета.

Пропорциональный состав владельцев отражался и в структуре совета директоров LCH.Clearnet: из 19 членов совета шесть директоров назначалось биржами (четыре из шести – Euronext); еще шесть директоров назначали акционеры-пользователи, двое представляли Euroclear, трое являлись независимыми директорами. Также в совет входили Дэвид Харди, прежде возглавлявший LCH –

теперь он был CEO LCH.Clearnet, – и его заместитель Патрис Рено, ранее исполнительный директор Clearnet. Президентом LCH.Clearnet выбрали Жерара де ла Мартиньера, крупного французского бизнесмена, работавшего в страховом секторе; он входил в совет директоров ряда других компаний. Мартиньер имел некоторый опыт в сфере клиринга, приобретенный в 1980-х годах, когда он проводил слияние Французской срочной биржи (MATIF) с французскими товарными рынками.

Состав совета был продуман с тем расчетом, чтобы устранить опасения, что у Euronext будет слишком большое влияние в новой группе. Кроме того, устав группы особо оговаривал нейтральность руководства и не допускал получения Euronext какой-либо конфиденциальной информации. Члены совета директоров были связаны положениями о конфиденциальности и обязывались учитывать интересы всех участников клиринга и бирж. При конфликте интересов тот или иной директор мог быть отстранен от получения информации и от голосования по данному вопросу.

Уступки Euronext в вопросах владения и управления облегчили брак двух центральных контрагентов, одного – коммерческого, другого – принадлежащего пользователям. Зато и дивиденды LCH.Clearnet распределялись таким образом, чтобы обеспечить Euronext бесперебойный приток доходов.

LCH.Clearnet работала на коммерческой основе и рассчитывала получать начиная с 2006 финансового года не менее 150 млн евро до вычета процентов и налогов (ЕБИТ). Такой порог (он примерно соответствовал 15 %-ной рентабельности после вычета налога) был вполне сравним с 40,9 млн евро ЕБИТ у Clearnet при обороте в 183 млн евро в 2002 году и 33,6 млн евро ЕБИТ при обороте в 299 млн евро у LCH за финансовый год, закончившийся 31 октября 2002 года.

Как только ЕБИТ превысит сумму 150 млн евро, 70 % излишков получают пользователи и 30 % – акционеры LCH.Clearnet. При нормальном ходе вещей не менее 50 % подлежащего

распределению дохода планировалось выплачивать акционерам с одобрения регулирующих органов и после выплаты дивидендов на привилегированные акции Euronext. Дивиденды по привилегированным акциям должны быть не меньше дивидендов по обычным акциям или же рассчитываться по формуле «полугодовая ставка LIBOR для евро плюс 125 базисных пунктов», если это значение окажется выше.

Euronext пользовалась определенными преимуществами, сохранившимися с тех пор, как она владела Clearnet. В частности, LCH.Clearnet SA платила ей ретроцессию, то есть отдавала часть доходов, полученных от проведения клиринга на рынках Euronext. Ретроцессия отражалась на балансе Euronext как доход от трейдинга акций и деривативов. Она значительно повышала стоимость клиринга по сделкам с акциями в Париже. В 2005 году Euronext получила ретроцессию на общую сумму в 46,9 млн евро²².

Euronext получала доход от заключенных с Clearnet договоров в области информационных технологий. Поддержание и развитие программного обеспечения LCH.Clearnet SA – Clearing 21 – было поручено Atos Euronext, совместному предприятию, которым в равных долях владели Euronext и Atos Origin, французская IT-компания. Хотя через несколько месяцев после слияния Дэвид Харди добился снижения стоимости этой услуги, в 2004 году LCH.Clearnet Group заплатила Euronext 11 млн евро за IT-поддержку, а в 2005-м – 8,6 млн евро²³.

Перед слиянием Clearnet выплатила специальный дивиденд в размере 150 млн своим акционерам (Euronext и Euroclear), а LCH предложила своим клиентам специальные скидки на сумму 23,6 млн фунтов.

Эта сделка подтвердила талант Теодора как переговорщика и финансиста. Нельзя сказать, чтобы она устроила всех. LSE опасалась избыточного влияния Euronext в объединенной компании. На июньское заявление о слиянии лондонская биржа отреагировала сдержанным комментарием о том, что «множество вопросов

остались открытыми» и что она будет «добиваться конкретных гарантий в новом договоре с LCH по клиринговым услугам»²⁴.

Отношения между LCH и LSE складывались непросто. LSE не имела доли в LCH. Она совсем недавно присоединилась к списку бирж и трейдинговых платформ, клиринг для которых проводила LCH. В феврале 2001 года LCH создала совместно с CREST центрального контрагента для электронного рынка LSE SETS. Сравнительно мелкие локальные фондовые биржи критиковали этого центрального контрагента за дороговизну. Лишь в июле 2002 года все три компании ввели в качестве опции неттинг расчетов по сделкам, проводимым через SETS.

После прозвучавшего в июне 2003 года заявления о слиянии LCH и Clearnet отношения LCH и Лондонской биржи стали стремительно ухудшаться. Причиной стало решение LCH повысить плату за клиринг голландских акций, торгуемых на лондонской бирже. Клиринг этих акций был согласован до создания LCH.Clearnet: тогда LCH и LSE вместе пытались «увести» часть бизнеса амстердамской биржи Euronext в Лондон. LSE восприняла решение LCH как признак того, что коммерческий континентальный менталитет взял верх еще до того, как слияние с Clearnet было завершено. Повышение цен побудило LSE начать переговоры с другими центральными контрагентами, включая Eurex, и только под конец ноября биржа уладила свои разногласия с LCH.

Слияние LCH и Clearnet завершилось 22 декабря 2003 года. Дэвид Харди приветствовал объединение двух центральных контрагентов как «огромный шаг к интеграции инфраструктур главных европейских рынков». Но то была скорее кульминация, нежели шаг вперед. Горизонтальная интеграция LCH и Clearnet вскоре станет разочарованием для всех заинтересованных сторон.

Прежде чем это стало очевидным, по всей Европе начала распространяться вертикальная интеграция, усугубляя тем самым раздробленность европейских посттрейдинговых инфраструктур.

В марте 2003 года группа Deutsche Börse запустила проект Eurex Clearing AG в качестве центрального контрагента по сделкам с акциями, заключенными через систему Xetra и в торговом зале Франкфуртской фондовой биржи. В мае Borsa Italiana открыла своего центрального контрагента по акциям, которым управляла C&G.

Не таким виделся единый рынок Европы. Законодатели и регулирующие органы обратили внимание на происходящее и вместе с недовольными пользователями европейских посттрейдинговых сервисов стали добиваться перемен, в первую очередь – снижения расходов.

16. Посттрейдинговая политика Европы

16.1. Фрагментарное регулирование: пример LCH.Clearnet

Когда под конец 2003 года LCH и Clearnet подписали договор о слиянии, ситуация с регулированием созданной LCH.Clearnet Group со всей очевидностью продемонстрировала отсутствие в Европе единого рынка посттрейдинговых услуг.

Несмотря на введение в оборот евро с января 1999 года и запуск в том же году Комплекса мероприятий в сфере финансовых услуг, регулирование и надзор за только что сформированной группой осуществляли свыше десятка организаций.

Несмотря на то что новая компания была зарегистрирована в Великобритании как общество с ограниченной ответственностью, главным регулирующим органом являлась Комиссия по банковской деятельности Франции, поскольку LCH.Clearnet Group была финансовой холдинговой компанией, в число филиалов которой входил LCH.Clearnet SA – зарегистрированный во Франции целевой банк с ограниченной ответственностью. Это был единственный кредитный институт группы.

Поскольку SA имел статус банка, к надзору за ним привлекался и французский Комитет по делам кредитных организаций и инвестиционных компаний (CECEI), отвечающий за лицензирование французских банков, а также Центральный банк Франции. Будучи клиринговой палатой, SA находился также в ведении Управления по финансовым рынкам (AMF), органа, регулирующего французские финансовые рынки.

В Великобритании лондонский центральный контрагент группы LCH.Clearnet был зарегистрирован и контролировался аналогом AMF, Управлением по финансовому регулированию и надзору Великобритании (FSA). Центральный контрагент получил статус авторизованной клиринговой палаты. Это означало, что палата

вправе осуществлять клиринг по любым сделкам с любыми инструментами. Регулирующие органы Великобритании исходили при этом из убеждения, что клиринговыми палатами и биржами управляют профессионалы, которым можно предоставить «известную долю свободы и позволить самим определять рыночную политику»¹.

LCH.Clearnet также контролировалась и за пределами ЕС, поскольку в октябре 2001 года она зарегистрировалась в CFTC в Вашингтоне в качестве офшорной уполномоченной клиринговой организации.

Также в число надзорных органов вошли регуляторы из Франции, Бельгии и Голландии, которые объединились в «коллегию»². Изначально это были представители организаций, подписавших в январе 2001 года Меморандум о взаимопонимании после поглощения брюссельского и амстердамского центральных контрагентов Clearnet. В 2003 году коллегия расширилась, в нее вошли две португальские организации, поскольку LCH.Clearnet SA стала центральным контрагентом для португальских рынков Euronext.

В следующие годы коллегия то расширялась, то сокращалась в зависимости от изменений в законодательстве государств – участников по регулированию и надзору. По состоянию на март 2010 года предоставляемые SA услуги подлежали регулированию и надзору со стороны девяти компетентных органов, поскольку Commission bancaire и CECEI вошли в более крупный регулирующий орган – Управление пруденциального надзора (ACP), – осуществляющий надзор за французским банковским и страховым секторами. В мае 2010 года SA получила от британской FSA статус авторизованной иностранной клиринговой палаты, после чего стала также подчиняться и британскому регулятору.

Такая коллекция национальных регулирующих органов как из ЕС, так и из Великобритании, каждый из которых преследовал свои цели

и интересы, оказала существенное влияние на структуру LCH.Clearnet Group.

В апреле 2000 года LCH и Clearnet объявили о намерении создать консолидированную европейскую клиринговую палату. Но идею единого центрального контрагента с единым юридическим статусом заблокировали французские и британские законодатели. Вместо этого группе пришлось создать французский и британский филиалы, подчинявшиеся разным законодательствам с отдельными советами директоров.

И хотя в 2005 году французский, голландский, бельгийский и португальский центральные банки и регулирующие органы соответствующих финансовых рынков подписали со своими британскими коллегами еще один Меморандум о намерениях с целью наладить сотрудничество в сфере регулирования LCH.Clearnet Group³, на момент слияния LCH и Clearnet только Европейский центральный банк (ЕЦБ) разработал хоть какое-то руководство по регулированию центрального контрагента в международном контексте.

В сентябре 2001 года появилась «политическая программа» ЕЦБ по консолидации центрального контрагента. Она была опубликована от имени Eurosystem, куда входили ЕЦБ и национальные центральные банки зоны единой валюты. Но эта программа скорее ужесточала, чем смягчала национальные различия, жертвой которых оказывалась любая компания, пытавшаяся осуществлять клиринг внутри еврозоны и за ее пределами.

ЕЦБ был вполне предсказуемо обеспокоен опасностью, что консолидация центральных контрагентов в регионе «может нарушить четкое осуществление монетарной политики, работу платежных и расчетных систем и в целом стабильность финансового рынка»⁴.

Банк обратил внимание на растущую потребность в клиринге с участием центрального контрагента в связи с введением евро. Европейский форум по ценным бумагам также поддерживал

идею единого мультивалютного центрального контрагента, который мог бы работать с широким спектром продуктов. Программа ЕСВ отражала традиционную озабоченность центрального банка основным вопросом: сможет ли такой центральный контрагент обеспечить эффективное управление рисками.

По мнению ЕСВ, движущей силой консолидации должен быть частный сектор, если только не появятся «очевидные признаки того, что рынок не справляется с этой задачей». ЕСВ призывал обеспечить открытый и равный доступ к услугам трейдинга, клиринга и расчетам, чтобы «гарантировать равенство возможностей и не допустить излишнего дробления рыночной ликвидности» вне зависимости от того, о какой структуре идет речь: вертикальной или горизонтальной.

Но кроме этого программа вводила важнейший принцип:

Естественным ареалом распространения для любой «национальной» рыночной инфраструктуры (включая клиринг с участием центрального контрагента) по ценным бумагам и деривативам в евро является зона евро. Учитывая системно значимую роль расчетно-клиринговых услуг, оказывающая их инфраструктурная компания должна физически находиться в еврозоне.

При таком подходе неудивительно, что французские власти требовали от LCH.Clearnet Group сохранить за SA статус самостоятельного парижского филиала, а не включать его в консолидированную структуру: иначе клиринг по сделкам с деноминированными в евро финансовыми инструментами мог в какой-то момент переехать в Лондон.

ЕСВ опубликовал свою программу, когда в ЕС только-только зрело политическое решение о формировании единого рынка посттрейдинговых услуг. Введение международных стандартов управления рисками для центрального контрагента тоже было делом

отдаленного будущего – как в масштабах Европы, так и всего мира. Приоритетной задачей в политике ЕС была поддержка конкурентоспособности европейских финансовых рынков на международной арене в надежде сравняться с США по экономическим показателям. А в Штатах дух времени даже после бума и краха доткомов продолжал благоволить дерегулированию, ведь политики все еще верили, что быстрый рост, низкая инфляция и финансовые инновации в совокупности обеспечат экономическую стабильность.

16.2. Контуры посттрейдинговой политики ЕС

Чересчур сложная структура контроля и регулирования деятельности LCH.Clearnet наглядно свидетельствовала: в ЕС отсутствует политика, направленная на интеграцию посттрейдинговых услуг. Политика в ЕС и в лучшие времена обсуждается долго и мучительно, а на первых этапах новую проблему обычно передают на рассмотрение экспертов из одного или нескольких институтов ЕС.

Еврокомиссия попросту забыла о клиринге и расчетных системах, когда в 1999 году составляла 42 пункта FSAP с целью создать единый рынок финансовых услуг.

Упущение отчасти исправили летом 2000 года: ЕС назначил «совет мудрецов» и поручил ему найти способы облегчить введение еврозаконов, составлявших часть FSAP, и адаптировать эти законы к изменчивым условиям финансового рынка. Совет, возглавляемый Александром Ламфалусси, главой Бельгийского центрального банка в отставке и одним из создателей евро, подготовил для министров финансов стран ЕС два отчета и подробно объяснил, как ускорить принятие финансового законодательства и как его применять⁵.

Второй отчет «мудрецов», опубликованный в феврале 2001 года, стал первым документом ЕС, в котором уделялось внимание фрагментированной инфраструктуре европейского посттрейдинга и намечались шаги к тому, чтобы цена международного трейдинга ценных бумаг снизилась до американского уровня.

И хотя из 109 страниц лишь одна была посвящена необходимости улучшения международных расчетно-клиринговых услуг в Европе, именно этот отчет задал основное направление европейской политики в этом вопросе на последующие годы.

Комитет Ламфалусси считал, что задача реструктуризации систем клиринга и расчетов в Европе ложится главным образом на частный

сектор, однако важна и работа законодателей и политиков, которые должны обратить внимание на следующие вопросы:

- слишком высокая цена международных расчетов и клиринга по сравнению с США;
- проблемы в сфере конкуренции, необходимость свободного, недискриминационного доступа к системам;
- надежность технических связей между центральными депозитариями ценных бумаг и потенциальные пруденциальные последствия появления единого центрального контрагента, если таковой будет создан;
- необходимость решить, подлежат ли клиринговые и расчетные системы учету и контролю по обычным европейским стандартам.

«Мудрецы» побуждали политиков вмешаться «в случае, если со временем выяснится, что частный сектор неспособен сформировать эффективную панъевропейскую систему клиринга и расчетов для ЕС». Совет также настоятельно рекомендовал департаменту Еврокомиссии по конкуренции присмотреться, в полной ли мере соблюдаются законы ЕС о конкуренции в данном секторе.

Группа рекомендовала «детально продумать» нормативно-правовую базу ЕС в сфере клиринга и расчетов. Рассматривалась идея вовлечь в процесс ЕСВ, поскольку клиринг и расчеты заметно отражаются на денежной политике и платежной системе. «Мудрецы» обсудили возможность разделения вопросов, связанных с клирингом, от проблем, касающихся расчетов, поскольку эффективная система клиринга представляет собой «общественное благо».

Эти идеи заняли едва ли 1 % от объема отчета, но тем самым барон Ламфалусси и его коллеги ввели клиринг и расчеты в число обсуждавшихся в ЕС проблем финансовых структур, а другие институты, в том числе сама Еврокомиссия, продолжили эту работу.

Отчет другой группы экспертов стал очередной вехой на пути к формированию единой политики ЕС по клирингу и расчетам⁶.

В этом докладе отмечались искусственные препятствия международному трейдингу акций, из-за которых расходы на трейдинг росли, а создание единого европейского посттрейдингового рынка откладывалось.

Во главе этой группы стоял Альберто Джованнини, итальянский эксперт по финансам, который оказывал помощь Еврокомиссии в качестве председателя «консультативной группы по изучению влияния евро на европейские фондовые рынки». Выпускник Болонского университета, получивший степень доктора экономических наук в Массачусетском технологическом институте, Джованнини занимался и академическими исследованиями, и практикой инвестиционного менеджмента и банковского дела. С 1995 по 1999 год он был старшим советником и стратегом злополучного фонда Long-Term Capital Management. Он также консультировал итальянское правительство, МВФ и Всемирный банк.

Джованнини придавал огромное значение судьбе европейского посттрейдингового сектора. В ноябре 2001 года в первом из двух докладов его группы сказано: «Без преувеличения можно утверждать, что неэффективность клиринга и расчетов стала основным и самым труднопреодолимым препятствием на пути к интеграции финансовых рынков Европы».

Группа Джованнини сосредоточилась главным образом на сфере расчетов. В докладе было выявлено 15 препятствий для объединения, распределенных по трем категориям: различия технических требований и/или сложившихся рыночных практик; различия в национальных процедурах налогообложения и различия в законодательствах. Доклад получил поддержку Фрица Болкештейна, комиссара по вопросам единого рынка ЕС, и генерального директората Еврокомиссии по вопросам единого рынка.

Второй доклад Джованнини в апреле 2003 года намечал стратегию устранения барьеров и замены их техническими стандартами, рыночными нормативами, правилами, системой

контроля и законодательства, которые помогли бы преодолеть раздробленность европейского посттрейдингового сервиса⁷. В докладе предлагалась определенная последовательность мер для устранения барьеров в «жесткие, но реалистичные сроки» – от 27 месяцев до трех лет. Частному сектору поручалось устранение шести барьеров, на государственные органы возлагалась ответственность за остальные девять. Джованнини подчеркивал: успех полностью зависит от сотрудничества между этими двумя сторонами.

Джованнини призывал к созданию системы регулирования и надзора, способной «принудить провайдеров клиринговых и расчетных услуг обеспечивать равный и дешевый доступ, быстро и гибко реагировать на изменения в окружающем мире и устанавливать цены, ненамного превышающие себестоимость оказания услуг».

Доклады комитета Джованнини очертили вполне уже отчетливую стратегию превращения европейского финансового рынка из «хаоса не коррелирующих друг с другом национальных рынков» в «интегрированное целое»⁸. Эти доклады призывали частный сектор озаботиться сближением рыночных практик и технических требований. Прогресс в этой сфере обеспечил бы лучшее взаимодействие национальных систем, предоставив клиентам возможность выбирать место для проведения клиринга и расчетов.

Джованнини прекрасно понимал, что всех проблем ему не решить. Так, выбор системы проведения панъевропейских клиринговых и расчетных операций он оставил на усмотрение заинтересованных компаний. Тем временем два органа ЕС – Европейская система центральных банков (ESCB) и Комитет европейских регуляторов ценных бумаг (CESR), созданный по рекомендациям Ламфалусси, – взялись составить «стандарты и рекомендации» для систем центральных контрагентов и расчетов по ценным бумагам в ЕС.

16.3. Стандарты ESCB – CESR

В октябре 2001 года ЕС приступил к выработке собственных стандартов и рекомендаций для центральных контрагентов и центральных депозитариев.

На первый взгляд, задача составить стандарты ЕС для клиринговых и расчетных организаций могла показаться надуманной. В главе 14 мы уже видели, как группа CPSS – IOSCO билась над разработкой минимальных стандартов международных посттрейдинговых услуг. Чиновники ЕС с головой ушли в работу, и в ноябре 2004 года рекомендации CPSS – IOSCO для центрального контрагента были опубликованы и стали общепринятым во всем мире минимальным стандартом по управлению рисками.

Однако группа ESCB – CESR ставила перед собой цели, выходящие далеко за пределы обеспечения разумного управления рисками. Группа хотела помочь в строительстве единого рынка посттрейдинговых услуг, задав общие условия игры, в рамках которых все компании смогут эффективно функционировать и преодолевать проблемы юридических и законодательных различий между европейскими странами, в том числе в отношениях с регулируемыми органами.

Инициатива ESCB – CESR вскоре натолкнулась на подводные камни и послужила наглядным примером того, как вполне разумный с виду проект может быть загублен неудачной дипломатией в сложном мире европейской политики.

Собрав данные от финансовой индустрии, рабочая группа ESCB и CESR опубликовала в июле 2003 года первый консультационный вариант отчета, в котором выдвинула идею установить более жесткие стандарты ЕС по сравнению с подготавливавшимися в тот момент рекомендациями CPSS – IOSCO.

Доклад вызвал шумный протест. Европарламент возмутился, сочтя предлагаемые ESCB – CESR стандарты покушением на собственные

прерогативы. Хотя этим стандартам не присваивался статус закона ЕС, предполагалось, что «регулирующие и надзорные органы» примут их и добьются применения этих стандартов в отрасли. Не менее сильное сопротивление оказали многие банки, работающие в сфере расчетов по ценным бумагам: им ни к чему было дополнительное бремя регулирования.

В сентябре 2004 года после двух консультаций и двух публичных слушаний рабочая группа ESCB – CESR опубликовала новый вариант, посвященный проблемам банков. Месяц спустя, в октябре, доклад был одобрен управляющим советом Европейского центрального банка, но внедрить эти стандарты не удалось: BaFin, немецкий орган регулирования ценных бумаг, внезапно усомнился в том, что стандарты юридически возможно принять в Германии.

Некоторые регулирующие органы ЕС сочли позицию BaFin скрытым протекционизмом, однако немцы добились своего: работа группы ESCB – CESR была приостановлена, и вплоть до финансового кризиса 2007 года к вопросу о единых стандартах никто не возвращался.

Кризис вновь заставил политиков задуматься над формированием надежных финансовых инфраструктур. В результате в июне 2008 года ESCB и CESR взялись завершить начатое. Был достигнут компромисс: стандарты превращались всего-навсего в рекомендации, причем адресованные исключительно государственным органам. Кроме того, внимание рабочей группы сосредоточивалось лишь на центральных контрагентах и центральных депозитариях, а меры по регулированию деятельности банков рассматривались отдельно.

Опубликованные в мае 2009 года рекомендации ESCB – CESR мало чем отличались от рекомендаций CPSS – IOSCO, на которые индустрия ориентировалась с 2004 года. В рекомендациях ESCB – CESR несколько большее внимание уделялось взаимодействию между центральными контрагентами, подчеркивалась необходимость стресс-теста на случай дефолта одновременно

нескольких участников и отстаивалась важность независимого аудита бизнес-планов⁹.

И все же акцент в рекомендациях ESCB – CESR делался иной, нежели в работе CPSS – IOSCO. Здесь главной целью было «способствовать созданию конкурентоспособных, эффективных, разумных, надежных условий панъевропейской посттрейдинговой системы» и тем самым укрепить рынки ценных бумаг, надежнее защитить инвесторов и снизить системные риски. Ожидалось, что эти рекомендации повысят интегрированность и конкурентоспособность европейских рынков, усилив эффективность международной рыночной инфраструктуры.

Эта, несомненно, достойная цель осуществлялась, однако, с большим трудом. Вопреки постоянным разговорам о панъевропейском рынке судьба рабочей группы ESCB – CESR по выработке стандартов свидетельствует о том, что для национальных органов регулирования различных стран ЕС приоритетом по-прежнему оставались национальные интересы, а отнюдь не общеевропейская безопасность, равные условия игры и конкурентоспособность общеевропейского рынка на мировом уровне.

16.4. Еврокомиссия приближается к принятию законодательства

И Ламфалусси, и Джованнини в своих отчетах указывали на непомерную дороговизну международного клиринга и расчетов в Европе. Хотя точных данных на тот момент еще не собрали, участники рынка и политики видели, насколько цены международного трейдинга в Европе превышают цены на едином американском рынке. Отчасти вину за такую ситуацию возлагали на национальные посттрейдинговые структуры.

В таком контексте в промежутке между первым и вторым отчетом Джованнини Еврокомиссия впервые выступила со своими

соображениями по рынку клиринга и расчетов.

Это коммюнике¹⁰, опубликованное в июне 2002 года, стало первым шагом в процессе, который должен был увенчаться принятием общеевропейского законодательства. Для начала предлагалось устранить указанные Джованнини 15 барьеров и повысить эффективность международного клиринга и расчетов в рамках ЕС; намечалась также программа существенного снижения расценок.

Как и Джованнини, Комиссия не стала определять конкретную форму рыночной инфраструктуры ЕС, но подчеркнула необходимость предоставить равные условия игры всем организациям, вовлеченным в клиринг и систему расчетов, с тем чтобы поощрить открытый доступ ко всем системам.

«Все рынки, провайдеры инфраструктур и участники рынка должны иметь доступ ко всем необходимым системам, независимо от местоположения, – говорилось в коммюнике. – Полная интеграция рынка подразумевает всеобщий, прозрачный, недискриминационный, а главное, эффективный доступ к системам». Здесь же предлагалось «политически поощрять конкуренцию» для усиления остальных мер.

По мнению Комиссии, органы ЕС должны были всячески помогать участникам рынка в создании интегрированной индустрии клиринга и расчетов. В частности, Комиссия задавала вопрос, не должно ли общеевропейское законодательство «предусмотреть общее право доступа и выбора на всех уровнях цепочки трейдинга и расчетов». Говоря об отсутствии единой нормативно-правовой системы, регулирующей деятельность центральных контрагентов, расчетных систем и депозитариев, коммюнике предлагало рассмотреть возможность разработки европейского законодательства, устанавливающего «некие основополагающие принципы», которые могли бы применяться при «аккредитации, надзоре, управлении рисками, проведении дефолта и установлении требований к капиталу для подобных структур». Выразалась надежда, что

общие функциональные определения клиринговой и расчетной деятельности на уровне ЕС также помогут формированию равных условий игры. Как и отчеты Джованнини, документ Комиссии тоже уделил больше внимания расчетам, чем клирингу.

С этого коммюнике 2002 года начались длительные консультации, выявившие разногласия между провайдерами посттрейдинговых услуг относительно будущего отрасли и способов снижения расходов и повышения эффективности международных транзакций.

Консультации совпадали с обсуждениями новых законов, которые должны были заменить Директиву об инвестиционных услугах. Новый закон, получивший название «Директива о рынках финансовых инструментов» (MiFID), был принят Советом министров ЕС в конце апреля 2004 года, после нескольких месяцев интенсивного лоббирования и ожесточенной борьбы между странами – членами ЕС. Директива открывала новые возможности для конкуренции на рынке ценных бумаг Европы.

Директива о рынках финансовых инструментов стала одним из важнейших элементов FSAP. Заменив действовавшую с 1993 года Директиву об инвестиционных услугах, она позволила инвестиционным компаниям, банкам и биржам, будучи аккредитованными в своей стране, работать и на международном рынке. Благодаря этому стали открытыми фондовые рынки в таких странах, как Италия, где прежде биржи держали монополию на ордера розничных инвесторов. Кроме этого, в рамках либерализации рынка MiFID наделила инвестиционные банки правом создавать альтернативные трейдинговые платформы (так называемые «многосторонние трейдинговые платформы», MTF), которые конкурировали с традиционными биржами. Однако MiFID оставалась «рамочной» директивой¹¹, то есть многие подробности еще предстояло уточнить после ее одобрения министрами ЕС. Директива вступала в силу только с 1 ноября 2007 года.

MiFID затронула и сферу клиринга. Статьи 34 и 46 обязывали государства – члены ЕС обеспечивать инвестиционным компаниям

других государств-членов доступ к клиринговым услугам, а также к услугам центральных контрагентов и центральных депозитариев в их странах на тех же условиях, какими пользуются местные компании. Участники рынка имели право самостоятельно выбирать место проведения расчетов по своим сделкам (но не место проведения клиринга с участием центрального контрагента) с тем условием, чтобы у организации, проводящей расчеты, были налаженные связи с биржей. Биржам также предоставлялось право выбирать, какие именно центральные контрагенты или центральные депозитарии будут проводить клиринг и расчеты по их сделкам. В том же духе и статья 35 MiFID предписывала странам-участницам, в чьей юрисдикции находились многосторонние трейдинговые платформы, «не препятствовать использованию клиринговых палат, проводящих клиринг с участием центрального контрагента и/или расчетных систем на территории других стран-участниц, если только такое ограничение не требуется для нормального функционирования данной MTF».

Тем не менее формулировки MiFID оставляли достаточно лазеек для сохранения национальной раздробленности. Директива не регулировала отношения между посттрейдинговыми инфраструктурами и оставляла открытым вопрос о том, каким образом будут осуществляться цели, намеченные в статьях 34, 35 и 46.

MiFID таким образом «вернула мяч» на поле Комиссии, и та в апреле 2004 года ответила вторым коммюнике по клирингу и расчетам¹².

Комиссия предложила тщательно разработанную стратегию. Она поддержала тезис о необходимости устранения выявленных Джованнини барьеров и решила не вмешиваться в структуру отрасли. По этой причине Комиссия держалась в стороне от длительных ожесточенных дебатов между провайдерами инфраструктуры и их клиентами о том, следует ли консолидировать существующие расчетные системы, о преимуществах кооперативной

структуры над коммерческой, а также о том, стоит ли разделять посреднические и банковские функции центральных депозитариев.

Комиссия стремилась предоставить инвесторам и посредникам, действующим от имени посредников, все возможные опции международного клиринга и расчетов по транзакциям ценных бумаг в пределах ЕС. Целью ее работы было обеспечить пользователям клиринговых и расчетных систем свободный доступ к любой системе на выбор. Нужна была общая схема регулирования функций различных участников рынка – это гарантировало бы взаимное признание клиринговых и расчетных систем в ЕС. Тем самым укрепилась бы интеграция, были бы защищены инвесторы, а расходы снизились бы.

Для достижения этих целей Комиссия предлагала принять соответствующие законодательные акты ЕС в форме рамочной директивы. Требовалось провести оценку регуляционного влияния, чтобы убедиться в том, что вмешательство ЕС в деятельность отрасли пойдет на пользу. Для поддержания этой инициативы следовало начать применять закон ЕС о конкуренции к клиринговой и расчетной деятельности. Комиссия просила всех заинтересованных лиц высказать свое мнение до конца июля.

Комиссия также сформировала три группы общественных экспертов для концентрации усилий по преодолению «барьеров Джованнини». Главной из этой тройки была Консультативная экспертная группа Еврокомиссии по мониторингу клиринга и расчетов (группа Sesame), которой поручалось устранить те барьеры, за которые полностью или частично несли ответственность сама отрасль¹³.

Первое заседание Sesame прошло в июле 2004 года. Все вроде бы настроились на разработку – после соответствующих консультаций и исследований – нового европейского законодательства, которое устранил «пробки» в сфере клиринга и расчетов. Но гладкий ход обсуждения тут же был прерван созывом новой Комиссии, назначенным на ноябрь 2004 года, и приездом в Брюссель Чарли

Маккриви, который сменил Фрица Болкештейна в должности комиссара по вопросам единого рынка ЕС, покинув пост министра финансов Ирландии.

16.5. Маккриви настаивает на невмешательстве в работу отрасли

Маккриви прибыл в Брюссель после семи лет управления ирландскими финансами. Он славился как решительный сторонник свободного рынка, сумевший добиться для своей страны процветания, беспрецедентного за всю историю ее существования в качестве независимого государства.

В 2004 году еще ничто не предвещало всемирного финансового кризиса, который разразится в 2007–2008 годы и затронет в том числе Ирландию. В ту пору страна Маккриви слыла «кельтским тигром» – с наиболее активно развивающейся экономикой из всего списка членов ЕС. Основными факторами такого процветания считались открытые рынки, сокращенные по настоянию Маккриви налоги и благоприятствующая бизнесу политика. В Брюсселе ждали, что с назначением Маккриви на пост комиссара по вопросам единого рынка ЕС такие же чудеса начнут твориться и во всем Евросоюзе.

Маккриви унаследовал проект создания единого рынка и с ним – бесконечное количество жалоб по поводу избыточного контроля, навязанного FSAP. Болкештейн, пока работал в Комиссии, успел внедрить почти все 42 пункта принятого в 1999 году FSAP, но на момент окончания срока полномочий Болкештейна (во второй половине 2004 года) большинство пунктов еще ожидали ратификации отдельными странами-участницами.

Даже для такого успеха пришлось пройти множество сложных и отнимающих время процедур – выработка проекта, консультации, компромиссы, согласование юридических вопросов и принятие поправок. Так обычно осуществляется в ЕС процесс принятия решения. Продвижение MiFID от первоначального статуса проекта Комиссии через Европарламент и в Совет министров стало болезненным опытом для всех участников. На финансовых рынках

и в особенности в лондонском Сити ощущалась «усталость от регулирования».

Назначение Маккриви как нельзя лучше соответствовало такому настроению. В июле 2004 года, за семь недель до назначения на должность комиссара по вопросам единого рынка (Маккриви на тот момент исполнилось 55 лет), он выступил в Брюсселе на конференции генерального директората Комиссии по вопросам единого рынка, который он вскоре возглавил, и заявил, что новые законодательные инициативы, направленные на финансовую интеграцию, могут рассматриваться лишь в качестве «крайней меры». Предлагать их можно только после тщательной проверки сопутствующих расходов и выгод и лишь тогда, когда все иные меры окажутся неэффективными или станет очевидной неспособность рынка справиться с ситуацией.

Когда речь зашла о клиринге и расчетах, не все поддержали Маккриви. Кое-кто из постоянных сотрудников директората не скрывал нетерпеливого желания приступить к реформам.

Не наблюдалось единства и в Европарламенте. У Совета министров ЕС, который вместе с парламентом отвечал за превращение проекта Комиссии в закон, новое законодательство не вызывало особого энтузиазма. Вновь рассмотрев FSAP в ноябре 2004 года, министры экономики и финансов ЕС сошлись на том, что в будущем остается лишь обеспечить сближение форм контроля и довести до полного осуществления уже одобренные меры.

Маккриви ясно дал понять, что спешить не намерен. В первом же выступлении, посвященном финансовым службам, он предупредил, что в 2005 году законодательство ЕС по рынкам ценных бумаг не будет принято. Действия в области клиринга и расчетов, возможно, потребуются «с 2006 года», прикидывал он в начале декабря 2004-го¹⁴. 2005 год целиком отводился для «подготовки, анализа, оценки экономических последствий и поиска решений».

Хотя сам Маккриви отнюдь не симпатизировал новым законам, он занес угрозу реформы как дубинку над головами инфраструктурных

провайдеров. 13 сентября 2005 года Маккриви призвал «всех заинтересованных лиц взять на себя ответственность и дружно нажать на газ»¹⁵. Осудив высокую стоимость международных расчетно-клиринговых операций, он предупредил, что Еврокомиссия следит за экономической ситуацией и готова вмешаться: «Мы решим, требуется общеевропейский закон или другая форма нашего участия... Ближайшие полгода все покажут. Говорю вам: время пошло».

За несколько дней до истечения этих шести месяцев Маккриви и Нейли Кроэс, комиссар по антимонопольной политике, предъявили индустрии ультиматум. В совместном заявлении от 7 марта 2006 года они потребовали от участников рынка реальных и эффективных изменений в сфере клиринга и расчетов – до конца июля, когда все чиновники ЕС уходят в отпуск.

Если индустрия не сделает решительный шаг в сторону саморегулирования, говорилось в заявлении, два комиссара начнут действовать сами на основании законов ЕС о едином рынке и конкуренции. Индустрия получила четыре месяца на составление разумного плана по созданию единого рынка клиринга и расчетов в рамках ЕС.

16.6. Антимонопольные органы против вертикально интегрированных структур

Подпись Нейли Кроэс на поставленном индустрии ультиматуме в 2006 году свидетельствовала: усилия ЕС по формированию политики в секторе посттрейдинга поднимаются на новый уровень. Для активизации конкуренции в международном клиринге и системе расчетов в зоне ЕС многое только предстояло сделать. Уже проведенное Европейским центральным банком в июле 2005 года исследование ситуации в 12 странах еврозоны выявило:

Даже при наличии единой валюты трейдинг и расчетно-клиринговые услуги все еще остаются фрагментированными и функционируют несогласованно. В зоне евро присутствуют 22 фондовые и деривативные биржи, 8 центральных контрагентов, 18 местных центральных депозитариев ценных бумаг и 2 международных центральных депозитария ценных бумаг, причем у каждого имеются особые технические процедуры, цены, рыночные практики и подчиняются они разным законам¹⁶.

Антимонопольные органы обратили внимание на центральных контрагентов, когда начался новый этап корпоративного маневрирования и обсуждений различных версий дальнейшей консолидации биржевого и посттрейдингового секторов Европы. Это произошло всего за несколько дней до того, как в декабре 2004-го Маккриви назвал 2005 год годом размышлений и поисков консенсуса в устройении будущего европейского клиринга и системы расчетов.

13 декабря 2004 года стало известно, что Вернер Зейферт, глава Deutsche Börse, собирается сделать LSE предложение о покупке.

Зейферт предлагал 1,35 млрд фунтов (почти 2 млрд евро), то есть по 530 пенсов за акцию, примерно на 50 % больше их средневзвешенной цены за последние три месяца.

Руководство LSE – в отличие от прежнего состава, который занимался в 2000 году проектом iX, – не собиралось идти навстречу Зейферту. Глава биржи Клара Фурс отклонила предложение, сочтя его слишком неопределенным и невыгодным. LSE не отказывалась от переговоров, но готовилась к обороне и ожидала предложений от соперников Deutsche Börse, в том числе (втайне на него очень рассчитывали) от Euronext.

Новые авансы Deutsche Börse, коммерческой, вертикально интегрированной группы, вызвали серьезную озабоченность и у лондонских инвесторов, и у конкурентов Deutsche Börse

в посттрейдинговом секторе. Соответственно, обострились и споры сторонников «горизонтالي» и «вертикали».

В письме в Financial Times Крис Тапкер, председатель Euroclear, предостерегал: поглощение LSE «станет началом конца для консолидации всей финансовой инфраструктуры Европы, не только трейдинговых платформ по акциям»¹⁷.

Тапкер опасался, что поглощение LSE Франкфуртской биржей приведет к тому, что клиринг и расчеты по лондонским сделкам будут проводиться посттрейдинговыми структурами Deutsche Börse в ущерб и пользователям, и Euroclear, которая осенью 2002 года присоединила к себе британский центральный депозитарий CREST.

Тапкер спрашивал, справедливо ли передавать трейдинг, клиринг и расчеты в монопольное владение компании, «чья основная задача – принести максимальную прибыль акционерам». А именно таковы, по мнению Тапкера, были бы последствия, если бы LSE приобрела структура с функциями клиринга и расчетов.

Британские антимонопольные органы вняли этому предупреждению. 27 января 2005 года Deutsche Börse опубликовала детали своего предложения LSE. Соперник немецкой биржи, многонациональный концерн Euronext, также выразил готовность заплатить круглую сумму за лондонскую биржу. Обе компании известили о своих намерениях Управление добросовестной конкуренции Великобритании (OFT). В конце марта OFT сообщила о планах обеих бирж британской Комиссии по конкуренции.

Deutsche Börse вскоре отложила свои планы в связи с бунтом акционеров, которые привели в мае 2005 года к отставке Зейферта. Euronext в тот самый день, когда этим вопросом занялись британские антимонопольные органы, достигла устной договоренности о слиянии с LSE, однако и на Теодора некоторые хедж-фонды оказывали сильное давление, вынуждая отказаться от сделки. Тем не менее британская Комиссия по конкуренции провела анализ ситуации и 29 июля 2005 года обнародовала свое решение.

Комиссия пришла к выводу, что доля как Deutsche Börse, так и Euronext в центральном контрагенте и участие любой из этих бирж в клиринге лондонских сделок приведет к «существенному ослаблению конкуренции»¹⁸ в секторе услуг по электронному трейдингу в Великобритании, так как Deutsche Börse или Euronext «приобретут влияние на клиринговые службы» через контролируемую Deutsche Börse Eurex Clearing или, соответственно, благодаря пакету акций Euronext в LCH.Clearnet и другим биржам будет затруднительно конкурировать с LSE на британском рынке акций.

В этом предварительном заключении Комиссия по конкуренции обставила приобретение LSE одной из континентальных бирж рядом условий по защите конкуренции. В случае если это будет Deutsche Börse, ей предписывалось либо продать Eurex Clearing, либо запретить ее использование в качестве провайдера клиринговых услуг для LSE, кроме того, требовались гарантии определенного поведения, например обязательное предоставление другим биржам доступа к основным клиринговым услугам на разумных и честных условиях. Также и Euronext могла сделать выбор – отказаться от своей доли в LCH.Clearnet или предоставить другим биржам доступ к клиринговым услугам этой компании.

В окончательном варианте заключения от 1 ноября 2005 года Комиссия потребовала, чтобы, в случае если Deutsche Börse или Euronext приобретет LSE, пакет акций и доля голосов биржи-приобретателя в провайдере клиринговых услуг для LSE не превышала 14,9 %.

Поскольку акционеры Deutsche Börse и Euronext возражали против приобретения LSE, все эти условия оставались только на бумаге, однако сам факт, что антимонопольный орган провел официальное расследование структуры посттрейдинговых услуг в Европе, уже стал ударом по вертикальной модели бизнеса.

Та же тенденция проявлялась и в Брюсселе. В 2003 году Генеральный директорат Еврокомиссии по конкуренции разослал

национальным антимонопольным органам стран – участниц ЕС анкету, требуя прояснить детали «эксклюзивных договоренностей в сфере трейдинга, клиринга, расчетов и депонирования ценных бумаг»¹⁹. Ответы на вопросник, а также комментарии представителей индустрии и некоторых центральных банков ЕС в ходе проводившихся начиная с августа 2004 года консультаций легли в основу «обзора фактов», подготовленного в марте 2005 года консультационной компанией London Economics для Генерального директората.

Обзор London Economics был опубликован 30 июня 2005 года. Он содержал резкую критику существовавшего положения дел. Проинспектировав трейдинговые, клиринговые и расчетные инфраструктуры рынков акций за наличный расчет и облигаций в 25 государствах – членах ЕС, авторы пришли к следующему выводу: «В настоящее время на подавляющем большинстве европейских рынков ценных бумаг клиенты не имеют возможности выбирать, какой именно провайдер клиринговых и расчетных услуг привлекается для клиринга и расчетов в сделках по конкретным ценным бумагам на конкретном рынке».

Этот документ проводил параллель между ограничительными практиками и вертикально интегрированными структурами и отмечал, что в ряде случаев действуют правила, предписывающие участнику трейдинга или клиринга обращаться к одному-единственному провайдеру клиринга и расчетов. В других случаях клиентам хотя и предоставлялся выбор, но лишь на бумаге, поскольку в реальности на всю страну действовал лишь один провайдер тех или иных услуг. Так функционировало «подавляющее большинство вертикальных схем, включающих в себя трейдинговые, клиринговые и расчетные инфраструктуры Европы».

Получив обзор London Economics, Генеральный директорат по конкуренции начал в июле 2005 года более глубокое расследование вертикальных структур. Столь быстрая реакция показала, что Кроэс верна своему прозвищу «непреклонная Нейли»

и решилась на суровые меры по отношению к провайдерам клиринговых и расчетных услуг. Биржи, операторы альтернативных трейдинговых систем, известные брокеры-дилеры, ассоциации банков и провайдеры расчетных и клиринговых услуг получили новый вопросник, большинство пунктов которого были посвящены трейдинговым и посттрейдинговым инфраструктурам по акциям.

В то же время Генеральный директорат по конкуренции вынужден был признать, что его полномочия не безграничны. Европейские законы о конкуренции были достаточно узконаправленны и предусматривали меры относительно конкретных злоупотреблений в отношениях между компаниями и злоупотребление доминирующим положением на рынке. Устранить все барьеры на пути свободной конкуренции эти законы не могли. Чтобы пустить в ход закон о конкуренции, Еврокомиссия должна была получить чрезвычайно серьезные доказательства, а применить профилактические меры к подозреваемым нарушителям было и вовсе невозможно.

И все же директорат Еврокомиссии по конкуренции наделал немало шума, опубликовав 24 мая 2006 года результаты своего расследования²⁰.

Вердикт Генерального директората по конкуренции в отношении вертикальных структур на рынках акций прозвучал как приговор: «Вертикальная интеграция может приводить к ограничению выбора на всех уровнях ценовой цепочки и таким образом наносить ущерб благосостоянию клиентов, – говорилось в докладе. – Предполагается, что такая структура работает эффективно, но комиссия не получила убедительных тому доказательств».

Монопольные центральные контрагенты и центральные депозитории, даже принадлежащие пользователям, также не получили одобрения директората. Усиление конкуренции, говорилось в заключении, снизило бы капитальные расходы европейского бизнеса и «привело бы в итоге к росту и появлению новых рабочих мест». Выводы Генерального директората опирались

на исследования, в которых подсчитывались выгоды от интеграции рынков ценных бумаг ЕС – ожидаемое повышение эффективности позволило бы сэкономить около 100 млрд евро. А Генеральный директорат Еврокомиссии по вопросам единого рынка между тем подсчитал, что международная торговля акциями обходится европейским инвесторам в два-шесть раз дороже, чем внутренние транзакции, – это притом, что и посттрейдинговое обслуживание внутренних сделок в ЕС обходилось в восемь раз дороже, чем DTSS в США²¹.

Не прошло и двух недель после публикации вердикта Генерального директората (комиссар Маккриви еще не принял окончательного решения, следует ли вмешиваться в сферу клиринга и расчетов и добиваться принятия отдельного законодательства в этой отрасли), как из Германии, крупнейшего государства в составе ЕС, пришло предупреждение: Германия не поддержит директиву, направленную против Deutsche Börse или против вертикально интегрированной структуры этой биржи.

Обращаясь к участникам ежегодной конференции Федерации европейских фондовых бирж в Цюрихе 8 июня 2006 года, руководитель Главного управления политики финансовых рынков ФРГ Йорг Асмуссен высказался против вмешательства регулирующих органов, которые будут действовать в пользу или против «конкретных эффективных структур».

«Нам не нужна интеграция любой ценой, – предостерегал Асмуссен (интересное совпадение: близкий Асмуссену человек руководил в то время берлинским отделом Deutsche Börse по связям с общественностью). – Хорошо функционирующие, эффективные национальные структуры складывались годами, и мы не можем попросту отбросить их. На таких условиях Германия не примет директиву по клирингу и расчетам».

После такого предостережения Генеральный директорат по конкуренции оставил вертикальные структуры в покое. Маккриви и его коллегам в Генеральном директорате по вопросам единого

рынка стало ясно, что новое законодательство, для которого потребуются поддержка государств – членов ЕС (а Германия уже решительно высказалась против) и решение Европарламента, отнюдь не самый прямой путь к созданию единого рынка посттрейдинговых услуг.

16.7. Закат идеи о создании единого центрального контрагента

Задним числом стало понятно, что доклад Генерального директората Еврокомиссии по конкуренции в мае 2006 года был кульминацией в борьбе Еврокомиссии против вертикальных структур. И уже в этом докладе прозвучал намек на то, что идея единого центрального контрагента для Европы утрачивает прежнюю популярность:

Хотя в сфере клиринга ценных бумаг заметна экономия за счет эффекта масштаба и ряд участников рынка активно призывает к созданию единого европейского центрального контрагента, нам не известно ни одного исследования, которое установило бы минимально эффективный масштаб или подтвердило бы, что расходы, сопутствующие монополизации (в частности, повышение расценок), не превысят полученной экономии²².

К идее единого центрального контрагента возвращались не раз после того, как Европейский форум по ценным бумагам отверг ее в 2001 году. В декабре 2003 года Европейский круглый стол по вопросам предоставления финансовых услуг, финансовая элита в составе 17 председателей и директоров европейских банков и страховых компаний, настаивал на необходимости создания европейского центрального контрагента, «единой точки доступа для всех видов ценных бумаг (акций и облигаций), рынков (наличных, деривативов, регулируемых рынков, электронных сетей и внебиржевых рынков)»²³. Кроме того, единый центральный контрагент должен был оперировать различными валютами, то есть вдобавок к евро «как минимум еще британским фунтом, шведской кроной и швейцарским франком».

Эта идея приглянулась Маккриви, и в сентябре 2005 года он заявил, что «по-видимому, это интересный проект», который может «сократить затраты и повысить эффективность»²⁴.

«Интересный проект» набирал все больше приверженцев, а тем временем Deutsche Börse и Euronext обсуждали возможность объединения. В феврале 2006 года в Брюсселе на встрече группы Sesame и в беседах Маккриви с главами компаний – пользователей клиринговых и расчетных услуг прозвучали три инициативы, исходившие от частного сектора:

- четыре трейдинговые ассоциации из Великобритании, Италии и Франции²⁵ добивались горизонтальной интеграции посттрейдинговой деятельности. Они предложили в качестве «первых двух блоков общеевропейских инфраструктур» объединить LCH.Clearnet и Eurex Clearing в качестве центрального контрагента и Euroclear и Clearstream в секторе клиринга.

- Боб Уигли, председатель Merrill Lynch International по Европе, Ближнему Востоку и Африке, призывал к созданию единого международного принадлежащего пользователям центрального контрагента, который предоставлял бы клиринговые услуги по широкому ассортименту продуктов и позволял бы выбирать провайдеров расчетных услуг.

- Дэвид Харди, руководитель LCH.Clearnet Group, представил для обсуждения план полной консолидации всех центральных контрагентов ЕС с целью достичь экономии за счет повышения масштаба и объема, снижения расценок, лучшего управления рисками и усиления конкуренции на уровне трейдинга.

Но все эти планы так и остались на бумаге. Пользователи не были единодушны, кое-кто опасался, что единый центральный контрагент станет препятствием для инноваций. В связи с корпоративными маневрами в секторе акционированных бирж и высокими объемами трейдинга проект столкнулся с еще одной практической проблемой: существующие центральные контрагенты при биржевых группах

котировались настолько высоко, что не оставалось финансовой возможности организовать единую структуру.

В апреле Генеральный директорат Еврокомиссии по единому рынку пришел к выводу, что создание единого центрального контрагента выходит за рамки компетенции Комиссии²⁶. В мае Euronext покончила с надеждами на слияние с Deutsche Börse и создание большой европейской биржи – и предпочла объединиться с Нью-Йоркской фондовой биржей. В июле Харди лишился должности CEO в LCH.Clearnet.

Вынужденная отставка отчасти была вызвана провалом программы IT, которая должна была объединить французский филиал LCH.Clearnet с английским, и этот провал опять-таки подрывал идею единого центрального контрагента.

16.8. Операционное взаимодействие в повестке дня

В майской резолюции 2006 года Генеральный директорат Еврокомиссии по вопросам конкуренции предложил альтернативу: укреплять операционное взаимодействие клиринговых палат Европы.

Доступ к клиринговым услугам «является необходимой предпосылкой конкуренции и потому должен быть гарантирован без какой-либо дискриминации», говорилось в резолюции. «Центральные контрагенты могут и, вероятно, должны действовать в условиях конкуренции, но преодолев препятствия и наладив операционное взаимодействие»²⁷.

За три года, предшествовавших этому решению, операционное взаимодействие, или «открытая система», как это называли в США, постепенно завоевывало симпатии.

В США происходит консолидация центральных контрагентов в Национальную клиринговую корпорацию по ценным бумагам (NSCC), а центральные депозитарии в 1980-х объединяются в Депозитарную трастовую компанию (DTC), которая позже, в 1990-х,

становится Депозитарной трастовой и клиринговой корпорацией (DTCC).

Операционное взаимодействие стало основной темой подготовленного в январе 2003 года доклада «Группы тридцати» о мерах по улучшению международной системы клиринга и расчетов. Предполагаемые выгоды сравнивались с благотворными последствиями стандартизации американских железных дорог в XIX веке или, в международном масштабе, с результатами автоматизации службы воздушных диспетчеров после принятия стандартов и протоколов Международной организации гражданской авиации²⁸.

Ради таких выгод стоило решиться на радикальные перемены. «Группа тридцати» видела основу операционного взаимодействия в «сходстве или совместимости принципов, практик бизнеса и контроля, технологий, продуктов, условий доступа и структуры расценок». Такие условия имелись на американском рынке акций, но ЕС было до них далеко.

В докладе Генерального директората по вопросам конкуренции признавалось наличие препятствий к операционному взаимодействию в Европе, однако выражалась надежда, что центральные контрагенты – явление достаточно новое для европейских рынков акций – окажутся на переднем плане борьбы с такими барьерами.

Операционное взаимодействие могло устранить различия между горизонтальной и вертикальной структурами при условии, что владельцы вертикальных структур откроют другим биржам и трейдинговым платформам свободный доступ и установят справедливые тарифы для всех пользователей, а также позволят собственным клиентам проводить клиринг и расчеты также и в других местах. Такое взаимодействие послужило бы альтернативой единому центральному контрагенту и облегчило бы международную торговлю ценными бумагами.

Словно прислушавшись к поступающим из Еврокомиссии сигналам, почти сразу же после публикации этого доклада LSE предложила своим клиентам осуществлять клиринг не только через LCH.Clearnet, но и через швейцарскую SIS x-clear. Virt-x, лондонская трейдинговая платформа швейцарских и европейских голубых фишек, уже предлагала на выбор SIS x-clear и LCH.Clearnet как место проведения расчетов, но LSE первой из крупных европейских бирж предоставила пользователям возможность самим выбирать центрального контрагента. Эта опция должна была подключиться в конце 2007 года и способствовать снижению клиентских затрат. Тем самым лишались силы заявления о монополизации и отсутствии конкуренции в сфере услуг центрального контрагента.

Идея операционного взаимодействия показалась привлекательной: 12 июня чиновники из Еврокомиссии встретились в Брюсселе с представителями индустрии на очередном заседании Cesame. Monte Titoli, подразделение Borsa Italiana, занимавшееся расчетами, выдвинуло концепцию операционного взаимодействия как наилучший путь развития индустрии, поскольку он требует лишь тактических решений и минимальных расходов.

В том же июне Массимо Капуано, CEO Borsa Italiana и председатель FESE, заявил, что «операционное взаимодействие повысит уровень конкуренции и в итоге снизит расходы пользователей рынка»²⁹. Под руководством Капуано FESE подготовила охватывающее всю индустрию соглашение между центральными контрагентами, центральными депозитариями и клиентами. Комиссия с радостью ухватилась за такой проект.

16.9. Кодекс деловой этики

Выдержав долгую паузу и прислушавшись к яростным аргументам сторонников и противников единого законодательства, Маккриви 11 июля 2006 года представил Кодекс деловой этики, который мог бы снизить расходы международного клиринга и расчетов по акциям в рамках ЕС и повысить эффективность этих услуг³⁰.

Комиссар назначил инфраструктурным провайдерам срок 31 октября: за это время индустрия должна была выработать собственный план поведенческих изменений, с тем, чтобы к концу 2007 года были преодолены барьеры на пути международного клиринга и расчета по акциям.

Всего несколькими днями ранее ЕСВ выдвинул принципиально иной проект единой службы расчетов по ценным бумагам: эта система, Target2-Securities (T2S), должна была принадлежать Европейской системе центральных банков (ESCB).

ЕСВ собирался осуществлять реформу сверху вниз, план комиссара предусматривал условия, в которых индустрия начнет меняться изнутри. Опираясь на выводы группы Sesame и майский доклад Генерального директората по конкуренции, Маккриви начертил «дорожную карту», путь к достижению большей эффективности европейских рынков ценных бумаг – через прозрачность тарифов и повышение конкуренции.

Маккриви предпочитал отдать основные решения в руки самой индустрии и по своим убеждениям сторонника свободного рынка, и потому, что опасался, как бы Европарламент не внес радикальные поправки в любой проект Комиссии. Несмотря на реформы, осуществленные «советом мудрецов» Ламфалусси, процесс законодательства на уровне ЕС оставался медленным и не годился для быстро меняющихся рынков. Зачастую – как это вышло с MiFID – в результате возникали излишне сложные, на взгляд многих, директивы.

Намеченный Маккриви Кодекс включал три основных элемента, которые предполагалось вводить поэтапно:

- Добиться к концу 2006 года прозрачности цен на посттрейдинговые услуги. Компании обязаны будут обнародовать цены, содержание и условие каждой из своих услуг, полностью указывать размеры компенсаций и скидок, чтобы устранить ценовую дискриминацию.

- Обеспечить к концу июня 2007 года эффективные права доступа на честных, прозрачных и недискриминационных условиях для провайдеров по всей цепочке: от бирж к центральному контрагенту, от центрального контрагента к другим центральным контрагентам и центральным депозитариям, от одних центральных депозитариев к другим. Кодекс также задал условия операционного взаимодействия, настаивая на укреплении связей между провайдерами для обеспечения услуг «под клиента».

- К 1 января 2008 года провайдеры должны были разделить свои основные услуги и составлять по ним разные счета.

Предполагалось, что три составляющих Кодекса взаимно усилят друг друга, а также поддержат другие инициативы, в том числе устранение барьеров Джованнини – в этой области прогресс отмечался весьма слабый – и давно уже откладывавшееся внедрение рекомендаций ESCB – CESR.

Многими идеями Кодекс был обязан Джованнини, который активно продвигал концепцию общего удаленного доступа и открытой системы посттрейдинговых услуг во имя развития конкуренции, а также настаивал и на четком разделении различных видов услуг. Предполагалось, что разделение услуг, равный доступ и прозрачность цен приведут к упрощению и сокращению тарифов, особенно на основные и стандартные услуги. Сократятся прибыли коммерческих провайдеров Европы, уменьшатся расходы пользователей и ускорится консолидация посттрейдингового сектора.

Однако в одном Джованнини был не согласен с Маккриви: Джованнини считал, что реформа должна быть осуществлена с помощью законодательства ЕС, Маккриви же с глубоким скептицизмом относился к возможностям европейской законодательной реформы, тем более в условиях быстро меняющихся финансовых рынков. Тем не менее комиссар прибегал к угрозе ввести новое законодательство и с помощью этой «дубинки» принуждал индустрию к послушанию: «Контролирующие органы располагают целым рядом мер, чтобы добиться необходимых изменений», – заявил он.

Маккриви хотел услышать конкретные предложения индустрии не позднее конца октября 2006 года. Поначалу Кодекс должен был применяться только к операциям с акциями; предусматривались процедуры верификации и аудита для проверки выполнения этих обязательств. Одновременно Еврокомиссия пообещала оказать давление на индустрию и правительства и устранить, наконец, 15 барьеров Джованнини.

Маккриви видел роль Комиссии «не в том, чтобы назначать победителей и диктовать конкретный исход спора, не в том, чтобы определять, какой окажется в итоге архитектура» клиринга и платежей в Европе. Нет, задача заключалась в том, чтобы следовать за движением рынка, сносить устаревшие барьеры и позаботиться о «полном соблюдении всех пунктов Договора ЕС, особенно в части конкурентной политики».

Кодекс представлял собой нечто новое для европейских законодателей, гибрид саморегулирования системы и «мягкого права» – постольку, поскольку Комиссия направляла этот процесс и бралась следить за исполнением правил Кодекса. Такой подход, как признавал и сам Маккриви, был «несколько рискованным».

Нечасто случалось, чтобы под нажимом Еврокомиссии коммерческие конкуренты объединили усилия для решения стоящих перед отраслью задач. Одним из немногих удачных примеров стало достигнутое несколькими годами ранее соглашение

автопромышленников ввести единый стандарт высоты бамперов от земли.

Интересной особенностью Кодекса был акцент на операционном взаимодействии. Хотя к тому моменту многие политики с одобрением воспринимали эту идею, оставалось и немало тревог по поводу того, удастся ли соединить различных провайдеров одних и тех же услуг, чтобы облегчить международную торговлю. Кое-кто считал, что взаимодействие будет трудно наладить из-за множества юридических и налоговых барьеров и придется дублировать дорогостоящее IT-оборудование. А что касается объединения центральных контрагентов, тут выражались опасения, как бы при этом не подорвать стандарты управления рисками.

Кодексу пришлось столкнуться и с другими возражениями. Среди европарламентариев, в государствах – членах ЕС, среди чиновников Комиссии и в разных секторах индустрии хватало людей, которые предпочли бы Кодексу посттрейдинговое законодательство, а потому несколько не огорчились бы неудаче Кодекса.

Первый барьер Кодекс успешно преодолел 7 ноября: Маккриви предстал перед брюссельскими СМИ вместе с руководителями европейских трейдинговых и посттрейдинговых компаний и объявил, что лидеры финансовой индустрии подписали Кодекс³¹.

То был, подчеркнул Маккриви, «первый шаг», затрагивавший только сектор акций. Однако он ясно дал понять, чего он ждет от индустрии: распространить соглашение на другие виды активов, «в особенности на облигации и деривативы», и вовлечь в соглашение провайдеров других услуг.

Кодекс подписали руководители бирж, центральных контрагентов, центральных депозитариев и двух международных центральных депозитариев ЕС, а не главы их профессиональных организаций, – это придавало документу весомость. Еврокомиссия, со своей стороны, ускорила процесс подписания, публично пристыдив «задержавшихся». К соглашению присоединились и некоторые финансовые организации за пределами ЕС, в том числе центральные

контрагенты Швейцарии и Норвегии и центральный депозитарий Сербии.

Церемония подписания состоялась после всего лишь четырех месяцев переговоров – короткий срок по сравнению с пятью годами дебатов по клирингу и расчетам, которые предшествовали июльскому заявлению Маккриви. Таким успехом увенчалась напряженная работа Мартина Пауэра, возглавлявшего офис Маккриви, Дэвида Райта и Марио Нава из Генерального директората по единому рынку – Райт отвечал за финансовые рынки, Марио Нава – за финансовые инфраструктуры. Им помогали чиновники Генеральных директоратов по единому рынку и по вопросам конкуренции, а также ассоциации, представляющие интересы европейских провайдеров инфраструктурных услуг, – Европейская ассоциация клиринговых палат – центральных контрагентов (EACH), Европейская ассоциация центральных депозитариев ценных бумаг (ECSDA) и Федерация европейских фондовых бирж (FESE).

Основная задача Кодекса формулировалась так:

Предоставить участникам рынка свободу выбирать провайдеров услуг отдельно на каждом этапе цепочки транзакций (на этапе трейдинга, клиринга и расчетов) и отменить само понятие «границы» для транзакций в пределах ЕС.

Тем не менее и этот Кодекс представлял собой компромисс и его возможности были ограничены. Кодекс не устранял различия в законодательстве между государствами – членами ЕС и не мог согласовать действия регулирующих органов. Кодекс не распространялся на облигации, не охватывал агентские банки. В результате умелого лоббирования брюссельского отделения FESE в пользу тех своих членов, которые, как и Deutsche Börse, вели прибыльный бизнес в секторе деривативов, биржевые деривативы были изъяты из сферы влияния Кодекса. Часть особенно трудных

переговоров отложили на потом, в особенности обсуждение порядка доступа и операционного взаимодействия: компаниям предстояло согласовать свои модели бизнеса, а это недешевый процесс.

1 января 2007 года Кодекс взял второй барьер: подписавшие его организации опубликовали свои цены, скидки и комиссии в соответствии с принятыми на себя обязательствами сделать тарифы прозрачными.

28 июня 2007 года EACH, ECSDA и FESE приняли в качестве части Кодекса «Рекомендации по доступу и операционному взаимодействию». 128 кратко изложенных пунктов рекомендаций оказались самым трудноисполнимым разделом Кодекса, особенно в части взаимодействия. Гораздо проще было внедрить правила доступа. Кодекс предусматривал различные уровни доступа к рыночным инфраструктурам и определял стандартную и специализированную форму доступа, а также движение транзакции от трейдинговой платформы или от центрального контрагента к центральному депозитарию и от трейдинговой платформы к центральному контрагенту.

Прежний опыт взаимодействия рыночных инфраструктур был достаточно неоднозначным. В секторе расчета по ценным бумагам уже с 1980 года успешно функционировал электронный «мост» между Euroclear и Clearstream, и между двумя центральными депозитариями осуществлялись транзакции ценных бумаг. Но этот мост часто вызывал ожесточенные ссоры между обеими компаниями и недовольство пользователей.

Несколько примеров удачного взаимодействия можно было найти в секторе центральных контрагентов. Как отмечалось выше³², первым опытом такого рода, по всей видимости, стало соглашение о взаимных клиринговых услугах, подписанное в 1977 году Международной товарной клиринговой палатой Великобритании (ICCH) и Центральным клиринговым банком Франции (BCC). Другой ранний пример – система взаимозачетов (Mutual Offset System, MOS), установленная в 1984 году между чикагской CME

и сингапурской SIMEX: ряд фьючерсных сделок разрешалось заключать внутри одной юрисдикции, а закрывать в другой, причем трейдеры сами решали, где осуществлять клиринг. Лондонская трейдинговая платформа для акций virt-x позволила LCH и SIS x-clear предлагать с 2003 года клиринговые услуги на одной и той же территории. На рынке облигаций итальянская трейдинговая платформа MTS Italy позволила с 2005 года и Клиринговой палате Биржи Италии (CC&G), и LCH.Clearnet проводить клиринг корпоративных и государственных облигаций, торгуемых на MTS.

Во всех этих случаях секрет успеха заключается в том, что взаимодействие было выгодно для бирж: расширились возможности трейдинга, удавалось привлечь больше клиентов. Разумеется, для взаимодействия центральных контрагентов требовался достаточно высокий уровень взаимного доверия или же прописанные в соглашении меры безопасности. Гораздо сложнее – о чем свидетельствует даже стиль Рекомендаций – оказалось предписать взаимодействие как обязательную меру.

Непосвященному читателю язык Рекомендаций был едва ли понятен. Взаимодействие определялось как «прогрессивные формы отношений» между организациями, которые согласились «искать взаимоприемлемые решения», выходящие за пределы стандартных и специализированных услуг. Такое взаимодействие устанавливалось между различными центральными контрагентами или же центральными депозитариями, но не для разных элементов рыночной инфраструктуры. Центральные контрагенты не включались во взаимодействие автоматически, выразив желание войти в «прогрессивные формы отношений» с другими центральными контрагентами: каждое соглашение рассматривалось индивидуально.

Взаимодействие центральных контрагентов было трудноосуществимо в том числе и с коммерческой точки зрения. При неравенстве или отсутствии взаимности выходило так, что более слабые центральные контрагенты просили более сильных не столько

о взаимодействии, сколько о выделении им доли своего бизнеса. Сценарий ночного кошмара – оказаться прикованным к слабому партнеру, покрывать его убытки, а в худшем случае – еще и выкупать его.

16.10. Проблемы с Кодексом деловой этики

Рекомендации по доступу и сотрудничеству заработали невероятно быстро. К январю 2008 года EACH, ECSDA и FESE насчитали не менее 82 запросов об установлении связей между трейдинговыми, клиринговыми и расчетными инфраструктурами, из них 29 запросов – по центральным контрагентам: 17 запросов – об установлении связей между ними и 12 – связей между центральными контрагентами и провайдерами расчетных услуг.

В числе проявивших активность компаний была и LCH.Clearnet. В августе 2007 года она предложила Deutsche Börse и Borsa Italiana наладить полномасштабное взаимодействие с их центральными контрагентами – Eurex Clearing и CC&G. Предлагалось создать одноуровневые клиринговые связи, чтобы пользователи немецкой и итальянской фондовых бирж, а также клиенты LSE и virt-x могли консолидировать клиринг акций в Лондоне, в LCH.Clearnet.

Роджер Лиддел, возглавлявший в то время LCH.Clearnet, решил забыть о том глубочайшем скептицизме, с каким он подписал Кодекс, и выразил уверенность в «скором предоставлении» его компании запрашиваемого доступа. Распространение услуг центрального контрагента LCH.Clearnet на Германию и Италию позволило бы снизить расходы и, таким образом, создать предпосылки к снижению комиссии на всех задействованных рынках³³.

Но сомнения, которые Лиддел так старательно скрывал, были вполне оправданны. Прошло девять месяцев, а LCH.Clearnet ни на шаг не приблизилась к тому, чтобы наладить взаимодействие с конкурентами из континентальной Европы. Рекомендациям оказалось нелегко следовать даже при разработке соглашения между LCH.Clearnet и LCH.Clearnet SA о клиринге сделок, осуществляемых на рынках наличного товара LSE, virt-x, NYSE, Euronext и через Голландский торговый сервис LSE (Dutch Trading

Service). В июне 2008 года на конференции в Лондоне Лиддел признал, что принятие Кодекса не улучшило отношения с теми национальными регулирующими органами, которые не поставили свои подписи под этим документом:

Наше разочарование в наибольшей мере вызвано тем, что определенные органы, от которых зависит, будет ли этот проект работать в конкретных странах, не участвовали в подписании Кодекса. Тем самым и те, кто поставил свою подпись, знали, что не только от них зависит, будет ли этот документ работать. Циник мог бы даже сказать, что потому-то этот документ и подписывали с такой готовностью, что втайне рассчитывали на недостаток энтузиазма со стороны других властных структур³⁴.

Лондонский филиал LCH.Clearnet не соответствовал правилам Центрального банка Франции для рынков, входящих в Europext, поскольку по этим правилам для взаимодействия на французском рынке центральный контрагент должен был быть банком внутри еврозоны. LCH.Clearnet попыталась выстроить стратегию взаимодействия вокруг своего парижского филиала LCH.Clearnet SA, но тут возникли проблемы с немецкими регулирующими органами, которые настаивали на том, что сделки, заключаемые во Франкфурте, подлежат клирингу в немецком банке.

Большое количество запросов на установление каналов связи только усугубляло проблему: по мнению Лиддела, началась «массовая деятельность, породившая бестолковость, инерцию и замечательные отговорки для тех, кто никуда не продвигался». Для пущей «бестолковости» запросы рассматривались по принципу живой очереди, вне зависимости от важности того или иного рынка или инфраструктуры.

Эти правила сделались прикрытием для бюрократических проволочек. Лиддел сетовал: «Нам не включают красный свет, не

включают стоп-сигнал. Но и зеленого света не дают. Все время мигает желтый, желтый, ярко-желтый».

«Мы разочарованы, – жаловался в сентябре 2008 года Крис Тапкер, глава LCH.Clearnet. – С августа 2007 года немецкие регулирующие органы уклоняются от ответа на наши вопросы»³⁵. Тапкер напоминал, что «время идет, рынки быстро меняются, ждать некогда», и призывал Еврокомиссию «применить власть, авторитет или хотя бы моральное убеждение, чтобы положить конец проволочкам». Собранию ведущих европейских банкиров и политиков Тапкер заявил:

Комиссия совершенно справедливо рассматривает Кодекс как инициативу самой индустрии и предлагает нам разбираться самим. Но мы с самого начала предупреждали, что нам понадобится помощь – родителей или акушерки, это уже все равно: мы сами не справляемся.

Крик LCH.Clearnet о помощи обнаружил изъяны Кодекса. На уровне трейдинга конкуренция слегка оживилась благодаря MiFID, которая разрешила многосторонним трейдинговым платформам выходить на рынок, не оглядываясь на действующие инфраструктуры и регулирование. Те же привилегии распространялись на клиринговые палаты, которые предоставляли таким платформам услуги центрального контрагента.

Но MiFID и Кодекс мало чем помогли уже действующим центральным контрагентам. Из всех действующих организаций более всех от изъянов системы, сложившейся за время пребывания Маккриви в должности, пострадала LCH.Clearnet, единственная в Европе международная горизонтально структурированная клиринговая палата. Жалобы LCH.Clearnet становились тем настойчивее, что у самой группы появились проблемы, которые в 2007 году поставили под угрозу ее существование.

17. LCH.Clearnet под угрозой

17.1. Отставка Дэвида Харди

5 июля 2006 года Дэвид Харди по настоянию совета директоров группы покинул пост главы LCH.Clearnet. Его отставка после 19 лет работы в компании последовала после провала крупного IT-проекта, Универсальной системы клиринга (GCS). Стало окончательно ясно, что и через два года после слияния бизнес LCH и Clearnet так и не удалось интегрировать.

Отставка Харди была не единственным, хотя и наиболее очевидным проявлением усугубляющегося кризиса в LCH.Clearnet. В тот же день компанию покинул и Жерар де ла Мартиньер, предупредивший о своем намерении уйти примерно за полтора месяца.

Должность Мартиньера с 10 июля должен был занять Крис Тапкер, на тот момент – глава Euroclear. Через две недели после вступления в должность Тапкер назначил Роджера Лиддела, бывшего управляющего директора Goldman Sachs, исполнительным директором LCH.Clearnet Group. Первым делом новая команда списала все расходы – 121,3 млн евро – на разработку Универсальной системы клиринга¹.

Причины провала этого IT-проекта мало чем отличаются от факторов, приведших к краху другие компьютерные затеи. С тех пор как рынок и компьютеры объединились в 1960-х годах, развитию финансовых инфраструктур неизменно сопутствовали такие разочарования. Харди планировал объединить с помощью GCS различные клиринговые платформы и системы управления рисками внутри LCH.Clearnet Group. Проект, в котором участвовало слишком много консультантов и было слишком мало контроля со стороны менеджеров, начал буксовать незадолго до вынужденной отставки Харди. В консолидированном финансовом отчете за 2005 год

снижение цены активов по вине GCS оценивалось в 20,1 млн евро, а в 2006 году пришлось списать вдвое больше – 47,8 млн евро.

Неудача с технологиями была лишь симптомом более глубоких проблем. Руководство группы не добилось роста эффективности, на который оно рассчитывало, когда шло в 2003 году на слияние. Недовольны были все – клиенты, регулирующие органы, биржи, чьи сделки проходили клиринг в этой компании.

Взаимная подозрительность Лондона и Парижа отравила и отношения между французским и английским филиалами компании. Доверие рушилось на всех уровнях, и к моменту отставки Харди утратил не только поддержку совета директоров – крайне тяжелыми стали отношения с Комиссией по банковской деятельности (Cb), главным регулирующим органом Франции. Исполнительные директора обоих операционных филиалов, лондонского и парижского, в письмах начальству также выражали озабоченность действиями Харди.

Совет директоров группы не мог функционировать: его раздирали конфликты интересов между клиентами и биржами и между представленными в совете соперничающими биржами. Мартиньер, входивший в состав множества других комитетов, не успевал контролировать этот совет.

Напряжения между LCH и Clearnet обнаружили вскоре после слияния. В 2000 году, когда LCH и Clearnet впервые озвучили план создания общеевропейской клиринговой палаты, они собирались пользоваться единой системой неттинга и клиринга на основе технологии Clearing 21, которую в 1997-м приобрела ParisBourse после обмена технологиями со CME.

Clearnet ожидала, что система Clearing 21 будет применяться и в объединенной компании, но Харди счет эту технологию недостаточно надежной и предпочел ей GCS. Лишь после того, как регулирующие органы одобрили и признали слияние, менеджеры Clearnet, ставшие служащими SA, обнаружили, что LCH уже запустила проект GCS.

Эти разногласия вызвали сопротивление неожиданным переменам во Франции. Работники Clearnet, за плечами которых был опыт интеграции французского, бельгийского и голландского центральных контрагентов, преисполнились уверенности в том, что Харди намерен поглотить их компанию и лишить их работы, заменив привычные технологии на лондонские. Многочисленные клиенты LCH.Clearnet на континенте, привыкшие к Clearing 21, отнюдь не были готовы к очередным изменениям в IT, тем более что преимущества новой системы никто не объяснял. Французские регулирующие органы заподозрили, будто политика LCH.Clearnet заключается в том, чтобы сосредоточить весь бизнес в Лондоне. Затея Харди перевести в британскую столицу клиринг французского государственного долга лишь укрепила эти подозрения. В результате интеграция LCH и Clearnet наталкивалась на все более ожесточенное сопротивление.

К тому же и сама структура группы не способствовала интеграции. Центральными контрагентами в Париже и Лондоне управляли филиалы группы, причем у каждого был свой совет директоров. И французскому, и британскому филиалу нужно было как-то ладить с собственным национальным регулятором, а национальные регулирующие органы видели свою задачу в том, чтобы поддерживать работу группы в пределах своей юрисдикции. Отношения между британской FSA и французской Cb, по сути, являлись не сотрудничеством, а соперничеством. В таких условиях приоритеты руководства лондонского и парижского филиалов в повседневной работе отличались от общих задач LCH.Clearnet Group.

От совета директоров объединенной группы при таких обстоятельствах помощи ждать не приходилось. Интересы представителей бирж и пользователей не совпадали. Не совпадали также интересы бирж между собой: Euronext, с ее серьезным бизнесом в секторе акций и существенным доходом от ретроцессий и привилегированных акций, имела иные приоритеты, нежели

Международная нефтяная биржа (IPE) и Лондонская биржа металлов (LME), где торговались фьючерсы на энергоносители и металлы.

В ежегодном отчете группы за 2005 год председатель не отрицал наличие проблем на уровне именно группы: «Структура совета директоров отражает специфическую природу компании, – отмечал де ла Мартиньер, – и несмотря на способности и добрую волю всех членов совета директоров по отдельности, размер и состав этого органа препятствует эффективной работе».

LCH.Clearnet поручила консалтинговой компании Zygos Partnership ревизию состава совета директоров с целью улучшить его работу. «Вывод комиссии: мы никогда еще не видели, чтобы совет директоров компании так плохо работал»², – признавался впоследствии де ла Мартиньер.

У де ла Мартиньера было столько других обязанностей, что не хватало сил исправить положение в этой компании. Он высоко ценил Харди и защищал своего CEO, даже когда проблемы сделались очевидными. Не был врагом Харди и Жан-Франсуа Теодор, CEO и председатель Euronext, ведь они вместе с Харди были инициаторами слияния LCH и Clearnet.

И все же, объединяя компании, Теодор ставил себе иные цели, нежели Харди.

Харди рассматривал слияние LCH и Clearnet прежде всего как ответ на требования рынка, ожидавшего консолидации, снижения цен и повышения эффективности на стремящихся к интеграции европейских рынках капитала. Он рассчитывал со временем, предоставить клиентам с помощью новой IT-системы выбор между Лондоном и Парижем: это заметно повысило бы эффективность неттинга, использования залогов и капитала в европейском трейдинге³. Но, будучи англичанином, «единую Европу» Харди видел через призму Лондона.

Ближайшие задачи Теодора непосредственно вытекали из того факта, что Euronext приобрел LIFFE и рынки деривативов Euronext преобразовывались в Euronext.Liffe. Теодор хотел объединить

клиринговые службы этих рынков, на тот момент делившиеся между LCH и Clearnet.

Вторая цель была стратегической. Для Теодора объединение с LSE являлось только частью глобального плана объединения на горизонтальном уровне основных европейских трейдинговых, клиринговых и расчетных инфраструктур, причем в этом объединении главенствующая роль оставалась за Euronext.

Консолидация уже происходила на уровне расчетов, поскольку Euroclear Group, управлявшая центральными депозитариями, обслуживавшими рынки Euronext во Франции, Бельгии и Голландии, также владела британским центральным депозитарием CREST. Оливье Лефевр, представлявший с 2004 по 2007 год Euronext в совете директоров LCH.Clearnet, позднее отмечал: «Поскольку Euroclear объединилась с Crest, казалось логичным соединить LCH с Clearnet на пути к приобретению LSE»⁴.

Все действия Теодора по отношению к LCH.Clearnet определялись этим амбициозным планом – заключить сделку с LSE. Он всячески обхаживал главу LSE Клару Фурс, которая была настроена против Euronext в связи с тем, что компания приобрела LIFFE, и даже предоставил Кларе одно из принадлежавших Euronext мест в совете директоров LCH.Clearnet.

Но как только Вернер Зейферт в декабре 2004 года от имени Deutsche Börse приценился к LSE, Теодору пришлось заняться другими неотложными проблемами: Euronext оказалась посреди вихря предложений и контрпредложений от биржевых групп с обоих берегов Атлантики.

Однако, поскольку в марте 2005 года Теодору удалось вплотную приблизиться к соглашению с LSE, он не оставлял надежду заключить эту сделку вопреки ограничениям, которые британская Комиссия по конкуренции ввела несколько позднее в том же году. Зимой 2005–2006 годов Теодор подвергся мощному натиску берлинского и парижского правительств, добивавшихся объединения Euronext с Deutsche Börse. В апреле 2006 года

Euronext вновь чуть не заключила сделку с LSE – в последний момент помешало известие о том, что американская NASDAQ приобрела 14,99 % лондонской биржи. В мае 2006-го, когда на первый план выступили внутренние проблемы LCH.Clearnet, Euronext в очередной раз пришлось отбиваться от Deutsche Börse. Тут на выручку Теодору пришла недавно акционированная NYSE. 22 мая 2006 года NYSE предложила за Euronext без малого 8 млрд евро наличными и акциями. 1 июня биржи подписали договор о «слиянии на равных основаниях», создав «первую всемирную биржу»⁵.

Корпоративные маневры 2005–2006 годов отвлекали внимание Теодора от напряженной ситуации внутри LCH.Clearnet, и даже когда он вмешивался в работу группы, тактические соображения оказывали заметное влияние на его решения.

Так, в мае 2005 года совет директоров LCH.Clearnet критиковал накладку с GCS, и некоторые члены совета уже тогда требовали отставки Харди. Теодор, чей успех в построении Euronext в значительной мере был обусловлен как раз успешной интеграцией IT-систем, не мог не понимать всей тяжести этой ситуации. Тем не менее он поддержал Харди и обеспечил попавшему в переplet CEO лишний год пребывания в должности. Люди, хорошо разбиравшиеся в тогдашней ситуации, говорили, что Теодор все еще надеялся осуществить свою мечту о слиянии с LSE, а потому не ссорился с Сити и не хотел, чтобы Комиссия по конкуренции заподозрила его в излишнем контроле LCH.Clearnet.

Годом позже проблема GCS усугубилась. Кое-кто из британских членов совета сердился на Харди за то, что тот не соизволил переслать им письмо из FSA с критикой корпоративного управления LCH.Clearnet. Более того, Харди вознамерился передать большой контракт по обеспечению IT-системы IBM и тем самым свести на нет ту работу, которую проводила для LCH.Clearnet Atos Euronext, – это насторожило французские регулирующие органы. Многие члены совета директоров выступали единым фронтом против Харди.

Регулирующие органы тоже получали неблагоприятные отзывы о состоянии дел в LCH.Clearnet, и Французский банк начал оказывать на компанию давление (а вес у него немалый), добиваясь перемен.

В Париже Кристоф Эмон, руководитель LCH.Clearnet SA, возмущался некоторыми распоряжениями Харди, в особенности же, как он говорил, непрозрачностью принимаемых в Лондоне решений. Регулирующие органы давили и на Эмона, указывая, что по французским законам он обязан делиться с властями любыми опасениями по поводу компании.

В выходные перед июльским заседанием совета директоров в Париже Эмон написал главе парижской LCH.Clearnet SA о своих тревогах по поводу планов Харди и управления группой. Патрик Бирли, глава лондонского филиала LCH.Clearnet, также в письменной форме поделился своими тревогами с главой компании.

Вечером накануне заседания совета директоров Эмон, Харди и еще несколько членов совета присутствовали на ужине Paris Europlace, компании, лоббирующей интересы крупнейших финансовых корпораций Франции. За ужином Харди осознал, что ему не удержаться в должности. Наутро он все же представил совету стратегический план развития LCH.Clearnet в ближайшие годы. План даже не стали обсуждать.

17.2. Власть переходит к Тапкеру и Лидделу

Крису Тапкеру и Роджеру Лидделу предстояла серьезная задача – изменить к лучшему перспективы LCH.Clearnet. Два профессионала посттрейдингового сектора заняли должности председателя и главного руководителя группы и привнесли в ее работу свежий взгляд.

Тапкер, канадец голландского происхождения, за шесть лет на посту председателя Euroclear наблюдал много драматических перемен. Преемник Тапкера в Euroclear, сэр Найджел Уикс, провозжая его благодарственной речью, отметил, что именно при Тапкере компания превратилась «из провайдера расчетных услуг по ценным бумагам с фиксированным доходом, оперирующим на основании контракта с нью-йоркской Morgan Guaranty Trust Company, какой она была в 2000 году» в «крупнейшего в мире полностью интегрированного, принадлежащего пользователям и управляемого пользователями провайдера внутренних и международных расчетов и сопутствующих услуг по облигациям, акциям и фондовым транзакциям»⁶. Тапкер сумел превратить Euroclear из замкнутого, ориентированного на технологии филиала американского банка в компанию, способную влиять на лоббистов, политиков и регулирующие органы, то есть на тех, кто формировал финансовую политику Европы.

Тапкер предвидел реакцию пользователей. До 2000 года он занимал должность старшего исполнительного вице-президента банка ABN Amro и отвечал за обработку транзакций, IT, финансы, хранение, риски и соблюдение правовых норм в инвестиционном подразделении банка. Находясь в Брюсселе, банк никак не подпадал под влияние Сити, а поскольку Euroclear располагала немалой долей в LCH.Clearnet, Тапкер сумел подойти к проблемам утратившей эффективность клиринговой палаты также и с позиции акционеров.

Компании требовался куда более активный председатель, чем де ла Мартиньер, и Тапкер соответствовал этому требованию. Хотя он по-прежнему был намерен уезжать в отпуск в Канаду, он и там оставался на связи и готов был при необходимости в любой момент вернуться в Лондон. Вместе с ростом ответственности возросла и зарплата: за 2007 год, первый полный год в должности, Тапкер получил 513 000 евро, а де ла Мартиньер в 2005 году – лишь 76 000.

Роджер Лиддел привнес в работу LCH.Clearnet дисциплину и трудовую этику, приобретенные им в должности руководителя Goldman Sachs. Лиддел весьма успешно занимал требующие отдачи должности. Окончив университет по специальности «горный инженер», он десять лет трудился на государственную угледобывающую компанию British Coal, в 1989 году получил MBA и в 1993-м пришел в Goldman Sachs. Красноречивый, остроумный, конкретный, он поднялся в Goldman Sachs до главы отдела международных операций и отвечал за поддержку инвестиционного бизнеса компании во всем мире. С Тапкером Лиддел был близко знаком, поскольку до 2005 года также состоял в совете директоров Euroclear. Не считался чужаком Лиддел и в LCH.Clearnet: в январе 2005-го Тапкер направил его в совет директоров группы представлять интересы Euroclear. Заняв пост главного руководителя компании, Лиддел тоже мог взглянуть на ее работу с новой стороны: глазами пользователя услуг клиринговой палаты.

Перед новым руководством LCH.Clearnet стояли серьезнейшие проблемы, а времени на исправление уже нанесенного ущерба оставалось все меньше. Неудачи LCH.Clearnet насторожили клиентов, биржи и регулирующие органы как раз в тот момент, когда на рынке посттрейдинговых услуг происходили стремительные перемены и конкуренты были готовы использовать любую подвернувшуюся возможность.

Интеграция LCH.Clearnet и LCH.Clearnet SA была настолько неполной, что операционное взаимодействие между лондонским и парижским центральными контрагентами группа начала

налаживать лишь после публикации Рекомендаций по доступу и взаимодействию европейского Кодекса деловой этики⁷.

Пользователи LCH.Clearnet оставались недовольны незначительными скидками и отсутствием комиссии. Клиенты-акционеры возмущались задержкой дивидендов. Участники клиринга, обращавшиеся в LCH.Clearnet SA с парижскими сделками, убеждались, что стоимость обслуживания там значительно превышала расценки центральных контрагентов Лондона, Франкфурта, Милана и Цюриха и даже тарифы других принадлежавших Euronext сервисов в Амстердаме, Брюсселе и Лиссабоне⁸.

Не было согласия и между биржами, которые обслуживала LCH.Clearnet. Биржи деривативов считали, что LCH после слияния с Clearnet уделяет слишком много внимания клирингу акций, к тому же, по мнению этих бирж, их вертикально структурированные конкуренты внедряли инновации быстрее, чем LCH.Clearnet с ее горизонтальной структурой, которая не торопилась откликаться на нужды бирж.

Со своей стороны, Euronext, хотя и получала прибыль от ретроцессий и дивидендов по привилегированным акциям в качестве «ориентированного на доходность» акционера, но опасалась, что затеи с системой GCS помешают совершенствованию клиринговой схемы Euronext-Liffe.

Клара Фурс из LSE принадлежала к числу членов совета директоров, жестко добивавшихся отставки Харди. По ее инициативе швейцарской SIS x-clear предложили вступить в конкуренцию с LCH и также заняться клирингом британских акций. Этот план, заявленный всего за полтора месяца до отставки Харди, был рассчитан на вынужденное снижение клиринговых расценок в LCH.Clearnet, что означало уменьшение затрат для инвесторов, проводивших сделки на лондонской бирже.

Пока ведущие биржи по обе стороны Атлантического океана проводили свои маневры, произошли и другие перемены, серьезно

отразившиеся на будущем LCH.Clearnet.

Во-первых, лондонская Международная нефтяная биржа IPE перешла к американским владельцам и превратилась в амбициозный и активный электронный концерн. Когда в 2000 году LCH и Clearnet завели разговор о слиянии, IPE представляла собой сонное царство, взаимный фонд, обладавший небольшим пакетом акций в LCH. В 2001 году биржу купила Интерконтинентальная биржа (ICE), американская интернет-платформа, созданная как раз для трейдинга энергетических и внебиржевых контрактов. В 2005-м ICE закрыла традиционный биржевой зал IPE и перевела энергетические контракты этой биржи на электронную платформу. Теперь лондонский филиал именовался ICE Futures.

В 2006 году клиринг внебиржевых контрактов ICE и контрактов ICE Futures, заключавшихся в США, стал наиболее быстрорастущей отраслью бизнеса LCH.Clearnet, однако в сентябре головная компания ICE со штаб-квартирой в Атланте договорилась приобрести за 1 млрд долл. NYBOT, биржу сырьевых товаров с собственной клиринговой палатой – New York Clearing Corp. Именно в объединении клиринговых услуг ICE видела основную стратегическую и финансовую выгоду от объединения, вступившего в силу в январе 2007 года.

Усилить клиринговые ресурсы компании Джеффри Спречера, CEO ICE, побуждала в первую очередь непрекращающаяся экспансия CME Group. Стоимость акций CME росла по экспоненте с тех пор, как ее клиринговое подразделение стало проводить с 2004 года клиринг контрактов CBOT. Акции котируемых биржевых групп, не имевших собственного клиринга, существенно отставали в цене.

В анонсе сделки с NYBOT подчеркивалось, что за истекший год клиенты ICE заплатили LCH.Clearnet 36 млн долл. за ее услуги⁹. Очевидно, ICE собиралась пересмотреть условия контракта с LCH.Clearnet и, быть может, устранить британскую клиринговую палату из цепочки посредников.

Еще одним событием в ноябре того же года стал проект Turquoise. Речь шла о создании в Лондоне «многосторонней трейдинговой платформы», принадлежащей инвестиционным банкам и соответствующей внедряемой ЕС директиве MiFID. За проектом стояло семь крупнейших инвестиционных банков¹⁰, участвовавших примерно в половине европейских сделок с акциями.

Под конец 2006 года немало спорили о том, в самом ли деле Turquoise нацелен на устранение посредничества европейских бирж и в особенности LSE или проект останется лишь угрозой с целью заставить биржи пересмотреть тарифы. Ясно было одно: заявленный проект свидетельствовал о растущем среди пользователей недовольстве всеми провайдерами финансовых инфраструктур.

Пользователи главным образом жаловались на биржи, на их растущие прибыли, но и провайдеры посттрейдинговых услуг не ушли от критики. Крупные инвестиционные банки не получили, на их взгляд, достаточных выгод от наметившегося с 2003 года подъема фондовых рынков, который последовал за крахом доткомов. Доходы и стоимость акций котируемых биржевых групп взлетели до потолка, а банки с трудом извлекали маржу от сделок, поскольку им приходилось существенно вкладываться в алгоритмические системы и в напряженную конкурентную борьбу трейдинговых отделов.

Сэр Дэвид Уокер, к тому времени занимавший пост старшего советника Morgan Stanley, сетовал:

Маржа фронт-офиса резко сократилась, и мы вынуждены делать часть этой работы практически бесплатно. Сама по себе стоимость расчетных и клиринговых услуг остается постоянной или незначительно повышается, но удельный вес таких расходов заметно возрос¹¹.

Тапкер и Лиддел были в курсе этого недовольства. Уокер оказался в числе тех людей, которые уговорили Тапкера взять на себя

LCH.Clearnet вместо того, чтобы уйти в отставку в конце 2006 года после семи лет во главе Euroclear, как планировалось изначально. Лиддел, прошедший школу Goldman Sachs, был весьма чувствителен к огорчениям инвестиционных банков. Turquoise стал лишь одним пунктом более широкой, ориентированной на пользователей программы сокращения фрикционной стоимости трейдинга. Вскоре отголоски этой кампании начали ощущаться в посттрейдинговом секторе.

С точки зрения Тапкера, власть на рынке постепенно переходила к пользователям и сосредотачивалась в руках менее многочисленных и более крупных компаний. За такими проектами, как Turquoise, предлагающими устранить посредников из сделок, совершаемых на биржах, могли последовать и более дерзкие планы вообще отказаться от услуг посредников в сфере клиринга и расчетов. В любом случае на провайдеров оказывалось сильное давление, принуждая их снижать цены.

Тапкер и Лиддел быстро отреагировали на обострившуюся конкуренцию. Тапкер пояснял:

Мы решили направить компанию по совсем иному пути и реализовать честолобивый план: осуществлять клиринг как можно большего ассортимента продуктов для как можно большего числа клиентов самым надежным и самым дешевым способом¹².

Компания предпринимала шаги к тому, чтобы «ослабить или вовсе устранить стимул к сокращению посредников, каков бы ни был источник такого стимула». Принятые меры, как объяснялось впоследствии¹³, включали в себя «изменения в операционной модели, чтобы обеспечить клиентам конкретные финансовые выгоды в форме существенного снижения цен здесь и сейчас взамен рибейтов или дивидендов акционерам в будущем». В октябре 2006 года LCH.Clearnet объявила о снижении тарифов на 26 % для

сделок на LSE и на меньшей бирже virt-x; на рынках наличного товара Euronext расценки были снижены на 15 %.

Новое руководство изыскивало финансовые ресурсы для снижения цен. Объемы торгов возрастали, принося бóльшие доходы, однако у компании оставалось немного времени до того, как клиенты потребуют бóльшую долю в этом благополучии. И пока время еще оставалось, LCH.Clearnet должна была успеть склонить к новой стратегии своего крупнейшего акционера и пользователя – Euronext, которая планировала слияние с LCH и Clearnet именно с целью довести до максимума свои доходы.

Отчасти можно сказать, что LCH.Clearnet ломилась в открытую дверь. Годом ранее на слушаниях в британской Комиссии по конкуренции Euronext дала понять, что готова отказаться от своей доли и представительства в совете LCH.Clearnet, однако Теодор не собирался при этом нести убытки.

Переговоры между LCH.Clearnet и Euronext начались осенью 2006 года. В феврале 2007-го компании достигли соглашения: LCH.Clearnet выкупит большую часть доли Euronext в своем холдинге (доля составляла 41,5 %).

Принадлежавшие Euronext конвертируемые привилегированные акции LCH.Clearnet были выкуплены еще до назначенного срока (декабрь 2008-го) примерно за 199 млн евро. Euronext вернул также 26,2 млн обычных акций LCH.Clearnet по цене 10 евро, то есть по той же цене, по которой они были выпущены в декабре 2003 года при слиянии LCH с Clearnet. Сделка оказалась выгодной для Euronext: Теодор обратил в деньги прибыль, капитализированную несколькими годами ранее.

В июне 2007 года это соглашение получило единодушное одобрение акционеров LCH.Clearnet. Доля Euronext в LCH.Clearnet упала к концу 2008 года всего до 5 %, в совете директоров концерна остался лишь один представитель Euronext. Пользователям досталось 73,3 % обыкновенных акций компании, и таким образом LCH.Clearnet приблизилась по своей структуре к принадлежащей

клиентам и управляемой клиентами организации. Остальные акции распределялись между Лондонской биржей металлов (4,4 %), ICE (1,5 %), и 15,8 % находилось в руках Euroclear, которая тем самым стала крупнейшим акционером этой клиринговой палаты. Выкуп в 461 млн евро был заплачен отчасти от удержанных прибылей, отчасти благодаря выпуску в 2007 году облигаций на сумму в 200 млн евро.

Пользователям было обещано «радикально снизить цены», а «со временем предоставить существенные скидки членам». LCH.Clearnet уже в 2007 году начала осуществлять план по снижению тарифов, собираясь довести снижение «в среднем до 30 % ежегодного дохода-нетто к 2009 году».

Но радость от успеха переговоров с Euronext длилась недолго. В апреле 2007-го и по достоинству, и по кошельку LCH.Clearnet был нанесен тяжелый удар: семь банков, стоявших за проектом Turquoise, поручили клиринг и неттинг сделок на этой платформе EuroCCP, подразделению Нью-Йоркской депозитарной трастовой корпорации. Эти семь банков были крупнейшими клиентами LCH.Clearnet. Их измена знаменовала начало труднейшего года в истории группы.

17.3. Turquoise и EuroCCP

Выбрав в качестве своего центрального контрагента DTCC, консорциум Turquoise вернул в Европу мощнейшего конкурента местных клиринговых палат, готового предложить существенную экономию за счет масштаба сделок, тридцатилетний опыт неттинга по сделкам с акциями и управления рисками в своем филиале NSCC и опыт 10 лет обслуживания альтернативных трейдинговых систем США. На тот момент посттрейдинговые услуги внутри ЕС, но за пределами национальных границ в восемь раз превышали по цене аналогичные услуги в США.

DTCC, гигант посттрейдинга, могла похвалиться тем, что за 2006 год осуществила клиринг ценных бумаг в США на сумму более чем в 1,5 квадриллиона долларов¹⁴. Она вырвала контракт Turquoise в жесткой борьбе против семи европейских клиринговых палат (в числе конкурентов была и LCH.Clearnet), пообещав снизить цены. EuroCCP должна была работать «по себестоимости», то есть все доходы, за вычетом операционных расходов, возвращаются участникам клиринга.

Переговоры с Turquoise были не первой попыткой DTCC вернуться на европейский рынок. Шестью годами раньше уже создавался EuroCCP, но центральный контрагент закрылся, не проведя ни одной сделки, поскольку на фоне общего снижения активности бирж в пору медвежьего рынка 2000–2002 годов планы вторжения NASDAQ в ЕС не состоялись. Однако с тех пор DTCC сохранила офис в Лондоне, и нью-йоркские служащие компании часто появлялись в Европе и выступали на профессиональных конференциях, используя каждую возможность для того, чтобы завоевать симпатии регулирующих органов и потенциальных клиентов. По словам Дона Донахью, CEO DTCC, проект EuroCCP реанимировали после того, как NYSE и Euronext продвинулись по пути к объединению, и до того, как был заявлен проект Turquoise¹⁵.

Соглашение между Turquoise и EuroCCP показало, как инициированные MiFID реформы устраняют барьеры в международной европейской торговле акциями. EuroCCP с самого начала должен был осуществлять клиринг сделок по акциям в 14 странах и в семи разных валютах.

«Наш договор с EuroCCP был согласован с участниками европейского рынка и позволял оперировать на общеевропейской основе», – пояснял Майкл Бодсон, топ-менеджер DTCC, назначенный председателем EuroCCP¹⁶. «В тылу» EuroCCP имелись технологические инфраструктуры и те ресурсы деловой активности, которые NSCC использовала в США. «Мы применяли тарифную сетку, установленную на внутриамериканском рынке, то есть предлагали очень низкие расценки. Этим преимуществом смогли воспользоваться клиенты EuroCCP».

DTCC с легкостью могла справиться с любыми объемами бизнеса, проходящими через Turquoise. «Мы адаптировали клиринговые и расчетные услуги под европейские условия, но при этом используем свои основные ресурсы обработки транзакций, а эти ресурсы еще весьма и весьма велики, – пояснял Бодсон. – Весь объем европейской торговли акциями оценивается примерно в 1,5 миллиарда акций – у нас хватит ресурсов и на поддержку Turquoise, и на другие трейдинговые платформы».

В качестве агента по расчетам EuroCCP купил американский банк Citi, занимавшийся обработкой транзакций по всему миру. Хотя это решение добавляло еще один уровень в клиринговую и расчетную инфраструктуру Turquoise, зато, покупая банк, а не строя собственный ресурс, EuroCCP сэкономил на вложениях в систему расчетов по ценным бумагам. Присоединив к себе филиалы Citi и используя его связи со многими центральными депозитариями, EuroCCP получал выгоды от увеличившихся объемов операций. В противном случае расходы времени и финансов на развитие расчетной системы для 14 охваченных проектом Turquoise рынков «оказались бы чересчур велики». Дайана Чен, занявшая должность

CEO EuroCCP в ноябре 2007 года, сформулировала альтернативу следующим образом:

Центральный контрагент мог открыть собственный счет для расчетов на каждом рынке, но это был бы долгий процесс с высокими операционными рисками. Нам потребовались бы люди, которые знали бы, как организовать центральный депозитарий на каждом из этих рынков и как им оперировать, разбирались бы в системе подчинения, правилах работы, процессе обработки, корпоративных отношениях и так далее. Ни один центральный контрагент не смог бы обслуживать многосторонние трейдинговые платформы сразу на множестве рынков, как предусматривал проект Turquoise, не прибегая к посредничеству третьей стороны и не делегируя часть бизнеса тем, кто знаком с местными рынками¹⁷.

Поскольку EuroCCP всецело полагался на головной отдел в Нью-Йорке, в лондонском офисе штат был небольшой, человек 15–20. Эти люди занимались в основном управлением рисками. Чен поясняла:

Управление рисками должно быть локальным и находиться в той же временной зоне, чтобы люди успевали отреагировать. Мы отслеживаем поступление маржи и сразу вмешиваемся, если приходится закрывать позиции участника, не выполнившего свои обязательства. Также важно обеспечить связь местных регулирующих органов с местными же менеджерами по рискам.

В конце марта 2008 года EuroCCP получила лицензию UK FSA в качестве Признанной клиринговой палаты (RCH). По закону Великобритании это позволяло компании проводить клиринг контрактов, оформленных на многосторонних трейдинговых платформах. В следующем месяце центральный контрагент поставил

свою подпись под европейским Кодексом деловой этики в сфере клиринга и расчетов.

Амбиции EuroCCP отнюдь не ограничивались отношениями с Turquoise. Чен ставила себе целью сделать EuroCCP «предпочтительным центральным контрагентом сперва для многосторонних трейдинговых платформ, а потом и для национальных рынков». Предлагая клиринг также и другим многосторонним трейдинговым платформам помимо Turquoise, EuroCCP получала возможность проводить неттинг одних и тех же акций на разных платформах и таким образом сократить расходы участников клиринга.

Таковы были надежды и ожидания, а на самом деле EuroCCP вовсе не вышел победителем в конкурентной борьбе за клиринг для многосторонних платформ. Проект Turquoise все время задерживался; шутники в Сити уже обыгрывали созвучие Turquoise – Tortoise, «черепаха». К тому времени, когда при поддержке EuroCCP проект Turquoise заработал-таки в августе 2008 года, его уже успели опередить на этом поле.

В 2007 году бельгийско-голландский банк Fortis, издавна занимавшийся клирингом, создал Европейскую систему многостороннего клиринга (EMCF) и предложил ее в качестве центрального контрагента для многосторонних платформ и других бирж ценных бумаг. 30 марта 2007 года EMCF начала осуществлять клиринг пяти голландских и пяти бельгийских видов акций, торгуемых на Chi-X – новой многосторонней трейдинговой платформе, специализирующейся на недорогих и высокоскоростных услугах для алгоритмического трейдинга.

С такого незначительного начала Chi-X, принадлежавшая в основном Instinet Europe и пользовавшаяся поддержкой инвестиционных банков и хедж-фондов, начала очень быстро расти. Через полгода она предоставляла платформу для трейдинга британских и французских голубых фишек, а через год охватила десять, а то и более процентов наиболее ликвидного европейского

рынка. Клиринговый бизнес EMCF тоже быстро рос, одновременно с ростом оборотов Chi-X: все новые многосторонние трейдинговые платформы обращались к услугам этого центрального контрагента.

17.4. ICE, LIFFE, Rainbow и LSE

Через двенадцать дней после сделанного в апреле 2007 года объявления о том, что контракт с Turquoise достался EuroCCP, ICE поделилась собственными планами создать новый лондонский филиал – ICE Clear Europe – и проводить там клиринг своих внебиржевых деривативов и энергетических фьючерсов, торгуемых на лондонской бирже ICE.

Для ICE Clear Europe был запрошен статус RCH. Так рынку дали понять, что корпоративная стратегия ICE на годы вперед подразумевает серьезное укрепление ее клиринговых ресурсов.

План ICE Clear Europe подразумевал передачу ей открытых позиций по контрактам ICE со счетов LCH.Clearnet. Лондонскому контрагенту предстояло потерять плату за услуги в размере – по оценкам CCP – 50 млн долл. за 2006 год. Это был серьезный удар по бизнесу LCH.Clearnet, которая занималась управлением рисками нескольких бирж и за счет экономии масштаба могла сократить маржу и гарантийный фонд на случай дефолта.

Прецедентов, которые могли бы подсказать, насколько осуществимы планы ICE, практически не имелось. Кое-какие уроки можно было извлечь из перевода открытых позиций SVOT от VOTCC в клиринговый отдел CME в 2003–2004 годах, хотя в том случае, для США уникальном, большую роль сыграл регулирующий орган – CFTC.

Успех или провал лондонской авантюры ICE всецело зависел от того, захотят ли клиенты ICE Futures, бывшей IPE, передать контракты новой, еще не опробованной клиринговой палате. ICE Clear Europe требовалось также получить одобрение британской FSA, а поскольку она добивалась статуса RCH – еще и одобрение Управления по добросовестной торговле (OFT).

Пятнадцать месяцев ушло на перестройку отношений между ICE и LCH.Clearnet. ICE пересматривала свой клиринговый контракт

в ходе слияния 2003 года, результатом которого стало появление LCH.Clearnet Group, и достигнутое соглашение защищало открытые позиции ICE. Теперь биржа известила LCH.Clearnet, что перестает пользоваться ее услугами с 18 июля 2008 года и с того же дня прекратит передавать в клиринговую палату данные о своих сделках.

Поначалу пользователи противились новшеству, в особенности потому, что опасались повышения тарифов. Кроме того, ICE лишала их выбора места клиринга. Однако с помощью американских менеджеров, пришедших на выручку местной команде, ICE начала активно бороться за поддержку пользователей и регулирующих органов, стараясь убедить их в том, что ей хватит технических и человеческих ресурсов для проведения клиринга в Лондоне.

Компания решила внести собственных 100 млн долл. в гарантийный фонд, поскольку «повышение ставок» должно было обострить внимание управляющих рисками, а также привлечь клиентов, которым приходилось делать большие взносы для капитализации нового фонда. Пошли в ход и «приманки» для первых пользователей, которые обратятся в ICE Clear Europe, в том числе «программа для членов-основателей», согласно которой наиболее лояльные пользователи получали вплоть до конца 2010 года 10 % доходов клиринговой палаты.

LCH.Clearnet тоже не складывала оружие. В марте 2008-го она подписала договор с NYMEX, соперницей ICE Futures: NYMEX отдавала LCH.Clearnet на клиринг новый ассортимент внебиржевых и биржевых фьючерсов, чтобы перебить клиентов у ICE Futures¹⁸.

Высказанные в июле 2008 года предложения ICE Futures передать ей контракты и открытые позиции вызывали у LCH.Clearnet также и опасения, связанные с системными рисками. В особенности пугало то, что по плану передача контрактов в выходные после пятницы 18 июля предусматривала также перевод версии программного обеспечения TRS/CPS, с помощью которого LCH.Clearnet проводила клиринг ICE, и не оставалось возможности «откатить» эту операцию

или сохранить за LCH.Clearnet ресурс для клиринга контрактов ICE на случай, если все же возникнут проблемы.

Но к началу июля 2008 года Пол Сванн, прежде управляющий LCH.Clearnet, а годом ранее назначенный главным управляющим ICE Clear Europe, добился поддержки от 44 компаний, которые торговали на ICE Futures и проводили клиринг контрактов через LCH.Clearnet. ICE и LCH.Clearnet начали переговоры, преодолевая трудности, связанные с передачей контрактов. Стало ясно, что к 18–20 июля передать все контракты не удастся, и были назначены более реалистичные сроки – выходные 13–14 сентября.

Успеху ICE способствовало несколько факторов. Проект ICE Clear Europe в апреле 2008 года одобрило Управление по добросовестной торговле, полагая, что появление новой клиринговой палаты не окажет отрицательного влияния на конкуренцию среди бирж. Напротив, OFT предположило, что конкуренция «даже усилится»¹⁹.

В мае было получено одобрение и от FSA. Несмотря на постоянные протесты руководства LCH.Clearnet, Управление по финансовому регулированию и надзору не согласилось с тревогами этой компании насчет системных рисков, сопутствующих передаче контрактов ICE.

Годом позже системные риски начнут беспокоить политиков всего мира, но ICE подала заявку в том промежутке между двумя эпохами, когда регулирующие органы в не меньшей мере заботились о поддержании конкуренции, чем об устранении рисков.

Борьбу Тапкера и Лиддела против ICE затрудняли промахи прежнего руководства. ICE апеллировала к пользователям: ее собственный центральный контрагент обрабатывает больше контрактов и быстрее. Напоминала о том, что NYMEX, именно потому что она располагала собственным центральным контрагентом, успела провести вчетверо больше контрактов, чем ICE за те четыре года, что нью-йоркская биржа предлагает аналогичные продукты.

Союз же LCH.Clearnet с NYMEX казался клиентам ICE Futures непродуктивным. Хотя председатель NYMEX Ричард Шефер предсказывал существенные выгоды такого союза, «в том числе маржу и бóльшую отдачу от капитала, доступ к мировым рынкам, разнообразие ассортимента и возможность буквально круглосуточных транзакций»²⁰, ICE умело использовала опасения, что этот альянс, даже если он сам по себе окажется успешным, ухудшит условия конкуренции для трейдеров.

Конкуренция ICE и NYMEX шла на пользу рынку. Если бы клиенты сохранили за LCH.Clearnet функции «признанной клиринговой палаты», им пришлось бы отказаться от ICE в качестве торговой платформы, и тогда NYMEX захватила бы монополию на биржевые энергетические контракты как раз в тот момент, когда эту биржу собиралась поглотить CME, доминирующая во всем мире фьючерсная биржевая группа. И в самом деле, CME присоединила к себе NYMEX, а заигрывания этой биржи с LCH.Clearnet так ни к чему и не привели.

Подрывало позиции LCH.Clearnet и то обстоятельство, что ранее в том же 2008 году ей уже пришлось согласиться с трансфертом открытых позиций по настоянию другого пользователя.

Беда, как говорится, не приходит одна. Применительно к LCH.Clearnet эта поговорка оправдалась полностью за полгода после передачи проекта Turquoise EuroCCP и формирования ICE Clear Europe в апреле 2007 года. Летом Джон Тэйн, управляющий NYSE Euronext, предупредил Роберта Лиддела о том, что NYSE Euronext намерена провести переговоры по изменению коммерческих отношений между LCH.Clearnet и LIFFE. LIFFE, отделение NYSE Euronext, занимавшееся международными деривативами, было крупнейшим пользователем LCH.Clearnet.

«В тот момент могло показаться, будто компания находится при последнем издыхании, – вспоминал Тапкер. – Мы не знали, что делать. Мы всего год как пришли в руководство LCH.Clearnet. Только

успели решить проблему с IT, и вдруг начались тектонические сдвиги, земля уходила из-под ног»²¹.

Новое руководство поплатилось главным образом за те проблемы, которые возникли в первые три года после слияния LCH и Clearnet. У пользователей и бирж начался «отсроченный шок».

Но были и другие факторы: действия ICE и LIFFE свидетельствовали об изменениях на самом рынке. Слияние CME и CBOT завершилось в июле 2007 года. Антимонопольные органы США не препятствовали появлению чрезвычайно доходной вертикально интегрированной CME Group. Неудержимый подъем CME, по словам Тапкера, «оказывал давление на прочие акционированные биржи, принуждая их обзаводиться собственным клирингом, чтобы извлечь выгоду из больших заработков и лучшей пропорции цены/заработка, которую обеспечивало наличие клиринга»²².

Тэйн, прошедший школу Goldman Sachs и занимавший прежде должность CEO NYSE, с появлением в апреле 2007 года трансатлантической биржи занял высший пост в NYSE Euronext и теперь тоже испытывал сильное давление. Летом 2007 года группа инвестиционных банков – большая часть их входила в консорциум Turquoise – подготовила новый проект, Rainbow: они собирались запустить новую трейдинговую платформу для финансовых фьючерсов и перебить клиентов у давних европейских бирж деривативов.

Слухи о маневрах этого консорциума после небольшой отсрочки в январе 2008 года просочились в прессу²³. В группе Rainbow состояли влиятельнейшие пользователи LCH.Clearnet, в том числе, как уже упоминалось, Barclays, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan, Lehman Brothers, MF Global, UBS и хедж-фонд Citadel Investment. Они ставили себе целью составить LIFFE конкуренцию на основном для себя рынке – рынке процентных фьючерсов, выраженных в евро и в фунтах стерлингов. Одним из советников Rainbow был Дэвид Харди.

Планы ICE представляли прямую угрозу для LCH.Clearnet, но этого следовало ожидать после приобретения корпорацией NYBOT и входившего в ее состав центрального контрагента New York Clearing Corp., однако угроза инвестиционных банков исключить из цепочки посредников старинные европейские биржи деривативов породила трудности уже на ином уровне.

Банки, стоявшие за проектом Rainbow, предложили LCH.Clearnet заниматься клирингом контрактов, взаимозаменяемых с контрактами LIFFE, то есть появлялась возможность компенсировать контракты открытыми позициями по аналогичным контрактам LIFFE, уже прошедшими клиринг на LCH.Clearnet. Это вызвало бы отток ликвидности от LIFFE.

Проект Rainbow был представлен совету директоров LCH.Clearnet 6 февраля 2008 года. Эдакая отравленная чаша для клиринговой палаты. Не дожидаясь запуска проекта, LIFFE отсоветовала LCH.Clearnet сотрудничать с этим консорциумом в какой бы то ни было форме и начала искать способы прикрыть свои тылы. Биржа попыталась пересмотреть контракт с LCH.Clearnet: в отличие от контракта между клиринговой палатой и ICE это соглашение не переписывалось в момент слияния LCH и Clearnet и не обеспечивало LIFFE безусловных прав интеллектуальной собственности на открытые позиции контрактов.

Эта проблема обсуждалась с советом директоров LCH.Clearnet в феврале и марте 2008 года. После нелегкой дискуссии было решено провести переговоры между LIFFE и клиринговой палатой с целью передать под контроль биржи клиринг ее контрактов, заметно сократив тем самым объем услуг, оказываемых бирже LCH.Clearnet²⁴. Биржа собиралась организовать собственного центрального контрагента – LiffeClear – для защиты своих открытых позиций, а на LCH.Clearnet возложить задачу управлять рисками и гарантировать торги.

Соглашение между LIFFE и LCH.Clearnet, вступившее в силу через семь месяцев²⁵, предлагало клиентам LIFFE нечто среднее между

горизонтальной и вертикальной структурой. LiffeClear забрала у LCH.Clearnet функции контрагента по открытым позициям, таким образом сохранив за биржевой группой доходы от клиринга и другие преимущества «вертикали». Но клиенты LIFFE не были обязаны платить взносы в новый гарантийный фонд и продолжали пользоваться выгодами диверсифицированного портфолио позиций гарантийного фонда LCH.Clearnet. LCH.Clearnet должна была и впредь исполнять различные сопряженные с клирингом обязанности по контрактам LIFFE, в частности собирать маржу. В случае дефолта LCH.Clearnet выступала в качестве контрагента и полностью брала ответственность на себя.

Это соглашение предоставляло LIFFE больший контроль над ее платформой TRS/CPS, которую она прежде передала в аренду LCH.Clearnet. Пока LCH.Clearnet предпринимала попытки создать Generic Clearing System (которые впоследствии обернулись провалом), эта платформа страдала от недостатка инвестиций. С другой стороны, на том этапе биржа не собиралась конкурировать с LCH.Clearnet. Она создала LiffeClear в качестве клиринговой службы самой Liffe: статус RIE позволял ей выступать контрагентом по собственным контрактам. В отличие от ICE Clear Europe, LiffeClear не добивалась статуса RCH и не могла предлагать свои услуги другим компаниям.

Пересмотр отношений с LIFFE грозил клиринговой палате очередным сокращением доходов, но даже урезанные поступления от LIFFE – которые оценивались на уровне 30 млн евро в год – позволили бы клиринговой палате удержаться на плаву. В качестве компенсации за невыполненное условие предупредить о разрыве за три года NYSE Euronext однократно выплатила LCH.Clearnet 260 млн евро, то есть примерно ту сумму, которую клиринговая палата могла выручить от контрактов Euronext.

LIFFE сознательно выстраивала политику таким образом, чтобы не отпугнуть своих пользователей и не вызвать общественного недовольства – а это могло случиться, если бы возникло

подозрение, будто биржа стремится подорвать бизнес LCH.Clearnet. Именно из-за таких опасений в 2007 году отказались от пересмотра отношений между LIFFE и LCH.Clearnet. Но когда в 2008 году переговоры возобновились, положение клиринговой палаты успело несколько выправиться.

Доход от операций группы вырос за 2007 год на 45 % – до 257 млн евро. Несмотря на сокращение тарифов, доход нетто за вычетом процента участников клиринга и других накладных расходов увеличился почти на 13 % и достиг 501 млн евро. Число сделок было рекордным – 1,72 млрд контрактов прошли клиринг, на 36 % больше, чем в 2006 году, и на рекордную же сумму в 616 трлн евро²⁶.

Группа осваивала новые для себя виды бизнеса, например фрахт, расширяла клиентскую базу среди энергетических трейдинговых платформ и на европейском рынке акций, где либерализация рынка благодаря новым правилам MiFID и Кодекса деловой этики ЕС (см. раздел 16.9) обеспечила процветание многосторонних трейдинговых платформ.

В конце ноября 2007 года LCH.Clearnet после долгих месяцев простоя впервые завербовала нового клиента среди бирж и начала предоставлять клиринговые услуги Nodal Exchange, рынку энергетического трейдинга в Северной Америке. В марте 2008 года было достигнуто предварительное соглашение о клиринге контрактов Börse Berlin Equiduct Trading, многосторонней трейдинговой платформы, а парижская LCH.Clearnet SA тем временем занялась клирингом контрактов Люксембургской фондовой биржи (Luxembourg Stock Exchange), через которую проходило 30 000 международных облигаций. В 2008 году у группы, прежде не спешившей с инновациями, непрерывно появлялись новые виды услуг и новые клиенты.

Хотя новые клиенты и не относились к числу крупных, они отчасти компенсировали разрыв отношений с ICE Futures и LIFFE. Тем не

менее опасность потери и других клиентов клиринговой палаты сохранялась.

Одним из таких клиентов была Лондонская фондовая биржа. Отношения между LSE и LCH всегда складывались непросто, но после того как биржа не сумела в 1993 году осуществить проект Taurus – создание собственной посттрейдинговой инфраструктуры, – LSE стала выступать в пользу горизонтальной модели клиринга и расчетов в Европе.

Однако в июне 2007 года LSE пошла на слияние с Borsa Italiana, итальянской вертикально интегрированной биржевой группой, которой принадлежало 86,36 % Клиринговой палаты Биржи Италии (CC&G) – она управляла центральным контрагентом Borsa Italiana на рынках акций и деривативов.

Чтобы добиться согласия акционеров на слияние, которое в итоге произошло 1 октября 2007 года, LSE пришлось сменить политику. Объединенная группа, как предполагалось, сможет обратить себе на пользу появившееся у европейских клиентов согласно Кодексу деловой этики право выбирать место клиринга и расчетов²⁷. LSE сама на себя навлекла нелегкие испытания.

После того как в 2006 году LSE требовала от LCH.Clearnet позволить компаниям – участникам торгов по акциям самим выбирать себе провайдера клиринговых услуг, в марте 2008 года биржа удивила лондонский рынок и Еврокомиссию, объявив о стратегической перестройке своей клиринговой системы. Биржа отказалась от системы конкуренции между клиринговыми услугами LCH.Clearnet и SIS x-clear, хотя эта система отлаживалась два года и как раз готова была вступить в строй.

Патовая ситуация длилась несколько месяцев, пока LSE не поддалась напору клиентов в Сити и Еврокомиссии и не вернулась на прежние позиции. Но после такой попытки никто уже не мог рассчитывать на приверженность этой биржи горизонтальной модели, и LCH.Clearnet искала для себя подстраховку, чтобы выжить. Ей требовался сильный партнер с перспективами слияния.

17.5. LCH.Clearnet: поиск союза ради безопасности

В июле совет директоров LCH.Clearnet Group был извещен о необходимости изменить отношения с LIFFE таким образом, чтобы биржа получила экономический контроль своих открытых позиций. На том же собрании совет рассматривал возможности на будущее, в том числе слияние LCH.Clearnet с более сильным партнером. Был вариант объединиться с Euroclear, превращавшейся в самого крупного акционера клиринговой компании. Другой вариант – слиться с DTCC, которая сумела произвести впечатление на основных пользователей LCH.Clearnet, и те передали контракт с Turquoise этой американской клиринговой палате. В-третьих, можно было установить каналы связи с обеими компаниями или с обеими осуществить слияние, и наконец оставалась альтернатива сражаться и дальше в одиночку, подвергая существенному риску долгосрочные перспективы LCH.Clearnet.

Из представленных четырех вариантов компания выбрала версию трехстороннего соглашения с Euroclear и DTCC.

Соглашение о слиянии NYSE и Euronext в 2006 году уже побудило думать об установлении канала связи между LCH.Clearnet и NSCC, чтобы американская и европейская части группы NYSE Euronext работали согласованно. Поговаривали об электронном мосте через Атлантику, в котором также будет участвовать филиал DTCC DTC, осуществляя клиринг и расчеты по взаимозаменяемым акциям, котируемым и в Нью-Йорке, и в Париже.

В 2007 году начались предварительные переговоры между DTCC, LCH.Clearnet и Euroclear о взаимодействии более высокого уровня. Внешне у компаний имелось много сходства: все они принадлежали и управлялись клиентами, имея даже общих владельцев. Каждая из трех могла что-то привнести в этот союз. LCH.Clearnet располагала возможностями клиринга и управления рисками в сфере деривативов и внебиржевых рынков, а DTCC как раз этого

недоставало. Филиал DTCC EuroCCP, как следует окрепнув, мог обеспечить ресурсы клиринга акций, которые заменили бы слишком дорогую систему, используемую парижским филиалом LCH.Clearnet. Euroclear, с центральными депозитариями на рынках Euronext, дала бы тройственному союзу возможность ведения расчетов в Европе и свое ноу-хау, особенно в области корпоративной деятельности и управления залогами. Она также располагала ресурсами неттинга, дополнявшими услуги лондонского контрагента по акциям, которые оказывала LCH.Clearnet.

Специалисты, посвященные в ход этих переговоров, сообщают, что первоначально Euroclear хотела объединить усилия с DTCC и контролировать LCH.Clearnet, а в результате это вело к слиянию и созданию центрального контрагента, работающего по себестоимости. Однако у тройственного союза имелись и препятствия.

Камнем преткновения стал вопрос о том, кому достанутся ключевые должности в объединенной компании. Еще одно затруднение – различие в структуре двух финансово мощных партнеров, Euroclear и DTCC. DTCC с моделью работы по себестоимости имела сравнительно небольшой уставной капитал, и ее акции котировались достаточно низко. Euroclear, хотя и позиционировала себя как компанию, принадлежащую клиентам и управляемую ими, ориентировалась на прибыль, и ее акции шли по гораздо более высокой цене, чем акции DTCC и LCH.Clearnet.

В результате многолетней экспансии, в ходе которой Euroclear пускала в ход свои акции как валюту и скупала центральные депозитарии, в составе акционеров компании появились крупные, в том числе французские, финансовые институты, которые не принадлежали к числу основных пользователей и рассматривали свой пакет акций в качестве капиталовложения. Переход Euroclear на модель работы по себестоимости по образцу DTCC и LCH.Clearnet, которая как раз осуществляла такую внутреннюю реформу, требовал времени и противоречил интересам этих акционеров. Хотя Euroclear

была готова отказаться от части доходов в надежде как-то устранить проблему, практическое решение буксовало.

Спустя несколько месяцев LCH.Clearnet и DTCC сочли трехстороннее соглашение трудноосуществимым и предложили Euroclear для начала снизить стоимость своих услуг. Это решение было принято в Брюсселе не без досады. Далее обсуждался более узкий двусторонний союз DTCC и LCH.Clearnet, который на самом деле подразумевал поглощение европейской клиринговой палаты более крупной американской. 22 апреля 2008 года совет директоров LCH.Clearnet Group уполномочил управляющих начать переговоры с DTCC. Кодовое слово для обозначения этих переговоров – «велосипед» – подразумевало два колеса, то есть неучастие Euroclear.

Логика развития индустрии подталкивала к слиянию. Политики, особенно в США, все более тревожились по поводу внебиржевых деривативов. С точки зрения LCH.Clearnet, пользователи должны были существенно выиграть благодаря объединению клирингового опыта LCH.Clearnet, особенно SwapClear, с принадлежащими DTCC и DerivServ «складами информации» по внебиржевым контрактам – там предоставлялись все услуги, кроме клиринга внебиржевого рынка. Крис Тапкер также надеялся, что объединенная группа DTCC–LCH.Clearnet сможет затем завладеть Клиринговой корпорацией (CCorp) и разобраться с ее пока не слишком удачными попытками создать центрального контрагента для кредитных деривативов²⁸.

17.6. Вертикальное восхождение

«Флирт» LCH.Clearnet и DTCC пришелся на пору нарастающего смятения в мировых финансах.

Трещины проступили в 2007 году, а в 2008-м заметно расширились. В марте 2008 года американский инвестиционный банк Bear Stearns рухнул и по настоянию федерального правительства был за ничтожную сумму приобретен JPMorgan Chase.

Кризис на американском рынке субстандартных ипотек быстро распространился по всему миру: «плохие долги» одних банков заражали другие. Банки имели обыкновение секьюритизировать ненадежные кредиты и перепродавать их – в результате зараза распространялась по всему финансовому миру. Регулирующие органы не успели заметить, как банки и финансовые институты за пределами традиционной финансовой системы оказались связаны тысячами взаимных уз. Эра «великой умеренности» близилась к печальному концу.

Центральные контрагенты и клиринговые палаты пока еще не ощутили на себе приближение кризиса, но все же начали испытывать неуверенность. Будущее клиринга также оказалось под вопросом.

На уровне трейдинговых платформ происходили быстрые перемены. Биржи, основной клиент клиринговых палат, акционировались; особенно быстро это происходило в Северной Америке: в 2005 году ICE, а в 2006-м NYSE и NYMEX последовали примеру CME и превратились в акционерные общества.

С другой стороны, традиционным биржам угрожала растущая конкуренция со стороны альтернативных трейдинговых платформ, нацеленных на алгоритмический трейдинг с большими объемами и низкой маржей. Такие платформы получали поддержку инвестиционных банков и других крупных клиентов бирж, которые после акционирования бирж продавали свою долю в них и вкладывали средства в новые платформы, чтобы сэкономить на стоимости операций.

Альтернативные трейдинговые платформы – в США они именовались «электронными сетями коммуникации» (ECN) – расцвели в пору бума доткомов и отступили на заранее подготовленные позиции в пору их краха. Теперь они вновь вышли на первый план.

В Европе благодаря MiFID появлялись все новые многосторонние трейдинговые платформы. Они обращались за услугами клиринга

предпочтительно к новым провайдерам, таким как EuroCCP и EMCF, а не к традиционным местным провайдерам. Эксперты и политики еще недавно предсказывали сокращение числа центральных контрагентов в Европе, а вместо этого их число умножилось.

Акционирование и конкуренция среди старинных бирж также вели к консолидации и вместе тем к диверсификации услуг групп, возникавших в результате слияний и приобретений. CME в 2007 году приобрела акционированную CBOT, а в 2008-м и NYMEX.

ICE, присоединившая к себе лондонскую IPE и нью-йоркскую NYBOT, дерзко боролась с CME за CBOT. Не добившись своего на этом поле, ICE приобрела в 2007 году почтенную биржу Winnipeg Commodity Exchange, а летом 2008-го ей досталась инновационная брокерская компания Creditex Group. В секторе трейдинга акций произошло слияние NYSE с Archipelago, самой успешной из новых американских трейдинговых платформ наличных акций, и это был лишь один этап в процессе превращения NYSE Group в публично котируемую, ориентированную на прибыль компанию.

В Европе Euronext и Deutsche Börse не смогли преодолеть свои противоречия и осуществить слияние – таким образом, в 2007 году представилась возможность для создания NYSE Euronext, первой трансатлантической биржи. За этим последовали столь же неожиданные союзы внутри Европы (например, LSE и Borsa Italiana), предполагались новые трансатлантические слияния и начались переговоры между LCH.Clearnet и DTCC.

В процессе акционирования и консолидации все заметнее становилась роль слияний, ориентированных на клиринг. Взлет акций CME до почти 715 долл. за акцию в январе 2008 года по сравнению с 35 долл. на момент первичного размещения отчасти был обеспечен клирингом. ICE, добиваясь в 2006 году приобретения NYBOT, в значительной мере руководствовалась желанием приобрести клиринговую инфраструктуру компании. Клиринговая инфраструктура привлекла и внимание LSE к Borsa Italiana. В октябре 2007-го NASDAQ купила Boston Stock Exchange именно

с целью завладеть клиринговой корпорацией этой биржи, Boston Stock Exchange Clearing Corporation.

Для ориентированных на прибыль биржевых групп желание владеть центральным контрагентом было вполне оправданным. В первые годы XXI века акционирование и переход к коммерческой ориентации шли среди провайдеров инфраструктурных услуг рука об руку с распространением вертикальной интеграции бирж, клиринговых палат, а порой и расчетных инфраструктур.

Вслед за LIFFE от горизонтальной модели отвернулись и другие давние ее сторонники. В Швейцарии банки, владевшие тремя отдельными компаниями – биржевой, клиринговой и расчетно-платежной, – объединили их в стратегический холдинг в тот самый год, когда произошло слияние LSE с Borsa Italiana. В Швейцарии SWX Group, SIS Group и Telekurs объединились в SIX Group; в результате в одной группе собрались провайдеры всех инфраструктурных услуг, что существенно укрепило швейцарский финансовый центр²⁹.

Хотя компании из SIX Group поначалу не выражали желания строить вертикально интегрированную структуру, ее привлекательность на европейских рынках заметно возросла. Отчасти это стало парадоксальным следствием принятого ЕС Кодекса деловой этики, который признала и Швейцария. Кодекс настаивал на равных правах доступа и операционном взаимодействии бирж, центральных контрагентов и центральных депозитариев, а властные органы ЕС решили вдобавок не уполномочивать специальные структуры посттрейдинговых услуг, и в результате центральные контрагенты в составе вертикально интегрированных групп вновь обрели вес.

Кодекс допускал вертикальную интеграцию без эксклюзивно интегрированной структуры. Европа, казалось, нашла золотую середину между крайностями вертикальной и горизонтальной моделей. В духе стремления к синтезу британские антимонопольные органы одобрили создание ICE Clear Europe, а LCH.Clearnet и LIFFE

достигли компромисса и выстроили «диагональную» структуру LiffeClear. Горизонтальные структуры и принадлежащие взаимным фондам посттрейдинговые инфраструктуры Европы сдавали позиции. Одной из причин их упадка стало неумение наладить взаимодействие в соответствии с Кодексом.

В США акты Конгресса продолжали удерживать четкую границу между вертикальной и горизонтальной структурой, но и там уже происходили кое-какие сдвиги. После того как NSCC и DTC объединились в вертикальной структуре и в 1998 году сформировали DTCC, продолжалась консолидация провайдеров клиринговых и расчетных услуг под знаменем DTCC. С другой стороны, угроза монополизации клиринговых и расчетных услуг на рынках ценных бумаг отчасти смягчалась принятой моделью компании, управляемой клиентами и работающей по себестоимости. Обслуживавшая все американские опционные биржи Опционная клиринговая корпорация (ОСС) также осуществляла общий клиринг на «горизонтальных» принципах.

До 2008 года вертикально интегрированная модель господствовала на американских биржах деривативов. В 2003-м CFTC поощрила намерение CME взять на себя функции центрального контрагента для CBOT и нанесла смертельный удар по планам BOTCC превратиться в горизонтального провайдера клиринговых услуг для ряда бирж. Министерство юстиции США не препятствовало ни дальнейшему слиянию CME и CBOT в 2007 году, ни приобретению NYMEX в 2008 году концерном CME Group.

В феврале 2008-го фондовые рынки дали почувствовать, насколько важна для бизнеса CME ее вертикальная модель: 6 февраля акции холдинга CME Group и NYMEX рухнули на беспрецедентные 18 %. Цена акций на фондовых биржах Европы обрушилась через неделю после того, как CME предложила оплатить часть сделки с NYMEX своими акциями. Падение курса акций в одночасье «съело» 1,7 млрд евро от одиннадцатимиллиардной сделки.

Катастрофу вызвал отчет Министерства юстиции США с заключением, что «действующие правила и политика по клирингу фьючерсных контрактов не должным образом препятствуют конкуренции между фьючерсными биржами и возможности развития трейдинга финансовых фьючерсов, нанося тем самым ущерб клиентам и экономике в целом»³⁰. Откликнувшись на призыв Министерства финансов, Министерство юстиции подготовило документ, требующий поощрять конкуренцию бирж, «в том числе положив конец контролю за клиринговыми услугами со стороны бирж». В этом документе предлагалась определенная схема регулирования и структура клиринга для американских рынков акций и опционов в надежде, что такая модель «позволит провайдерам, осуществляющим клиринг фьючерсов, предлагать свои услуги ряду бирж и обращаться с идентичными контрактами как со взаимозаменяемыми».

Опасная идея. Естественно, CME Group, ее лоббисты и сторонники захлебнулись воплями протеста. Комиссар CFTC Барт Чилтон счел мнение Министерства юстиции «сомнительным по ряду параметров». Сенатор от штата Иллинойс Дик Дурбин и конгрессмен Рам Эмануэль письменно выразили министру финансов Генри Полсону и генеральному прокурору США Майклу Мьюкейси «категорические возражения» против выводов Министерства финансов.

8 февраля Министерство юстиции возложило ответственность за это решение на свой Антимонопольный департамент и просило рассматривать документ всего лишь как одну из точек зрения Министерства финансов.

Наблюдатели в Вашингтоне считали, что этот документ отражает сопротивление части чиновников Министерства юстиции одобренному ранее слиянию CME Group и CBOT. Но тех, кто предсказывал, что у CME Group появятся проблемы с приобретением NYMEX, позднее, в 2008 году, постигло разочарование: Министерство юстиции одобрило и эту сделку.

Победа Барака Обамы на президентских выборах 2008 года также не благоприятствовала действиям против вертикальных структур на государственном уровне. Через год после опубликования пресловутого документа Министерства юстиции пост главы администрации Белого дома при Обаме занял Рам Эмануэль.

Годы упорного лоббирования CME Group в Вашингтоне помогли сохранить вертикальную структуру трейдинга и клиринга на фьючерсных биржах США. В 2000-е годы сперва независимая биржа CBOT, а потом CME Group успешно отбивались от покушений BrokerTec, Eurex и Euronext-Liffe на долю своего бизнеса. В главе 20 будет объяснено, что это не помешало появлению новых претендентов, готовых напасть на чикагского «левиафана».

17.7. Трансатлантические перспективы

На фоне разгоревшегося в 2008 году финансового кризиса, в крайне нестабильной ситуации на рынках клиринговых услуг, одна тенденция казалась неизменной. Вслед за появлением в 2007 году NYSE Euronext последовали и другие трансатлантические слияния и приобретения среди бирж. Отказавшись от попыток присоединить к себе LSE, NASDAQ удовлетворилась приобретением скандинавского биржевого оператора OMX и в декабре 2007 года объявила о создании NASDAQ OMX Group. В том же месяце Eurex завершила сделку на 2,8 млрд долл., заполучив Международную фондовую биржу (ISE), быстро развивающуюся нью-йоркскую биржу опционов по электронике.

По мнению Дона Донахью, CEO и председателя NYSE Euronext, слияние и выход DTCC на европейский рынок задали новую парадигму «сшивания рынков по всему земному шару». Выступая в мае 2007-го на биржевой конференции в Лондоне, Донахью заявил, что рынок посттрейдинговых услуг в Европе уже не очерчивается ни национальными границами, ни даже границами региона в масштабе еврозоны³¹.

Вдобавок американские компании ICE Clear Europe и EuroCCP начали с 2008 года свою деятельность в Европе – как раз к 120-летию основания Лондонской продуктовой клиринговой палаты (LPCN). Окончательно сложилось впечатление, что американские клиринговые палаты вознамерились захватить господство на мировом рынке услуг центрального контрагента.

Казалось, до вхождения LCH.Clearnet в состав DTCC рукой подать. Председатель LCH.Clearnet Крис Тапкер отмечал: «Мы работаем уже в условиях трансатлантического рынка, поэтому, если фронт-офис рынка признает эту реальность, вполне естественно смириться с ней и сектору услуг»³².

Но к июню 2008 года выяснилось, что на союз LCH.Clearnet и DTCC возлагались чересчур оптимистичные надежды. В выходные 13–14 сентября власти США допустили банкротство Lehman Brothers, и когда пять недель спустя DTCC и LCH.Clearnet наконец-то заявили о намерении объединиться³³, тектонические пласты, на которых строилась их деятельность, уже вновь успели сместиться.

В год дефолта Lehman клиринг, как выразился Роджер Лиддел, «достиг совершеннолетия»³⁴, однако банкротство американского инвестиционного банка вынудило мировой финансовый рынок к куда более глобальной смене парадигмы, чем после слияния NYSE и Euronext.

В следующих главах мы обсудим, почему одним из важнейших элементов реакции на серьезнейший финансовый кризис со времен Великой депрессии 1930-х годов стало повышение роли клиринга через центрального контрагента. Однако мы также поясним в части V, что одним из последствий такого повышения статуса центрального контрагента стал отказ от честолюбивого замысла породить трансатлантического гиганта, объединив DTCC и LCH.Clearnet.

Часть V. Новая парадигма: клиринг после кризиса

18. Снижение рисков на внебиржевом рынке

18.1. Слишком великие и влиятельные, чтобы рухнуть

Банкротство Lehman Brothers Holding привело к провалу рыночного либерализма. Отказ правительства США в финансовой помощи инвестиционному банку отражает царившую тогда убежденность, что рынок в силах справиться с банкротством такого игрока. После спасения Bear Stearns в распоряжении финансовых рынков было, как считается, шесть месяцев, чтобы подготовиться и организованно ликвидировать сходный по размерам финансовый институт.

Идея о том, что другим финансовым институтам, тесно связанным друг с другом, тоже позволят рухнуть, прожила не более суток. 16 сентября 2008 года американское правительство вынуждено было предоставить American International Group (AIG) заем в размере 85 млрд долл. в обмен на 79,9 % акций компании, чтобы предотвратить банкротство крупнейшей страховой группы США. Ее спасение обошлось налогоплательщикам в 180 млрд долл.

Пока Lehman Brothers неумолимо приближался к краху, американский страховой гигант стремительно терял капитал. Его проблемы выплыли на свет в феврале, когда аудиторы AIG обнаружили «серьезные недочеты» в оценке внутренним контролем портфеля кредитных дефолтных свопов (CDS) по долговым обязательствам с преимущественным правом требования.

Когда на выходных 13 и 14 сентября в здании Федеральной резервной системы в Нью-Йорке собралась вся элита Уолл-стрит, чтобы попытаться спасти Lehman Brothers, AIG уже официально объявила о том, что за последние три квартала ее убытки составили 18,5 млрд долл. В пятницу, 12 сентября, акции компании упали на 30 %, а в понедельник, 15 сентября, еще на 60 % после того, как три ведущих американских рейтинговых агентства объявили

о снижении рейтинга ее долгосрочных долговых обязательств. Это означало, что AIG необходимо – помимо прочих платежей – предоставить 20 млрд долл. в качестве залогового обеспечения. У компании этих денег не было.

AIG – это крупнейшая промышленная и коммерческая страховая группа в США, чьи активы оценивались в 1 трлн долл., а доход за 2007 год составил 110 млрд долл. В компании работали более 100 000 человек по всему миру, она имела представительства более чем в 100 странах. Особенно сильные позиции у Группы были на азиатских рынках. AIG являлась одним из крупнейших провайдеров страхования жизни и пенсионного страхования через большое подразделение, занимавшееся выплатами фиксированной ренты. И вдруг выяснилось, что мало кому известное подразделение AIG в престижном районе Лондона Мэйфэр выписало кредитных дефолтных свопов и заключило сделок с деривативами и фьючерсными контрактами на общую номинальную сумму около 2,7 трлн долл., из которых на CDS приходилось примерно 440 млрд.

Кредитные дефолтные свопы, которые чуть не привели к краху AIG, выписывались на обеспеченные долговые обязательства с наивысшим рейтингом и преимущественным правом требования. В эпоху «Великого успокоения» 2004–2005 гг. AIG получала по ним стабильный доход. Многие из этих обязательств не были обеспечены залогом, а вместо этого гарантировались наивысшим рейтингом AIG – AAA. Кроме этого, AIG активно инвестировала в ценные бумаги с высоким рейтингом надежности, обеспеченные ипотекой. Эти инвестиции финансировались из средств, полученных от операций по кредитованию ценными бумагами.

Проблемы начались, когда разразился ипотечный кризис. AIG попала в порочный и мощный водоворот, когда ее обеспеченные ипотекой инвестиции в инструменты с преимущественным правом требования оказались вдруг проблемными и неликвидными, что привело к огромным потерям при переоценке портфеля на основе текущих цен. По мере того как финансовый кризис в сентябре

набирал обороты – когда правительство США решило ввести внешнее управление¹ в ипотечных агентствах Fannie Mae и Freddie Mac, – партнеры AIG по кредитованию ценными бумагами вернули ценные бумаги и потребовали назад свои деньги в размере 24 млрд долл. А когда рейтинговые агентства вдобавок снизили рейтинг долговых обязательств компании после банкротства Lehman, у AIG оказалось недостаточно средств, чтобы покрыть возникшие требования².

Руководство компании готовилось подать заявление о банкротстве в соответствии с главой 11 Кодекса США о банкротстве. Этого Казначейство допустить не могло.

AIG оказалась не последним финансовым институтом, который предстояло спасти. В течение недели британский банк Lloyds TSB был вынужден купить «терпящего бедствие» конкурента – HBOS, а инвестиционные банки Goldman Sachs и Morgan Stanley преобразовались в банковские холдинги для того, чтобы получить деньги от Федеральной резервной системы. Итого в течение месяца с момента банкротства Lehman:

- правительство США разработало и получило одобрение Конгресса на Программу выкупа проблемных активов стоимостью в 700 млрд долл., призванную спасти финансовую систему страны;
- правительство Великобритании провело рекапитализацию и частичную национализацию британских банков;
- бельгийско-голландский банк Fortis получил государственные инвестиции, а его голландская часть была национализирована;
- рухнули банки в Исландии.

Правительства США, а также Ирландии, Великобритании и других стран ЕС были вынуждены гарантировать обязательства инвестиционных фондов и сохранность частных вкладов. Все боялись, что масштабное снижение ликвидности и волна банкротств приведут к новой Великой депрессии. В этой ситуации центральные банки США и еврозоны одновременно снизили процентные ставки, чтобы поддержать экономику своих стран. За этим последовали

другие меры по смягчению денежно-кредитной политики, включая прямое «накачивание» экономики деньгами – радикальный шаг, на который пошла Великобритания.

Среди всех описанных драматических событий самым важным, серьезно повлиявшим на будущее клиринга с участием центрального контрагента, стало едва не случившееся банкротство AIG и последующее спасение компании правительством. В отличие от Lehman Brothers AIG просто оказалась слишком крупной и системно значимой для экономики США, чтобы ей дали рухнуть. Причиной всех несчастий AIG, как потом выяснилось, стали кредитные дефолтные свопы, выписанные в основном в счастливые времена между 2003 и 2005 годами³. Как это ни парадоксально, но AIG никогда не была в первых рядах среди участников рынка кредитных дефолтных свопов. По данным исследования рынка деривативов, проведенного рейтинговым агентством Fitch в 2006 году, группа была всего на 20-м месте⁴.

Но AIG всегда занимала неизменную позицию в сделках, и это обернулось системным риском. Из-за огромного размера потребовавшейся помощи и того факта, что две трети первоначального займа ушли через AIG ее контрагентам за пределами США⁵, спасение страховой группы и необходимость законодательного регулирования внебиржевых деривативов оказались в центре жарких политических споров.

Если бы деятельность AIG Financial Products была так же регламентирована, как деятельность центральных контрагентов, она не имела бы таких разрушительных последствий для всей группы. В этом случае подразделение обязано было бы обеспечивать маржу и проводить переоценку выписанных свопов на основе текущих рыночных цен. Вместо этого инвестиции AIG в кредитные дефолтные свопы аккумулировали риски в таких масштабах, что в конце концов это стало угрожать стабильности всей мировой финансовой системы⁶.

Клиринг моментально вышел на первое место в повестке дня как в США, так и на международной арене. Клиринг с участием центрального контрагента обещал преимущества и в краткосрочной, и в долгосрочной перспективе. Краткосрочные преимущества обозначил исполняющий обязанности председателя CFTC Уолтер Лаккен, давая письменные показания перед комитетом Конгресса. Отметив, что ни одна из клиринговых палат в США не объявила дефолт по гарантированным фьючерсным контрактам, Лаккен пояснил, что практика проведения переоценки позиций на основе текущих котировок дважды в день снижает риск цепной реакции: «Полномасштабная финансовая реформа потребует времени, в то время как обязать проводить клиринг централизованно можно сразу – этот шаг позволит снизить риски на рынке и пойдет на пользу американской экономике»⁷.

В долгосрочной перспективе клиринг с участием центрального контрагента обещал бóльшую прозрачность для контролирующих органов и участников рынка, а также значительно упрощал весь процесс: он заменял сложнейшую сеть двусторонних контрактных взаимоотношений на много простых двусторонних связей между покупателями, продавцами и центральными контрагентами.

Клирингу были посвящены несколько коммюнике встреч на высшем уровне, поскольку правительства различных стран, стремясь скоординировать свои действия через целый ряд международных организаций, объявили программу действий по введению контроля над внебиржевой торговлей деривативами. В ЕС Еврокомиссия, Европейский центральный банк и Комитет европейских органов регулирования ценных бумаг переориентировали свою политику: теперь вместо поддержки клиринга по международным сделкам для повышения конкуренции на рынках ценных бумаг они решили стимулировать работу центральных контрагентов, чтобы таким образом снизить риски на рынках внебиржевых деривативов. В США почти сразу после слушаний в Конгрессе последовали законодательные предложения,

включая инициативу сделать клиринг с участием центрального контрагента обязательным для стандартизованных внебиржевых деривативов.

Работа в этом направлении уже велась, теперь же ее активизировали. Федеральная резервная система в Нью-Йорке усилила давление на дилеров и провайдеров клиринговых услуг по сделкам с деривативами, чтобы ускорить развитие центральных контрагентов для сделок с кредитными дефолтными свопами. Центральные контрагенты по обе стороны Атлантического океана приняли вызов и начали соперничать с конкурирующими клиринговыми проектами для CDS. Как будет подробно описано в следующей главе, текущие провайдеры и новые претенденты спешили тем временем предложить услуги по клирингу для тех финансовых инструментов и рынков, которые они прежде игнорировали. Так, например, центральные контрагенты стали предоставлять свои услуги крупным инвесторам вроде паевых инвестиционных фондов или хедж-фондов.

Работа по этим направлениям шла неровно. События сентября 2008 года вызвали очередную смену настроений среди политиков, регулирующих органов и избирателей в крупнейших развитых странах: если раньше они поддерживали свободный рынок, то сейчас настаивали на необходимости государственного вмешательства. И, уж конечно, как только кризис дошел до реального сектора, отношение к банковской и финансовой индустрии в США и ЕС стало резко враждебным. Столь значительная перемена в отношении означала, что попытки вернуться к регулированию мировых финансов происходили в кардинально изменившихся условиях. Значительно выросли риски того, что политические баталии и протекционизм либо подстегнут амбиции законотворцев и руководителей клиринговых палат, либо поломают все их планы.

18.2. Клиринг-политика на высшем уровне

Спустя два месяца после банкротства Lehman Brothers и спасения AIG клиринг с участием центральных контрагентов вышел на повестку дня мировых лидеров.

Встреча глав государств «большой двадцатки», которая прошла в Вашингтоне 15 ноября 2008 года, не просто продемонстрировала масштаб и глубину мирового экономического кризиса. Она показала, что кризис ослабил влияние «большой семерки» развитых стран Северной Америки, Западной Европы и Японии, которые взяли на себя ответственность за развитие мировой экономики после краха Бреттон-Вудской системы в 1970-х годах. И хотя встреча прошла под председательством президента США Джорджа Буша-младшего, назрела необходимость включать в международное экономическое сотрудничество страны БРИК – Бразилию, Россию, Индию и Китай – и другие быстроразвивающиеся экономики, которые сумели избежать излишеств, едва не закончившихся крахом мировой финансовой системы⁸.

Однако, несмотря на это, именно США и европейские страны – члены «большой двадцатки» высказывали наибольшую озабоченность вопросами клиринга и деривативов, поскольку основная масса внебиржевых сделок проходила на их рынках. Известно, что в какой-то момент на саммите в дискуссию вмешался сам президент Буш. Он подчеркнул, что необходимо развивать инфраструктуру внебиржевого рынка кредитных деривативов, чтобы снизить системные риски⁹. Проблемы внебиржевых рынков получили свое отражение и в Комплексе мероприятий, опубликованном вместе с итоговым коммюнике со ссылкой на центральных контрагентов.

Один из 47 пунктов Комплекса мероприятий содержал призыв к «контролирующим и регулирующим органам максимально приблизить начало предоставления услуг центральных контрагентов

по кредитным дефолтным свопам» в определенных странах, чтобы снизить системные риски по сделкам с кредитными дефолтными свопами и внебиржевыми деривативами. Органам надзора настоятельно рекомендовали заставить участников рынка заключать контракты кредитных дефолтных свопов через биржи или электронные трейдинговые платформы; повысить прозрачность рынка внебиржевых деривативов; обеспечить соответствующую инфраструктуру для этого рынка, которая сможет справиться с растущими объемами сделок¹⁰.

Можно иронично относиться к подобным встречам. Смесь игры на публику, политиканства и вечных споров, затмевающая серьезные намерения участников, слишком часто приводит к трафаретности коммюнике.

Однако Комплекс мероприятий был предложен «большой двадцаткой» вовремя: он опирался на работу, которая уже велась в этом направлении. Документ был подготовлен Форумом финансовой стабильности, в состав которого входили высокопоставленные чиновники, отвечавшие за финансовую стабильность в странах «большой семерки», МВФ и другие международные финансовые организации, а также представители международных комитетов центральных банков и органов банковского надзора¹¹. Предупреждая надвигающуюся бурю, Форум финансовой стабильности успел опубликовать в апреле 2008 года свой первый отчет о путях укрепления финансовых рынков и организаций.

Еврокомиссия в Брюсселе тоже настаивала на централизованном клиринге по сделкам с деривативами. В октябре комиссар Еврокомиссии по вопросам единого рынка Чарли Маккриви назвал наличие центрального контрагента «насущной необходимостью» для кредитных дефолтных свопов и создал рабочую группу, куда вошли эксперты в финансовой области и представители контролирующих органов, чтобы до конца года разработать «конкретные

предложения, как можно снизить риски, связанные с кредитными деривативами»¹².

Основные регуляторы финансового рынка в США стремились к тому, чтобы их междоусобные войны не отразились на реализации тех или иных предложений. Незадолго до ноябрьского саммита «большой двадцатки» совет директоров Федерального резервного банка, Комиссия по ценным бумагам и биржам и Комиссия по срочной биржевой торговле подписали меморандум о взаимопонимании по вопросам консультирования и обмена информацией, «касающейся центрального контрагента по кредитным дефолтным свопам»¹³.

Октябрьские слушания в Конгрессе США и неформальная встреча глав государств ЕС 7 ноября 2008 года показали, что по обе стороны Атлантики готовы к решительным действиям. А после того как главы государств «большой двадцатки» заявили, что за Комплексом мероприятий в отношении внебиржевой торговли и клиринга должны последовать «незамедлительные действия» со стороны министров финансов, результаты которых будут рассмотрены на последующих встречах глав государств «большой двадцатки», появилась уверенность, что за словами последуют дела.

План действий был уже готов. 14 ноября в США президентская рабочая группа подготовила более конкретный список первоочередных задач на рынке внебиржевых деривативов, «отдавая приоритет кредитным дефолтным свопам»¹⁴. И хотя в этом документе оставались неясными многие нюансы, он задал тон последующих споров о необходимости регулирования рынка кредитных дефолтных свопов и в Америке, и в других странах. В частности, там говорилось о необходимости использования центрального контрагента для клиринга всех «соответствующих» внебиржевых контрактов. Также черным по белому было написано, что стандартизированные сделки по кредитным дефолтным свопам должны проводиться на бирже.

18.3. Бурная деятельность Федерального резервного банка Нью-Йорка

Тот факт, что вопросы клиринга с участием центрального контрагента вошли в коммюнике встречи на высшем уровне, стал дополнительным аргументом в поддержку инициатив, над которыми уже велась работа в Федеральном резервном банке (ФРБ) Нью-Йорка до всех сентябрьских событий.

Спустя три недели после спасения AIG президент ФРБ Тимоти Гайтнер не на шутку рассердился. Он потерял терпение из-за того, что Клиринговая корпорация, за которой стояли инвестиционные банки, не смогла сдержать своих обещаний и создать клиринговую палату для кредитных дефолтных свопов. Вместо того чтобы сделать клиринг по сделкам с кредитными дефолтными свопами своей приоритетной задачей, внебиржевые дилеры, владевшие Клиринговой корпорацией, лишь тормозили работу в этом направлении. Пристально изучив планы корпорации и обнаружив, что ее усилий явно недостаточно, Гайтнер предложил сотрудничество другим амбициозным провайдерам – Eurex, NYSE Euronext, группе CME/Citadel и Интерконтинентальной бирже (ICE).

10 октября 2008 года ФРБ Нью-Йорка собрал эти компании, чтобы оценить результаты работы по созданию центрального контрагента для сделок с кредитными дефолтными свопами. Недвусмысленно дав понять, что собирается «ускорить запуск услуг центрального контрагента»¹⁵, банк насильно «поженил» Клиринговую корпорацию с Интерконтинентальной биржей. Две компании объявили, что Интерконтинентальная биржа «объединит свои усилия по созданию единого глобального решения в области клиринга» для сделок по кредитным дефолтным свопам с другими участниками рынка, включая Клиринговую корпорацию¹⁶. «Свадьба под дулом пистолета» официально состоялась в конце месяца, когда Интерконтинентальная биржа объявила о том, что она поглощает Клиринговую корпорацию и создает центрального контрагента для

кредитных дефолтных свопов при участии и поддержке девяти крупнейших дилеров CDS¹⁷.

В то же время под бдительным оком ФРБ Нью-Йорка активизировала работу Группа операционного управления деятельностью внебиржевых дилеров и инвестиционных организаций. Те шаги, которые были согласованы с представителями индустрии в июне 2008 года, превратились в обязательства и цели, утвержденные на уровне руководства компаний. Официально о них объявили в середине октября.

Опубликованные 31 октября цели и обязательства стали полномасштабной программой по укреплению рынка кредитных деривативов. В отрасли надеялись, что к концу года заработает хотя бы один центральный контрагент для кредитных дефолтных свопов. Участники рынка пообещали сократить количество незакрытых сделок с кредитными дефолтными свопами через сжатие портфеля или удаление избыточных сделок. Одной из мер, которая помогла развеять опасения и успокоить рынок, стало решение Депозитарной трастовой и клиринговой корпорации (DTCC) опубликовать сводные данные по сделкам с кредитными дефолтными свопами из своей Общей базы данных (TIW)¹⁸.

Благодаря программам проведения взаимозачетов и удаления избыточных сделок (ими занимались специализированные компании, такие как TriOptima) официальный размер этого рынка быстро сократился. По данным Международной ассоциации по свопам и деривативам (ISDA), к концу 2008 года номинальный общий объем требований по кредитным дефолтным свопам снизился до 38,6 трлн долл. Для сравнения: шесть месяцев назад он составлял 54 трлн, а в конце 2007 года – 62,2 трлн долл.¹⁹

Данные, опубликованные DTCC, однажды уже помогли успокоить рынок в разгар кризиса после банкротства Lehman Brothers. В октябре 2008 года в Нью-Йорке появились слухи, что сумма позиций участников рынка по кредитным дефолтным свопам на облигации Lehman Brothers составляла около 400 млрд долл.

Отвечая на озабоченность регуляторов рынка, DTCC поспешила выпустить пресс-релиз, где сообщила, что номинальная общая сумма чистых позиций на Lehman составляет всего около 6 млрд долл. Позже Корпорация раскрыла, что на момент банкротства Lehman на него было выписано и зарегистрировано в Общей базе данных кредитных дефолтных свопов на общую сумму в 72 млрд долл., но сравнительно небольшое их количество – всего на 5,2 млрд долл. – было в итоге передано нетто-продавцами нетто-покупателям²⁰.

Публикация на сайте ФРБ Нью-Йорка обязательств, принятых на себя участниками рынка, являлась частью плана, призванного заставить их эти обязательства выполнить. Затем были новые встречи, процесс ширился, в него вовлекли инвесторов, а также другие внебиржевые рынки, включая рынки сырья и рынки деривативов на акции и процентные ставки. Встречи и подписание различных обязательств продолжались и после того, как в 2009 году Гайтнер переехал в Вашингтон, став министром финансов в администрации Обамы, а его пост в Нью-Йорке занял Уильям Дадли²¹.

Письма-обязательства, которые отправляли крупнейшие внебиржевые дилеры в ФРБ Нью-Йорка, становились все более обстоятельными. Их авторы детально анализировали причины успехов и неудач в сотрудничестве с органами банковского надзора, министерствами, торговыми ассоциациями и провайдерами инфраструктуры. В сентябре 2009 года процесс вошел в новую стадию: 15 крупнейших внебиржевых банков-дилеров объявили точные даты и процентные ставки, по которым они начнут проводить клиринг через центрального контрагента большей части новых стандартизованных сделок друг с другом по кредитным дефолтным свопам и деривативам. Кроме этого, они намеревались передать на клиринг с участием центрального контрагента и значительную часть прошлых сделок²².

Однако процесс шел негладко. Требования ФРБ, конечно же, встречали сопротивление в индустрии. Обязательства зачастую отражали компромиссы, достигнутые после жарких споров, поэтому в документах появлялись оговорки вроде «в случае необходимости». Кроме того, серьезную проблему представляло недоверие между дилерами и инвесторами.

В начале 2010 года, когда ФРБ попробовал договориться с инвесторами, чтобы они взяли на себя схожие обязательства, стало понятно, что начинается неизбежный откат в обратную сторону. Инициатива банка натолкнулась на возражения со стороны инвесторов. Они опасались, что дополнительные расходы на клиринг будут противоречить их обязательствам как доверительных управляющих активами и как хедж-фондов по обеспечению своим клиентам максимального возврата на вложенные средства.

Результат получился «никаким». В письме-обязательстве от 1 марта 2010 года говорилось, что все подписавшие стороны, а именно четырнадцать дилеров и крупнейшие инвесторы, «продолжат совместную работу по внедрению структурных улучшений» на глобальном внебиржевом рынке деривативов, а в сноске уточнялось, что все вышесказанное будет происходить «при условии, что это не будет мешать исполнению обязанностей подписантов по доверительному управлению, включая любые обязательства по отношению к любому и ко всем своим клиентам»²³.

18.4. Недоверие по ту сторону Атлантики и внутри ЕС

Обязать участников рынка улучшить посттрейдинговую инфраструктуру для кредитных дефолтных свопов было лишь одним из пунктов повестки дня после коллапса Lehman/AIG. Другим пунктом стала необходимость успокоить финансовые рынки. Но для того чтобы предложения «большой двадцатки» заработали, важно было преодолеть недоверие между правительствами разных стран и снять противоречия, касавшиеся стратегии клиринга по кредитным дериватам внутри и между различными юрисдикциями.

Когда мировая финансовая система балансировала на грани краха в конце 2008 года, между регулируемыми органами в США и Европе, а также внутри ЕС возникли серьезные разногласия по количеству и местонахождению будущих центральных контрагентов по сделкам с кредитными дефолтными свопами. Власти США, поддерживаемые внебиржевыми дилерами, настаивали, чтобы клиринг по всем сделкам на мировом рынке проводился через единственного и расположенного в США центрального контрагента.

Для Европы это было неприемлемо. Европейцы не могли простить США банкротства Lehman Brothers и по этой причине не собирались отдавать жизненно важную составляющую инфраструктуры рынка целиком во власть американских регулирующих органов²⁴. К тому же органы по банковскому надзору США доказали неспособность справиться с кризисной ситуацией ни в Lehman Brothers, ни в AIG и не смогли вовремя обнаружить крупномасштабную махинацию Берни Мэддофа с деньгами инвесторов.

Также шли споры о том, можно ли считать рынок кредитных дефолтных свопов единым и глобальным. Приблизительно половина кредитных деривативов торговалась из Европы. По данным Eurex Clearing, на долю Европы приходилось примерно 48 % требований по кредитным дериватам против 41 % у США. Все остальное

в равных долях приходилось на Азию с Австралией и Японию. Деривативы на индекс кредитных дефолтных свопов составляли около 42 % от общего объема рынка, и половина из них приходилась на индекс iTraxx, куда входили обязательства неамериканских компаний²⁵.

Вооружившись этими данными, комиссар Маккриви загнал в угол отраслевые группы и ведущие европейские банки-дилеры и вынудил их в декабре 2008 года подписаться под планами «по созданию в Евросоюзе как минимум одного центрального контрагента». Целью комиссара было заставить банки как можно скорее начать проводить клиринг с участием центрального контрагента по новым стандартизованным сделкам с кредитными дефолтными свопами на облигации референсных европейских компаний и на индексы, в которые эти компании входили, а также способствовать проведению клиринга по стандартизованным незакрытым прошлым сделкам²⁶.

План Маккриви рассыпался, как только банки, подписавшие документ, отчитались своим принципалам. Многие специалисты надзорных органов ЕС подозревали, что банки решились нарушить договоренность с Еврокомиссией не без помощи Казначейства США.

Однако в феврале 2009 года план комиссара удалось реанимировать с помощью Европарламента. Влиятельный Комитет по экономической и финансовой политике (ECON) с одобрения Маккриви поддержал внесение изменений в Директиву ЕС, согласно которым льготные требования к капиталу стали распространяться только на тех, кто проводит клиринг по сделкам с кредитными дефолтными свопами через центрального контрагента. Получив в руки законодательное «оружие», Маккриви смог добиться от внебиржевых банков-дилеров и трейдинговых ассоциаций подтверждения декабрьских обещаний, а также обязательства начать проводить централизованный клиринг в Европе не позднее 31 июля 2009 года²⁷.

Настоятельные требования Еврокомиссии относительно проведения клиринга в ЕС поддерживали страны – члены Евросоюза²⁸ и ЕСВ. Управляющий совет банка пошел еще дальше. В декабре 2008 года он выпустил программное заявление по клирингу с участием центрального контрагента в еврозоне, где «подтвердил необходимость создания хотя бы одного европейского центрального контрагента по кредитным деривативам, который, учитывая всю системную важность расчетно-клиринговой инфраструктуры, должен находиться в зоне евро»²⁹.

Заявление ЕСВ добавило веса позиции Европы в споре с США и поддержало Еврокомиссию в ее противостоянии с банками-дилерами. Но оно никак не помогло ослабить напряжение внутри самого ЕС между Великобританией и ее партнерами по еврозоне, в частности Францией. Вместо этого дискуссия о физическом месте проведения клиринга по кредитным дефолтным свопам только усилила озабоченность Франции будущим Парижа как финансового рынка и опасения, что под угрозой окажется LCH.Clearnet SA, французская клиринговая палата в составе группы LCH.Clearnet, где у Франции был значительный пакет акций. В то время – об этом говорится в главе 19 – LCH.Clearnet Group вела переговоры об условиях ее поглощения Депозитарной трастовой и клиринговой корпорацией, а незадолго до описываемых событий интерес в ее приобретении выразил консорциум банков из числа трейдеров внебиржевых деривативов.

В ответ Банк Франции начал разрабатывать тайный план создания интегрированной системы клиринга по кредитным дефолтным свопам для еврозоны в качестве первого шага на пути к более широкой интеграции клиринговых услуг по сделкам с акциями, деривативами и бумагами с фиксированной доходностью. Выступая в защиту модульного подхода, центробанк Франции предложил объединить клиринговую систему для деривативов Eurex с клиринговой системой для акций LCH.Clearnet SA «в рамках

создания общей клиринговой платформы для различных ценных бумаг и типов сделок»³⁰.

Авторы французского плана признавали, что сценарий, который подразумевал разделение на части LCH.Clearnet Group, практически невозможно реализовать без государственного участия, однако как Министерство финансов, так и Управление по финансовому регулированию и надзору Великобритании вряд ли поддержали бы эту идею. Горькая правда для тех, кто хотел разместить центральных контрагентов по кредитным дефолтным свопам в еврозоне, заключалась в том, что торговля внебиржевыми деривативами была сосредоточена в Лондоне. В опубликованных лондонским Сити материалах указывалось, что в 2007 году на Великобританию пришлось 43 % оборота деривативов, за ней шли США с 24 %: «В 2007 году совокупный объем внебиржевого рынка во Франции, Германии и Японии составил менее 15 %»³¹.

Но план Банка Франции, появившийся в январе 2009 года, показал, насколько контроль над клиринговой инфраструктурой стал важным политическим вопросом как для европейских стран, так и по другую сторону Атлантики. Вскоре после этого министр финансов Франции Кристин Лагард обратилась к Жан-Клоду Трише с призывом ЕСВ создать, внедрить и контролировать клиринговую систему для еврозоны. В качестве одной из причин она назвала стремление Франции и других государств ЕС не допустить американской монополии на эти услуги, неподконтрольной европейским надзорным органам³².

18.5. Совместная работа

Ко 2 апреля 2009 года, когда лидеры G20 собрались в Лондоне на свою вторую после краха Lehman встречу на высшем уровне, основные разногласия между США и Европой, а также внутри самой Европы были сняты. Отдавая должное важности центральных контрагентов, участники встречи торжественно пообещали в итоговом коммюнике «всеми силами поддерживать движение в направлении стандартизации и укрепления рынков кредитных деривативов, в первую очередь через создание центральных контрагентов в условиях эффективного регулирования и надзора»³³.

Лондонская идиллия отражала достигнутое правительствами и представителями индустрии в США и ЕС понимание, что клиринг по важнейшим европейским индексам и единоименным кредитно-дефолтным свопам должен проводиться через одного или нескольких центральных контрагентов, расположенных в Европе, а по кредитным дефолтным свопам, выписанным на американские компании, – в США. Тем временем LCH.Clearnet отреагировала на опасения Франции, пообещав до конца года запустить клиринговые услуги по сделкам с кредитными дефолтными свопами в еврозоне через палату LCH.Clearnet SA (Париж), которая регулировалась законодательством ЕС³⁴.

Такое трансатлантическое решение выросло из понимания, что хотя сам рынок кредитных дефолтных свопов является единым, но в законодательствах США и ЕС существуют серьезные различия в юридической квалификации кредитных событий, которые необходимо учитывать. Это понимание пришло в ходе работ на уровне индустрии по стандартизации контрактов на кредитные дефолтные свопы, которые шли вполне успешно.

В течение недели после встречи на высшем уровне в Лондоне ISDA объявила об успешной реализации протокола по стандартизации контрактов кредитных дефолтных свопов,

известного как «Большой взрыв». Более двух тысяч банков, хедж-фондов и управляющих активами подписались под условиями этого протокола. Данные условия, в частности, делали аукционный процесс стандартной частью контрактов кредитных дефолтных свопов, – это был огромный шаг на пути к стандартизации документов. Благодаря этому шагу у инвесторов появился более четкий и понятный расчетный метод в случае наступления дефолта по контракту кредитного дефолтного свопа американской компании³⁵. Три месяца спустя ISDA представила второй протокол – «Малый взрыв», адаптированный для Европы.

Вместе с более ранними соглашениями, установившими стандартный фиксированный купон по контрактам кредитных дефолтных свопов, протоколы Большого и Малого «взрывов» способствовали аккумулярованию ликвидности соответственно на американском и европейском рынках стандартизованных кредитных дефолтных свопов. Благодаря этому проводить централизованный клиринг по сделкам с кредитными деривативами стало гораздо легче.

Разрешение трансатлантических и внутриевропейских споров о местонахождении центральных контрагентов для внебиржевых деривативов способствовало более тесному международному сотрудничеству на государственном уровне.

Накануне лондонского саммита на высшем уровне расширился состав приглашенных на встречи с участниками внебиржевого рынка в ФРБ Нью-Йорка: теперь в них участвовали надзорные органы из других стран³⁶. Гораздо более продуктивный характер приобрело сотрудничество международных регуляторов. Ключевую роль в этом сыграл Уильям Дадли, занимавший в то время пост президента ФРБ Нью-Йорка и председателя Комитета центральных банков по платежным и расчетным системам (CPSS).

В июле 2009 года эксперты Комитета по платежным и расчетным системам и Международной организации комиссий по ценным бумагам (CPSS – IOSCO) создали рабочую группу, чтобы оперативно

пересмотреть предложенные ими в 2004 году рекомендации для центральных контрагентов и, при необходимости, адаптировать их для клиринга сделок с внебиржевыми деривативами³⁷. Несколько недель спустя ФРБ Нью-Йорка объявил о создании Форума регуляторов внебиржевых деривативов. Форум должен был обеспечить последовательную реализацию как уже существовавших, так и новых рекомендаций, а также способствовать сотрудничеству и обмену информацией среди международных регулирующих органов по центральным контрагентам и торговым репозиториям по сделкам с внебиржевыми деривативами³⁸. В начале 2010 года CPSS – IOSCO начали глобальный пересмотр существовавших стандартов для финансовых инфраструктур, с тем чтобы к началу 2011 года представить на общественное обсуждение проект обновленных стандартов³⁹.

И хотя этим шагам не хватало законодательной силы, они свидетельствовали об успехах в разработке универсальных последовательных норм для центральных контрагентов, обслуживавших мировые рынки внебиржевых деривативов.

18.6. Дорога к законодательству: реверсивное движение

После самого тяжелого финансового кризиса за последние 80 лет политики по обе стороны океана осознали: для того чтобы исправить ошибки и восстановить доверие, необходимы новые законы. И частью этого восстановления должно стать более жесткое регулирования рынков внебиржевых деривативов.

В США слушания в Конгрессе по поводу кризиса быстро вылились в новые законодательные инициативы. Председатель Комитета по сельскому хозяйству Палаты представителей Колин Петерсон заявил еще в начале января 2009 года, что он собирается внести на рассмотрение законопроект об обязательном клиринге по сделкам с внебиржевыми деривативами. 20 января, через два дня после инаугурации президента Барака Обамы, коллега

Петерсона в Сенате Том Харкин предложил отменить законодательно закрепленное правило, по которому свопы не подпадали под общие правила биржевой торговли, и вернуть торговлю внебиржевыми деривативами на биржи.

В мае Тимоти Гайтнер, занявший к тому времени пост министра финансов в администрации Обамы, написал Петерсону, Харкину и другим известным сенаторам о планах правительства по регулированию торговли внебиржевыми деривативами. Для того чтобы снизить вероятность возникновения системных рисков в будущем, он предложил внести поправки в Закон о товарно-сырьевых биржах и в другие законодательные акты и «делать обязательным клиринг всех стандартизованных внебиржевых деривативов через регулируемых центральных контрагентов»; ввести пруденциальный контроль и регулирование для всех дилеров внебиржевых деривативов и «проводить сделки со стандартизованными деривативами на регулируемых биржах или через прозрачные регулируемые системы электронной торговли»⁴⁰. Риски, связанные с нестандартными двусторонними сделками по внебиржевым деривативам, которые не могли быть проведены через центральных контрагентов, предполагалось минимизировать с помощью «жесткого режима регулирования» деятельности дилеров, который включал в себя в том числе крайне консервативные требования к капиталу.

Последовали новые формальные действия. 17 июня президент Обама объявил о грядущей реформе законодательства в финансовой системе. В «Белой книге» Министерства финансов появилось обещание разработать всесторонние законы по всем внебиржевым деривативам, включая кредитные дефолтные свопы, которые позволят предотвратить возникновение по ним слишком серьезных рисков. В США также планировали повысить эффективность и прозрачность внебиржевых рынков, разработать меры по предотвращению различных махинаций, мошенничества и других нарушений, а также исключить возможность продажи внебиржевых

инструментов неквалифицированным инвесторам⁴¹. В августе администрация отправила свои подробные предложения по внесению изменений в законодательство на Капитолийский холм⁴².

Проект закона, подготовленный администрацией президента, включал следующие требования:

- по сделкам с OTC деривативами должен проводиться централизованный клиринг через организацию, занимающуюся клирингом деривативов и подконтрольную CFTC, либо агентством по клирингу ценных бумаг, подконтрольным SEC, чтобы снизить потенциальные риски финансовой стабильности рынков, возникающие из-за большого количества двусторонних сделок между крупнейшими финансовыми институтами.

- Стандартизованные внебиржевые деривативы должны торговаться на биржах, подконтрольных CFTC или SEC, либо через регулируемые системы заключения свопов, чтобы повысить прозрачность и ценовую открытость на этом рынке.

- Для сделок с нестандартными деривативами должны быть введены повышенные требования к капиталу и повышенные маржинальные требования для того, чтобы стимулировать использование стандартизованных и, как следствие, перевод сделок по внебиржевым деривативам в центральные клиринговые палаты и на биржи.

- Ввести федеральный надзор и регулирование для всех фирм, впервые заключающих сделки с внебиржевыми деривативами и/или заключающих крупные сделки с ними.

Авторы проекта предполагали, что регулируемые центральные клиринговые палаты будут проводить клиринг по стандартизованным деривативам, и пообещали руководству Комиссии по торговле товарными фьючерсами и Комиссии по ценным бумагам и биржам не допустить их «искусственного усложнения» участниками рынка с целью уйти от требований о проведении клиринга и заключения сделок на бирже.

Соответствующие регулирующие и надзорные органы получали доступ на конфиденциальной основе к информации о сделках по внебиржевым деривативам и связанным с ними открытым позициям участников рынка, а совокупные данные по открытым позициям и объемам сделок передавались в открытый доступ.

Подготовленный администрацией проект основывался на планах, намеченных президентской рабочей группой в ноябре 2008 года. Введение обязательного клиринга с участием центрального контрагента и требование проводить операции со стандартизованными внебиржевыми деривативами на биржах прочно вошло в политическую повестку дня в США. Но после выступления Гайтнера в Конгрессе в июле 2009 года сущность стандартизованности осталась неясной.

После следующего обещания: «Мы предложим достаточно широкое определение стандартизованных деривативов, которое сможет развиваться вместе с рынками и не позволит уйти от исполнения новых требований» он заявил:

Мы будем исходить из предположения, что любой деривативный контракт, по которому был проведен клиринг любым центральным контрагентом, является стандартизованным. Другими признаками стандартизованного контракта считаются большое количество сделок по данному контракту и отсутствие экономически значимых различий между условиями данного контракта и условиями других контрактов, по сделкам с которыми проводится централизованный клиринг⁴³.

Несмотря на туманность определения стандартизованности, планы США стали образцом для подражания во многих других странах, включая ЕС. Еврокомиссия инициировала соответствующие процедуры, которые в результате должны были привести

к появлению нового законодательства по внебиржевым дериватам и клирингу.

В начале июля 2009 года Еврокомиссия начала публичные консультации о способах повышения надежности рынка деривативов. 25 сентября они должны были завершиться публичными слушаниями. В первоначальной справке Комиссия выступила в поддержку клиринга с участием центрального контрагента, централизованных репозиториев и стандартизации внебиржевых деривативов. Эти меры включались в число необходимых условий для дальнейших шагов⁴⁴. Вполне предсказуемо Комиссия утверждала, что существуют весомые причины, по которым клиринг с участием центрального контрагента должен проводиться в Европе и в соответствии с европейским законодательством. Однако в преимуществах заключения стандартизованных внебиржевых контрактов через биржи она не была уж так уверена.

Еврокомиссия пообещала подготовить «рабочие выводы» до конца срока своих полномочий 31 октября и «представить соответствующие инициативы, включая обоснованные предложения по изменению законодательства» до конца 2009 года. Она также пообещала работать в тесном сотрудничестве с властями США для того, чтобы обеспечить единообразие и последовательность мер в этом вопросе и не допустить регуляторного арбитража.

18.7. Питтсбургские договоренности

В течение лета 2009 года удалось прийти к тому, что комиссар Маккриви назвал «трансатлантическими договоренностями» по вопросам внебиржевых деривативов. Выступая в сентябре на слушаниях в Еврокомиссии, он назвал три составляющих:

- проведение централизованного клиринга максимально возможного количества стандартизованных внебиржевых инструментов;
- предоставление надзорным органам информации из центральных репозиторий по возможным рискам для системы;
- более жесткие и защищенные условия двустороннего клиринга для тех сегментов рынка, которые не могут использовать клиринг с участием центральных контрагентов в силу слишком большой специфики конкретных деривативов⁴⁵.

Днем позже эти договоренности были формализованы в качестве одной из множества целей в итоговой декларации третьего саммита глав государств «большой двадцатки» в Питтсбурге (США). Были определены и сроки их исполнения.

«До конца 2012 года все стандартизованные контракты внебиржевых деривативов должны торговаться на биржах или электронных трейдинговых платформах, а клиринг по сделкам с ними должен проводиться через центральных контрагентов, – заявили участники саммита. – Информация по контрактам деривативов должна представляться в торговые репозитории. В случае если контракт не позволяет проведение централизованного клиринга, должны применяться повышенные требования к капиталу»⁴⁶.

Следующий политический шаг последовал менее чем через месяц после встречи в Питтсбурге: Еврокомиссия озвучила план будущих действий в отношении рынка внебиржевых деривативов и клиринга

по сделкам с ними. И хотя эти планы по-прежнему носили характер сообщений или программных заявлений, а не конкретных законодательных предложений, Маккриви подчеркнул, что они означают «смену парадигмы традиционных представлений о деривативах как о финансовых инструментах для профессионалов, которые благодаря этому практически не нуждаются в регулировании»⁴⁷.

Программное заявление Еврокомиссии было сформулировано в терминах договоренностей, достигнутых на встрече «большой двадцатки». От проекта администрации США оно отличалось несколько более мягким тоном. Были заявлены следующие цели: повысить прозрачность рынка внебиржевых деривативов, снизить риски невыполнения обязательств и операционные риски, а также усилить надзор за соблюдением принципов деловой этики.

Клиринг с участием центрального контрагента был назван «основным инструментом управления рисками невыполнения обязательств». Поскольку деятельность центральных контрагентов являлась ключевой для работы финансовой системы, Еврокомиссия объявила о том, что она должна регулироваться законодательством ЕС. Кроме того, для обеспечения «надежности и адекватного управления должны быть устранены все различия в национальных законодательствах».

Предполагалось принять такие правила, которые исключили бы для центральных контрагентов возможность использования низких стандартов по управлению рисками; а также обеспечить юридическую защиту залогового обеспечения и позиций клиентов участников клиринга, с тем чтобы стимулировать более широкое использование их услуг. Кроме того, планировалось создать систему авторизации, чтобы центральные контрагенты могли оказывать свои услуги на территории всех стран – членов ЕС.

Предложенные поправки к законодательству обязывали проводить сделки со стандартизованными деривативами через организованные трейдинговые площадки, как они были определены

в директиве Евросоюза «О рынках финансовых инструментов» (MiFID)⁴⁸, а также проводить централизованный клиринг по сделкам с такими деривативами в соответствии с декларацией G20. В этой связи Еврокомиссия пообещала совместно с представителями индустрии и США выработать определение того, какие контракты считать стандартизованными. Такой процесс подразумевал, что ЕС придется взять на себя «амбициозные обязательства и установить жесткие сроки по стандартизации процессов и юридических документов «с учетом всех европейских особенностей».

Еврокомиссия признала, что не по всем деривативам возможно проводить клиринг. Но там, где сохранялся двусторонний клиринг, компании должны были предоставлять более высокое залоговое обеспечение, а также более высокую первоначальную и вариационную маржу. Кроме того, в соответствии с Питтсбургским заявлением G20 для двустороннего клиринга повышались требования к капиталу. Для этого Еврокомиссия планировала изменить Директиву ЕС о требованиях к капиталу и увеличить разницу в требованиях к капиталу при центральном клиринге и при двусторонних контрактах.

Для обеспечения большей прозрачности Комиссия предполагала обязать участников рынка предоставлять информацию по всем сделкам в торговые репозитории, наподобие Общей базы данных по кредитным деривативам Депозитарной DTCC, а также создать новые репозитории для остальных секторов рынка внебиржевых деривативов. Особо подчеркивалось, что деятельность подобных репозиторияев должна регулироваться европейскими надзорными органами и подчиняться европейскому законодательству. Однако вопрос о том, насколько необходимо создание в Европе собственных репозиторияев, остался открытым. Решающим фактором должен был стать ответ на вопрос, возможен ли для европейских регуляторов полный и беспрепятственный доступ ко всей информации, хранящейся в неевропейских репозиториях наподобие Общей базы данных. Если доступ окажется

невозможным, Еврокомиссия собиралась выступить за создание новых репозиторий в Европе.

Еврокомиссия озвучила свои планы незадолго до истечения срока действия ее полномочий. И хотя Маккриви и другие члены Комиссии уже считались «хромыми утками», работа шла полным ходом. Чиновники не ждали, пока новый состав Еврокомиссии приступит к работе, и начали готовить соответствующие законопроекты. Конечной целью они ставили «принятие в 2010 году масштабного законодательства, регулирующего рынок деривативов».

18.8. Очерчивая границы

Новое законодательство готовилось не в вакууме. Предложения США и ЕС в области клиринга являлись лишь частью обширных планов по реформированию финансового сектора, которые мобилизовали множество лоббистов в Вашингтоне и Брюсселе.

В США негативные эмоции по отношению к банкирам вылились в слушания по дериватам и клирингу в Конгрессе. В декабре 2009 года Палата представителей поддержала предложение конгрессмена от штата Массачусетс Стивена Линча о том, что «крупным участникам свопов» (другими словами, банкам-дилерам) не должно принадлежать «в совокупности» более 20 % акций любой клиринговой палаты по свопам. Поправка вызвала мощное лоббирование со стороны NASDAQ OMX, которой принадлежал контрольный пакет акций Международной клиринговой палаты по дериватам (IDCH) – недавно созданного в США центрального контрагента, который намеревался выйти на рынок клиринга по свопам на процентные ставки. Если бы поправку Линча приняли без уточнений, LCH.Clearnet больше не смогла бы предоставлять успешную услугу по клирингу свопов SwapClear на американском рынке.

С учетом настроений в обществе представителям индустрии и пользователям по обе стороны Атлантики важно было не заблокировать принятие новых законов по дериватам и клирингу, но правильно их сформулировать.

Как ни удивительно, на возможные риски из-за принудительного перевода торговли внебиржевыми деривативами на биржу и принудительного клиринга по ним одними из первых обратили внимание руководители различных бирж. Марк Ибботсон, операционный директор NYSE.Liffe – международного подразделения NYSE Euronext, работавшего с деривативами, был

одним из многих, кто неоднократно поднимал эту тему на отраслевых конференциях летом и осенью 2009 года.

Ибботсон настоятельно рекомендовал свести обязательные требования к минимуму:

Некоторые продукты просто непригодны для проведения по ним защищенного клиринга в клиринговой палате. Их сложно оценить и по ним сложно установить маржу. Если насильно перевести в клиринговые палаты те деривативы, с которыми они работать не должны, это может угрожать стабильной работе самой палаты⁴⁹.

Следующими, кто выступил против идеи обязательного клиринга, стали корпоративные игроки рынка внебиржевых деривативов. Совершенно неожиданно для политиков и законодателей осенью 2009 года активную лоббистскую кампанию против обязательного клиринга по внебиржевым деривативам начали компании вроде Caterpillar и Boeing в Америке и Lufthansa и EADS в ЕС. Они заявили, что обязательный клиринг создаст для них дополнительную нагрузку при хеджировании коммерческих рисков в виде огромных, экономически неразумных требований по марже. Компании настаивали: подобное хеджирование не несет никаких системных рисков.

Известные экономисты высказывали опасения по поводу предложенных изменений в законодательство. Даррел Даффи и Гао Цин Жу из Стэнфордского университета показали, что создание нескольких центральных контрагентов для одного класса активов – примером послужили планы США и ЕС по созданию нескольких центральных контрагентов для клиринга кредитных дефолтных свопов – снижает эффективность неттинга и потенциально увеличивает риски невыполнения обязательств одним из контрагентов⁵⁰.

Мысль о том, что центральные контрагенты хоть и важны, но не являются панацеей от всех рисков внебиржевого рынка деривативов, была еще раз подчеркнута в служебной справке, опубликованной ФРБ Нью-Йорка. Документ готовили Даффи и двое его коллег по банку. Они утверждали, что недостаточно существующих международных стандартов защиты центральных контрагентов от «экстремальных, но вполне вероятных» ситуаций на рынке. В документе также говорилось, что на рынке «останется класс сложных деривативов, по которым удобнее и разумнее заключать сделки и управлять рисками в двустороннем порядке»⁵¹.

Когда речь заходила об обязательном централизованном клиринге, оставалось по-прежнему неясным, что считать стандартизованными внебиржевыми деривативами. Так, например, власти Великобритании решили, что стандартизация является недостаточным критерием для определения, возможно ли проводить по данному продукту клиринг с участием центрального контрагента или это создаст риски для последнего. Для того чтобы признать внебиржевой продукт «подлежащим клирингу», необходимо учитывать несколько факторов, а именно: возможность регулярно обновлять его цену, уровень ликвидности (глубины) рынка, а также наличие у продукта «внутренних рисков, которые невозможно снизить с помощью центрального контрагента»⁵².

При определении, подлежит ли тот или иной продукт клирингу или нет, некоторые участники рынка предложили основываться на стандартизованности процесса, а не продукта. Пол Кристенсен из инвестиционного подразделения Goldman Sachs International призвал разработчиков стандартов сконцентрироваться на таких вопросах, как проведение и подтверждение сделок и управление залоговым обеспечением, а не на экономических условиях контракта, которые в случае с простейшими свопами на процентные ставки включают в себя дату открытия, купон и дату погашения. «Требования к стандартизации контрактов, которые необходимы для проведения клиринга, сейчас часто путают с тем, что необходимо

для торговли на бирже, – сказал Кристенсен. – Для клиринга нужен стандартный процесс, а не стандартные продукты. Последние нужны для торговли на бирже»⁵³.

Некоторое время назад мнение участников рынка и лоббистов, высказанное в душных переговорных в Вашингтоне и Брюсселе, сыграло бы важную, а возможно, даже решающую роль в формировании нового законодательства. Но сейчас в уравнение добавилось недовольство избирателей, которые серьезно пострадали в результате кризиса и дальнейшей рецессии. Для них государственная помощь финансовому сектору обернулась повышением налогов и сокращением числа государственных услуг. В США ни один конгрессмен в преддверии грядущих в ноябре 2010 года выборов не рискнул отмахнуться от враждебного отношения народа на улицах к банкирам с Уолл-стрит.

Когда начались споры о необходимости регулирования рынка внебиржевых деривативов и клиринга, ярким и убедительным выразителем народного мнения стал Гари Генслер, председатель САЕС, занявший этот пост 26 мая 2009 года. Генслер являлся убежденным сторонником тотального регулирования. Именно он «поддерживал жизнь» в проекте по созданию нового законодательства, пока администрация Обамы была слишком поглощена проведением через Конгресс реформы здравоохранения, а поправки к законодательству по деривативам и центральному клирингу тем временем затерялись где-то в комитетах. Под его руководством Комиссия по срочной биржевой торговле из аутсайдера среди американских регуляторов превратилась в заметного международного игрока.

Бывший партнер Goldman Sachs, Генслер работал в Министерстве финансов при президенте Клинтоне и «пропустил» мимо себя зарождавшийся тогда рынок кредитных деривативов. Зато теперь он призывал к радикальному «перетряхиванию» всего сектора свопов и серьезному усилению роли в нем жестко регулируемых центральных контрагентов:

«По внебиржевым дериватам должна быть разработана полноценная нормативная база, и она должна распространяться на всех дилеров и на все деривативы, включая свопы на процентные ставки и на индексы, валютные и товарные свопы, свопы на акции, кредитные дефолтные свопы и любые другие продукты, которые могут появиться в будущем»⁵⁴.

Генслер был готов бросить вызов «священным коровам». Он выступал не только за то, чтобы сделать централизованный клиринг обязательным по всем стандартизованным продуктам, но и за то, чтобы «обязать клиринговые палаты на равных основаниях проводить клиринг по сделкам с внебиржевыми деривативами, заключенными на любых регулируемых биржах или трейдинговых платформах», а также за то, чтобы «членом клиринговой палаты могла стать любая компания, чья деятельность соответствует целям и разумным стандартам участия, вне зависимости от того, является ли эта компания дилером или принадлежит к любому другому типу трейдинговых организаций»⁵⁵.

Его позиция охватывала и понятие «взаимозаменяемости» – эвфемизм, обозначавший вертикально интегрированные фьючерсные биржи в США. Определяя структуру отрасли, где центральные контрагенты по свопам должны работать по принципу ОСС, Генслер заявил в интервью журналу *Futures Industry Magazine*, что клиринговая палата по свопам должна «работать на принципах открытого доступа. Это означает, что контракт, полученный ею от любой трейдинговой платформы, является взаимозаменяемым и может быть обработан через другую трейдинговую платформу»⁵⁶.

После того как крупные компании высказались против обязательного клиринга по внебиржевым контрактам, с помощью которых они хеджировали свои риски, Генслер призвал Конгресс «четко и ясно» обозначить возможные исключения по обязательному клирингу для конечных пользователей²⁰.

Он отметил, что, по данным Банка международных расчетов, сделки между дилерами и коммерческими компаниями составляют всего 9 % от рынка свопов на процентные ставки, в то время как на сделки между дилерами и финансовыми институтами приходится 57 %. Поэтому исключения должны распространяться только «на эти 9 % рынка, представляющих собой сделки коммерческих компаний, – заявил он банкирам в Лондоне. – Важно обязать проводить централизованный клиринг те 57 % рынка, которые связывают дилеров со всей остальной финансовой системой». В силу особой природы кредитных дефолтных свопов и того факта, что 95 % из них торгуются между финансовыми институтами, «никаких исключений для таких контрактов у конечных пользователей быть не должно»²¹.

В марте 2010 года после одобрения реформы здравоохранения Конгресс вернулся к работе над поправками к законодательству, направленными на увеличение объемов использования клиринга на внебиржевых рынках.

В июне 2009 года в ЕС прошли выборы в Европарламент, а также был избран и утвержден новый состав Еврокомиссии, в результате чего полностью сменились действующие лица. Бывший министр иностранных дел Франции Мишель Барнье, который стал преемником Маккриви на посту комиссара по вопросам единого рынка, объявил, что в июне 2010 года Еврокомиссия опубликует проект нового законодательства по внебиржевым дериватам и клирингу.

Спустя полтора года после банкротства Lehman Brothers и спасения AIG многие вопросы по будущей нормативной базе оставались все еще не решенными ни в США, ни в ЕС. Но клиринговые палаты по обе стороны Атлантики уже поняли, куда дует ветер, и начали предоставлять клиринг по кредитным дериватам и разрабатывать решения для других сегментов внебиржевого рынка.

19. Клиринг свопов

19.1. Новые продукты, новые соперники, новые горизонты

События сентября и октября 2008 года вызвали бурное развитие тех финансовых продуктов и инструментов, которые считались пригодными для клиринга. И новые, и уже существующие центральные контрагенты запустили целый сонм проектов для различных рынков, чтобы снять страхи, связанные с риском невыполнения обязательств одним из контрагентов.

Решение, по каким инструментам можно или желательно проводить клиринг, принималось под воздействием четырех сил: амбиций регулирующих органов; потребностей – порой только возникнувших – потребителей; конкуренции среди провайдеров клиринговых услуг и сбоя в работе привычных рыночных моделей, в том числе из-за резких скачков цен.

Однако «выживаемость» подобных проектов была крайне низкой. Некоторые из громко анонсированных новшеств заглохли уже на стадии разработки из-за технических сложностей. Другие – из-за строгости регулирующих органов. Завоевать признание на финансовых рынках, где царило жесткое разделение на кланы и одна из самых жестких границ проходила между биржами и внебиржевым рынком, было непростой задачей. Как и во времена золотой лихорадки, после банкротства Lehman и государственной помощи AIG было много новшеств и попыток любой ценой заполучить лакомый кусок клирингового бизнеса. Все это создавало изрядную неразбериху на рынке. Пройдет время, прежде чем станут известны имена победителей и проигравших «клирингового Клондайка» 2008–2010 годов.

Главным стимулом, побудившим центральных контрагентов выйти на рынок клиринга по сделкам с внебиржевыми кредитными деривативами, было давление со стороны регулирующих органов,

и прежде всего ФРБ Нью-Йорка. На других внебиржевых рынках нововведения явились результатом как давления со стороны регуляторов, так и стремления получить прибыль в сочетании с растущим спросом со стороны пользователей.

Вопреки ожиданиям кризис не вызвал бурного роста и развития биржевой торговли деривативами¹. Однако он побудил американских биржевых операторов, успевших до кризиса купить клиринговые компании или инвестировать в них, начать активно использовать свои новые активы.

В 2007 году ICE приступила к созданию своих собственных клиринговых палат. Ее примеру последовала сначала NASDAQ, затем Нью-Йоркская фондовая биржа. Обе они опирались на опыт оказания клиринговых услуг в своих европейских подразделениях (OMX и Eurex соответственно), планировали выйти на этот рынок и конкурировать с существующими игроками.

Стратегии при этом использовались разные. Например, NASDAQ OMX проводила клиринг по принципу pick and mix. В Европе она продолжала проводить клиринг для рынков деривативов через инфраструктуру OMX, а клиринг по сделкам с акциями перевела в EMCF, выкупив там миноритарный пакет акций. Используя технологии OMX, NASDAQ планировала оказывать клиринговые услуги по контрактам на процентные ставки, а также по внебиржевым контрактам на электричество и газ через приобретенных ею американских провайдеров.

Однако влиятельные банки-дилеры на внебиржевом рынке довольно враждебно восприняли клиринговые решения, в основе которых лежал опыт биржи деривативов. В результате CME Group вынуждена была адаптировать клиринговые продукты, предлагаемые OTC, к требованиям дилеров. Кроме этого, в начале 2001 года она открыла в Лондоне компанию CME Clearing Europe, чтобы расширить с ее помощью географию предоставления своих клиринговых услуг.

Другие компании решили объединить усилия для завоевания нового рынка. В 2009 году тяжеловесы Уолл-стрит – NYSE Euronext и DTCC – объединились в New York Portfolio Clearing. Новая компания осуществляла кросс-маржирование между облигациями и деривативами и в результате пошатнула доминирующее положение CME Group по торговле и клирингу фьючерсами на процентные ставки.

Новым явлением после краха Lehman Brothers стал серьезный интерес к клирингу с участием центрального контрагента со стороны инвестиционных компаний. Когда хедж-фонды и крупнейшие компании по управлению активами обнаружили, что многие из их свопов не защищены центральными контрагентами, они стали активно продавливать клиринг с участием центрального контрагента, к вящей радости клиринговых палат и тревоге некоторых дилеров.

И хотя мантрой регуляторов по всему миру стала фраза «Безопасность прежде всего», смещение акцентов не задавило конкуренцию. На рынках ЕС по торговле акциями докризисная политика, направленная на устранение барьеров для международных расчетно-клиринговых операций, стимулировала появление новых центральных контрагентов по сделкам с акциями.

В 2009 году, уже после того, как банкротство Lehman Brothers привело к тому, что Еврокомиссия назвала «сдвигом парадигмы» в сторону снижения рисков в политике ЕС по финансовым услугам, среди центральных контрагентов началась яростная ценовая война. В то время как центральные контрагенты фиксировали убытки от клиринга по сделкам с акциями, регулирующие органы решили еще раз оценить планы по обеспечению совместимости между ними, опасаясь, как бы не началась «гонка уступок» в стандартах управления рисками.

На уровне отдельных компаний в изменившейся политической атмосфере стали невозможны некоторые из амбициозных проектов, планировавшихся до пика кризиса. Среди них оказался и план DTCC

поглотить LCH.Clearnet: момент оказался упущен, когда лондонский консорциум дилеров по свопам на процентные ставки сделал контрпредложение.

На проведение клиринга для мирового рынка свопов на процентные ставки объемом в 342 трлн долл. появились новые претенденты. Среди тех, кто надеялся пошатнуть десятилетнее господство LCH.Clearnet SwapClear, были группа CME и Международная клиринговая палата по деривативам (IDCH), операционное подразделение недавнего стартапа, Международной клиринговой группы по деривативам (IDCG), 80 % которого по состоянию на конец 2008 года принадлежало NASDAQ OMX.

Центральные контрагенты, в том числе LCH.Clearnet, вынашивали планы по предоставлению клиринговых услуг на рынке внебиржевых валютных контрактов общим объемом в 48,8 трлн долл. OCC начала переговоры с дилерами по оказанию клиринговых услуг для рынка внебиржевых свопов и опционов по акциям, размер которого оценивался в 6,6 трлн долл., предлагая использовать свои системы и экспертизу. Список финансовых инструментов, по которым предлагались клиринговые услуги, расширился настолько, что туда вошли даже кредитование ценными бумагами и контракты на разницу.

Хотя номинальная стоимость внебиржевых сырьевых контрактов в первой половине 2009 года составляла всего 3,7 трлн долл. (менее 1 % от общего объема мирового рынка внебиржевых деривативов в 600 трлн долл.²), резкие колебания цен на сырье и энергетические продукты открывали перед центральными контрагентами новые нишевые возможности.

Бурный рост спроса на сталь в Китае привел к тому, что сорокалетняя система определения цены на железную руду через годовые контракты между добывающими и сталелитейными компаниями в 2009 году начала давать сбои, а в 2010-м окончательно рухнула. В результате резкая волатильность цен подстегнула появление нового глобального рынка хеджирования

контрактов на железную руду, клиринг по которым проводился через центральных контрагентов.

Тот факт, что сингапурский центральный контрагент первым начал проводить клиринг по контрактам на железную руду, свидетельствовал еще об одной грани недавних изменений, а именно о расширении географического распространения центральных контрагентов и о растущем интересе к клирингу с их участием в «новых» развивающихся экономиках G20 (особенно в Азии).

Последняя часть главы будет посвящена клирингу внебиржевых деривативов: в начале мы обратимся к клирингу по сделкам с кредитными дефолтными свопами, а затем остановимся на войнах за рынок клиринга по сделкам со свопами на процентные ставки. В следующей главе будет рассмотрено, как развитие клиринга повлияло на рынки акций и биржи деривативов после кризисного сентября 2008 года.

19.2. Клиринг по кредитным деривативам

Активное вмешательство политиков и регулирующих органов в работу рынка кредитных деривативов создало тепличную атмосферу, ускорившую развитие тех инфраструктурных провайдеров в США и в ЕС, которые боролись за право проводить клиринг с участием центрального контрагента по сделкам с кредитными дефолтными свопами.

Согласно заключенному в октябре 2008 года договору, Интерконтинентальная биржа приобретала Клиринговую корпорацию и помогала ей в создании собственной клиринговой палаты. Так образовался долгожданный костяк для затормозившегося проекта. Это окончательно разрушило все надежды LCH.Clearnet на то, что Клиринговая корпорация войдет в образовавшуюся в результате слияния группу DTCC–LCH.Clearnet.

В январе 2009 года DTCC объявила, что ее общая база данных по сделкам (TIW) будет доступна для всех без исключения компаний, предлагающих решения по клирингу с участием центрального контрагента³. Тем самым определилась важная часть формирующейся инфраструктуры клиринга по сделкам с кредитными дефолтными свопами. Интерконтинентальная биржа была не первой, кто предложил клиринговые услуги по кредитным деривативам. Звание первопроходца в этой области досталось LIFFE, подразделению NYSE Euronext, которое слилось с Лондонской клиринговой палатой группы LCH.Clearnet, чтобы предложить свои услуги по клирингу сделок с кредитными дефолтными свопами в канун Рождества 2008 года. LIFFE предлагали регистрировать и проводить сделки по контрактам на индекс кредитных дефолтных свопов на основе индексов Markit iTraxx через свой сервис Vclear, запущенный в 2005 году для работы с внебиржевыми деривативами по акциям. После того как контракты приводились в соответствие с биржевыми, LCH.Clearnet проводила клиринг по сделкам⁴.

Единственной проблемой было отсутствие пользователей. Услуга Vclear не смогла завоевать признание среди дилеров, потому что, как позднее пояснил Крис Тапкер, она «не включала дилеров в решение проблем, связанных с управлением рисками»⁵. В течение полугода сервисом никто не воспользовался, а после того, как в начале июля 2009 года стало известно, что LIFFE собирается его пересматривать, услугу вообще сняли. Так, Интерконтинентальная биржа, заручившись поддержкой дилеров, стала первой компанией, которая начала проводить клиринг по кредитным деривативам в марте 2009 года.

4 марта 2009 года Федеральная резервная система разрешила проводить клиринг по кредитным дефолтным свопам нью-йоркской компании ICE US Trust. Спустя два дня Интерконтинентальная биржа завершила поглощение Клиринговой корпорации, заплатив за нее 39 млн долл.

ICE Trust, подконтрольная ФРБ, начала работу в течение недели и вскоре встала на ноги. К середине июня 2009 года она провела клиринг по сделкам с кредитными дефолтными свопами на общую номинальную сумму в 1 трлн долл. За первый год своей работы (вплоть до 22 марта 2010 года) ICE Trust провела клиринг более чем по 60 000 сделок на общую номинальную сумму брутто 4,4 млрд долл. по 31 контракту на индексы кредитных дефолтных свопов и на номинальную сумму в 71 млрд долл. по 33 единоименным кредитным дефолтным свопам. Объем открытых позиций составил около 300 млрд долл. – 90 % сжатия от общего объема проведенного клиринга⁶.

В отличие от разработанной LIFFE услуги Vclear, ICE Trust явно поддерживали игроки рынка, которых ФРБ Нью-Йорка буквально заставил в октябре 2008 года продать Клиринговую корпорацию ICE. Последней удалось сделать свой бизнес-план по клирингу кредитных дефолтных свопов привлекательным для дилеров. Но что еще важнее, при построении модели клиринга по кредитным дефолтным свопам ICE Trust извлекла уроки из опыта LCH.Clearnet

с ее услугой SwapClear и дополнила уже существующие структуры внебиржевого рынка.

Тем компаниям, которые продали Клиринговую корпорацию Интерконтинентальной бирже, предложили сохранить установленные связи с клиринговой структурой и ее новым собственником. Вместе с Barclays Capital, который присоединился к группе после приобретения им американского бизнеса Lehman Brothers, они стали участниками-основателями ICE Trust. Участники-основатели получили выгодные расценки на услуги новой компании и предложение о 50 %-ном участии в прибыли начиная с апреля 2010 года: к этому времени должен был закончиться начальный период работы компании, когда бóльшая часть прибыли уходила на операционные расходы.

У ICE Trust был сильный совет директоров: большинство из одиннадцати его членов являлись независимыми участниками, включая четверых представителей участников-основателей. Первым президентом ICE Trust стал представитель участников-основателей Дирк Приус. На посту управляющего директора Goldman Sachs он отвечал за международные отношения с клиентами банка и рыночную инфраструктуру, а также участвовал в планировании и разработке структуры клиринговой палаты.

От Клиринговой корпорации ICE Trust досталась инфраструктура для клиринговых операций и управления рисками, а ICE привнесла в новую компанию технологии из недавно приобретенной брокерской компании Creditex. Эта компания работала с кредитными дефолтными свопами и обладала инновационным сервисом T Zero⁷. Общая база данных по сделкам DTCC предоставила «золотые записи» по кредитным деривативами, с которыми работала ICE Trust, а CLS проводила все платежи. ICE Trust договорилась с информационной компанией Markit о предоставлении ежедневных цен по расчетам, которые были необходимы для пересчета по рынку, определения необходимой маржи и проведения клиринга.

Необходимая маржа по клирингу кредитных дефолтных свопов в ICE Trust была четко отделила от остальных клиринговых операций группы ICE. Вслед за SwapClear в LCH.Clearnet здесь были установлены жесткие критерии участия. Участником клиринга могла стать компания, чей собственный капитал составлял не менее 5 млрд долл., с кредитным рейтингом не ниже «А». Кроме того, каждому потенциальному участнику необходимо было подтвердить, что у него есть системы, опыт работы и управления рисками по кредитным дефолтным свопам.

Клиринговые операции ICE Trust обеспечивались стандартным набором мер безопасности, включавшим изначальную маржу, пересчет маржи по рынку, а также тестирование на стрессоустойчивость. Кроме того, ICE Trust требовала от каждого участника клиринга внести в гарантийный фонд не менее 20 млн долл. плюс дополнительную сумму, размер которой зависел от предполагаемого размера обязательств участника и пересматривался не реже одного раза в квартал. Если в случае дефолта одного из участников убытки превышали размер гарантийного фонда, ICE Trust могла обратиться к остальным участникам клиринга с просьбой внести дополнительные средства. К концу 2009 года гарантийный фонд ICE Trust составлял 2,4 млрд долл.

Компания предъявляла высокие требования к участникам клиринга. Но и материнская компания всячески подчеркивала свою заинтересованность в новом предприятии. Она не только предоставила ICE Trust 35 млн долл. еще до запуска новой услуги, но и сделала первоначальный взнос в ее гарантийный фонд в размере 10 млн долл., объявив, что в общей сложности она планирует инвестировать 100 млн долл. в систему обеспечения стабильной работы новой компании.

Интерконтинентальная биржа постоянно расширяла свое географическое присутствие и список кредитных дефолтных свопов, по которым она могла проводить клиринг. Ее европейское

подразделение ICE Clear Europe начало проводить клиринг по сделкам с кредитными дефолтными свопами европейских компаний индекса iTraxx с 27 июля 2009 года, на несколько дней опередив Eurex Clearing. В конце июля, незадолго до ранее согласованного с Еврокомиссией срока, германо-швейцарская клиринговая группа запустила услугу Eurex Credit Clear для европейских кредитных дефолтных свопов на основе индексов iTraxx и 17 одноименных составляющих индекса iTraxx из сектора энергетики.

В середине декабря 2009 года ICE Trust начала проводить клиринг по инвестиционным сделкам с кредитными дефолтными свопами, а ICE Clear Europe начала работать с единоименными кредитно-дефолтными свопами. Перед самым Новым годом ICE Trust также добавила в свой портфель единоименные кредитно-дефолтные свопы.

Подобно своей американской родственнице, ICE Clear Europe быстро завоевала лидирующие позиции в тех регионах, где она оказывала услуги. К концу марта 2010 года компания провела клиринг по контрактам на индексы на общую сумму в 1,48 трлн евро, а по единоименным кредитно-дефолтным свопам – на общую сумму в 133 млрд евро.

Вскоре клиринговый бизнес Интерконтинентальной биржи измерялся в миллиардах и триллионах долларов и евро, в то время как у ее конкурентов дела шли все хуже и хуже. Особенно показательной была разница с Eurex Credit Clear, поскольку Eurex вышла на рынок с очень конкурентным предложением почти одновременно с ICE Clear Europe.

Eurex Credit Clear работал с Общей базой данных по сделкам DTCC, что позволяло компании предлагать автоматизированную обработку сделок и утверждать, что она смогла безболезненно «интегрироваться в существующую инфраструктуру внебиржевого рынка»⁸. Помимо группы Deutsche Börse, которая традиционно настаивала на том, что ей полностью принадлежат вертикально

интегрированные структуры, Eurex Clearing предложила отдать участникам клиринга до 90 % акций своей клиринговой палаты по кредитным дефолтным свопам. В некотором отношении Eurex опережала всех конкурентов за счет того, что с самого начала предлагала клиринг по единоименным кредитно-дефолтным свопам. Кроме того, ее услуги были доступны и для инвесторов при условии поддержки со стороны участников клиринга.

30 июля Eurex Credit Clear впервые успешно провела клиринг по контракту кредитных дефолтных свопов, а меньше чем через месяц – клиринг по одноименному свопу. Номинальная стоимость этого одноименного кредитного свопа на дефолт энергетического гиганта RWE составляла всего 5 млн евро. Но, несмотря на то что Eurex Credit Clear уложилась в требуемые сроки и даже получила награду⁹, ее бизнес составлял небольшую часть объемов ICE Trust и ICE Clear Europe.

В середине марта 2010 года на сайте Eurex появился список сделок по двум индексам кредитных дефолтных свопов, по которым компания провела клиринг. Сумма открытых позиций составляла всего 85 млн евро плюс 10 млн евро открытых позиций по сделкам с единоименными кредитно-дефолтными свопами RWE. Данные цифры оставались неизменными с начала октября 2009 года, и это наводило на мысль, что с тех пор клиринга по новым сделкам не проводилось. А значит, Eurex в отличие от ICE Clear Europe не удалось добиться того эффекта масштаба, о котором свидетельствовала сумма открытых позиций ICE. К концу марта 2010 года¹⁰ сумма открытых позиций ICE Clear Europe по клирингу сделок с контрактами на индексы кредитных дефолтных свопов оценивалась на сайте компании в 89 млрд евро, а по клирингу сделок с одноименными контрактами – в 105 млрд евро.

И хотя ICE Clear Europe могла опереться на опыт своего американского родственника ICE Trust, явного преимущества «первопроходца» перед Eurex Credit Clear на европейском рынке у нее не было. Такие слабые результаты последней наводили

на мысль, что за успешным развитием бизнеса ICE стоят другие, в первую очередь «кастовые», факторы.

Несмотря на то что ICE была «десантирована» для спасения клиринговой палаты Клиринговой корпорации, дилеры очевидным образом считали ICE Trust «своим» центральным контрагентом по кредитным дефолтным свопам. И даже факт наличия у ICE фондовых бирж почти не портил ситуацию. В то время как к услугам Eurex у них было, наоборот, крайне настороженное отношение. В качестве популярного объяснения приводилось следующее: эта услуга воспринималась как вершина пирамиды, на которой контракты заставят торговаться на бирже.

По той же причине провалилась услуга Vclear, которую предложила LIFFE: считалось, что в ее основе лежат биржевые технологии. Все это омрачало перспективы еще одного претендента на рынок клиринговых услуг по сделкам с кредитными дефолтными свопами – CME Group.

CME Group запустила свою услугу по кредитным дефолтным свопам только в середине декабря 2009 года. Ранее она уже пыталась запустить собственную трейдинговую платформу и клиринговое решение для кредитных деривативов совместно с хедж-фондом Citadel, но не смогла получить поддержку крупных дилеров с Уолл-стрит. После этой неудачи в сентябре 2009 года группа сосредоточилась на разработке клирингового решения для контрактов кредитных дефолтных свопов на основе системы ClearPort.

Запустив новую услугу, группа заявила, что ее поддержали многие ведущие внебиржевые банки-дилеры¹¹, а также инвестиционные фирмы, такие как AllianceBernstein, BlackRock, BlueMountain Capital Management, Citadel, D E Shaw Group и Pimco.

Но планы CME Group объединить средства своих клиентов, использовавшиеся в качестве маржи или гарантийного обеспечения по клирингу кредитных дефолтных свопов, с другими средствами, лежавшими на изолированных клиентских счетах, вызвали

возражения. К концу марта группа CME провела клиринг по контрактам на индекс кредитных дефолтных свопов с общей суммой открытых позиций в размере всего 47,5 млн долл.¹²

Кроме того, несколько задержался запуск парижской клиринговой палаты по кредитным дефолтным свопам для еврозоны, созданной LCH.Clearnet SA при поддержке французских банков-дилеров¹³. После «технического» запуска в декабре 2009 года клиринговая палата, принадлежавшая в основном своим пользователям, отложила начало проведения клиринговых операций по контрактам на индексы кредитных дефолтных свопов до марта 2010 года, чтобы ее клиенты успели адаптировать под новую услугу свои системы.

Управление рисками на новых рынках всегда представлялось своего рода азартной игрой для провайдеров инфраструктуры, и успех ICE на рынке клиринга по сделкам с кредитными дефолтными свопами продемонстрировал, что бизнес центральных контрагентов строится на принципе «победитель получает всё». Столь разная судьба центральных контрагентов, которые решили выйти на рынок клиринга по кредитным деривативам, также явилась наглядной иллюстрацией особенностей этого рынка. Импульс проводить клиринг исходил здесь от политиков и надзорных органов, а небольшая группа мощных дилеров, торгующих кредитными дефолтными свопами, придавала рынку явно выраженный кастовый характер, из-за чего любое предложение, за которым угадывалось присутствие фондовых бирж, было обречено на провал.

Рынок кредитных дефолтных свопов, несмотря на подмоченную репутацию после банкротства Lehman и спасения AIG, оставался одним из самых маленьких рынков внебиржевых деривативов по номинальной стоимости непогашенных требований. На конец июня 2009 года¹⁴ после успешно проведенного удаления или сжатия избыточных сделок она составляла всего 36 трлн долл. Куда более лакомым куском был рынок свопов на процентные ставки. По объему он раз в десять превышал рынок кредитных дефолтных

свопов, и в 2009 году именно этот рынок оказался в эпицентре сражения за контроль над LCH.Clearnet.

19.3. Депозитарная трастовая и клиринговая корпорация и LCH.Clearnet объявляют о слиянии

Переговоры о слиянии между группой LCH.Clearnet и DTCC продолжались шесть месяцев, после чего стороны подписали предварительное соглашение по сделке.

Согласно опубликованному 22 октября 2008 года «предварительному договору о намерениях» LCH.Clearnet в течение трех лет должна была принять бизнес-структуру, сравнимую со структурой DTCC (она должна была перейти в собственность и под управление пользователей и начать работать по себестоимости), и стать частью большой трансатлантической группы.

Запланированное поглощение DTCC LCH.Clearnet, которое позиционировали как слияние двух компаний, обещало принести пользователям ощутимую выгоду. Благодаря переходу на работу по себестоимости избыточная прибыль должна была возвращаться пользователям в форме бонусных выплат, скидок или более низких расценок на услуги. По замыслу, единая инфраструктура, обеспечивающая деятельность компании в Европе и США, должна была сократить операционные расходы объединенной группы на 7–8 % из-за эффекта масштаба, экономии на IT-решениях и объединенного управления залоговым обеспечением.

У каждой компании были свои сильные стороны. Вместе они отлично дополняли друг друга. LCH.Clearnet имела сильные позиции на рынке деривативов, в то время как основным бизнесом DTCC являлись ценные бумаги. Для руководителя и председателя совета директоров Депозитарной трастовой и клиринговой корпорации Дональда Донахью привлекательность этой сделки заключалась прежде всего в возможности совместить опыт SwapClear по клирингу сделок по свопам на процентные ставки с возможностями своей компании в области кредитных деривативов. В Европе солидный, но очень дорогой сервис парижского

LCH.Clearnet SA по клирингу сделок с акциями должны были заменить аналогичные услуги подразделения DTCC EuroCCP. Их планировалось развивать и на их основе построить в Европе «бесперебойную международную инфраструктуру» клиринга по сделкам с акциями¹⁵. EuroCCP просила около 5 евроцентов с каждого участника за клиринг по сделке, в то время как средняя цена в LCH.Clearnet SA, где до сих пор использовалась технология Clearing 21, составляла 14 евроцентов за сделку.

У DTCC уже был успешный опыт приобретения и интеграции финансовых компаний, правда, только в США. Тот факт, что обе компании показали хорошие результаты в 2008 году, несмотря на всю неразбериху, царившую на финансовых рынках, и не потеряли ни цента, ни сантима и ни пенни по тем сделкам, которые они гарантировали, должен был также успокоить несколько тысяч клиентов DTCC и LCH.Clearnet по всему миру.

Но финансовые детали соглашения были невероятно сложны. Для перехода от коммерческой модели к работе по себестоимости LCH.Clearnet требовалось заручиться поддержкой как тех акционеров компании, которые одновременно выступали финансовыми инвесторами и были заинтересованы в доходах и росте цен на акции, так и тех, кому в перспективе важнее были более низкие цены и лучшее качество услуг.

Несмотря на громадные объемы бизнеса – в 2007 году DTCC провела клиринг по сделкам с ценными бумагами общей стоимостью в 1,86 квадриллиона долл., – собственный капитал компании был невелик. Как и все центральные контрагенты, для защиты от рисков, связанных с клирингом, она полагалась на маржу и взносы в гарантийный фонд, вносимые ее участниками. Модель работы по себестоимости означала, что акции DTCC не приносили их держателям никакого дохода, поэтому цена на них была низкой, основанной только на стоимости материальных активов компании. До слияния LCH.Clearnet должна была привести стоимость своих акций в соответствие со стоимостью акций DTCC. Это означало

снизить капитализацию – а следовательно, и стоимость акций – примерно в десять раз от текущего уровня.

LCH.Clearnet начала с того, что в 2007 году сократила количество финансовых инвесторов среди своих акционеров, выкупив обратно бóльшую часть акций Euronext. В результате этой сделки общая стоимость компании упала с 1,2 млрд до 770 млн евро. Но цена в размере 10 евро за акцию, установленная в ходе обратного выкупа, стала своего рода базовой ставкой, которую акционеры LCH.Clearnet ожидали получить в результате слияния с DTCC.

В качестве решения акционерам LCH.Clearnet было предложено получить не более 10 евро за акцию, что в общей сложности составляло 739 млн евро, в течение трех лет. Бóльшую часть 739 млн евро предполагалось выплатить из прибыли LCH.Clearnet. Еще некоторую сумму собирались выплатить, выпустив 12 186 новых голосующих акций DTCC для акционеров LCH.Clearnet с таким расчетом, чтобы их доля в увеличившемся капитале объединенной группы составляла 34 %. Значительную часть выплат из расчета не более 10 евро за акцию планировали оформить в виде специальных финансовых инструментов, которые можно будет выкупить за определенную часть прибыли LCH.Clearnet за три года, а также в виде выплаты специальных дивидендов перед закрытием компании. Через год после завершения слияния состав акционеров объединенной группы в течение шести месяцев планировалось привести в соответствие с политикой DTCC, которая увязывала размер доли в капитале компании с объемом проводимых операций. Особые условия были оговорены для Euroclear, которая «в принципе» поддержала сделку. Ей разрешили продать 15,8 % акций LCH.Clearnet, а затем выкупить пропорциональный пакет акций LCH.Clearnet Holdco. В новое подразделение DTCC должны были войти LCH.Clearnet и EuroCCP. Роджер Лиддел должен был стать руководителем и «весомым представителем» бывших акционеров LCH.Clearnet в совете директоров новой компании. А председателем совета директоров планировали назначить Дона Донахью.

Переговоры с Euroclear оказались гораздо более длительными, чем предполагалось. Требовалось время на то, чтобы одновременно удовлетворить желание Euroclear «построить сильное партнерство в сфере европейских посттрейдинговых услуг»¹⁶ и найти такое финансовое решение, которое укладывалось бы в рамки коммерческой бизнес-модели Euroclear.

Были и другие препятствия, которые требовалось преодолеть, если LCH.Clearnet и DTCC собирались 15 марта 2009 года подписать юридическое соглашение о слиянии. Помимо согласия акционеров LCH.Clearnet, на сделку необходимо было получить одобрение регулирующих органов, заручиться поддержкой совета LCH.Clearnet SA и завершить взаимную комплексную экспертизу.

Однако в сложившихся обстоятельствах получить одобрение акционеров и регулирующих органов было не так-то просто. С апреля 2008 года, когда DTCC и LCH.Clearnet начали двусторонние переговоры, мир кардинально изменился.

В первые недели после банкротства Lehman Brothers взаимоотношения между американскими и европейскими надзорными органами были весьма натянутыми. Французские власти, в чьей юрисдикции работала группа LCH.Clearnet, были особенно возмущены тем, что США позволили рухнуть инвестиционному банку и тем самым спровоцировали мировой финансовый кризис. Они считали, что LCH.Clearnet SA – важный актив для парижского финансового рынка, который особенно нуждается в защите. Многим тогда казалось, что прошлые неудачи LCH.Clearnet в Лондоне поставили его положение на рынке под угрозу. После того как Нью-Йоркская фондовая биржа поглотила Euronext, а NASDAQ – OMX, для Франции было бы уже слишком допустить, чтобы DTCC поглотила группу LCH.Clearnet. Подобные настроения были особенно сильны в Париже, где после слияния с Euronext в объединенной компании очевидным образом заправляла Нью-Йоркская фондовая биржа. Кризис, разразившийся вслед за крахом Lehman Brothers, показал всю важность клиринга

и центрального контрагента. При том широком спектре продуктов, по которым LCH.Clearnet предлагала клиринг, среди ее пользователей несложно было найти тех, чьи взгляды на возможное слияние с Депозитарной трастовой и клиринговой корпорацией были весьма противоречивы. В частности, дилеры деривативов, и так недовольные слиянием LCH и Clearnet, боялись еще большего уклона в сторону клиринга по сделкам с акциями после того, как LCH.Clearnet станет подразделением DTCC.

Тем не менее бумага, оказавшаяся 20 ноября 2008 года на столе у Роджера Лиддела, Криса Тапкера и других членов совета директоров LCH.Clearnet, явилась для них полной неожиданностью. Консорциум, куда в основном входили банки, активно работавшие на внебиржевом рынке свопов, уведомил совет директоров о своем намерении сделать контрпредложение. Началась битва за LCH.Clearnet.

19.4. Попытка Lily

Шаг консорциума, прозванного Lily, стал попыткой части трейдингового сообщества на внебиржевом рынке получить больше контроля над LCH.Clearnet. Инициаторов вдохновила важность услуги SwapClear для работы с внебиржевыми деривативами. Возглавили консорциум дилеры из лондонского отделения Deutsche Bank при поддержке дилеров JP Morgan. В основе такого шага лежали опасения, что у клиринговой палаты, которая возникнет в случае поглощения LCH.Clearnet за счет DTCC, окажется слишком много разнородных целей и акционеров и это вкупе с неудачной моделью управления и переходом на работу по себестоимости не позволит членам консорциума сохранить свое влияние на SwapClear.

После того как LCH.Clearnet успешно справилась с «расчисткой» 9-триллионного (в долл. США) портфеля свопов на процентные ставки Lehman Brothers, сервис SwapClear стал проверенным активом и его стоимость росла. С начала 2000-х годов SwapClear развивалась в партнерстве с основными банками-дилерами в OTCDerivNet: они задавали стратегическое направление развития и участвовали в управлении и финансировании проекта. Однако на рынке бытовало распространенное мнение, что руководство LCH.Clearnet не уделяет SwapClear достаточно внимания.

Хотя консорциум Lily также состоял из дилеров по свопам на процентные ставки, у них был совершенно другой бэкграунд по сравнению с банками OTCDerivNet. Он был более европейским, в то время как сооснователями OTCDerivNet выступали крупные инвестиционные банки с Уолл-стрит, а в феврале 2009 года к его акционерам добавились HSBC и JP Morgan¹⁷.

Изначально в консорциум Lily входили восемь членов: Deutsche Bank, подразделение JP Morgan, занимавшееся трейдингом свопов, BNP Paribas, RBS, UBS, Лондонская фондовая биржа и ICAP. В январе

2009 года их число увеличилось за счет Société Générale и Citibank. Дилеры Deutsche Bank и JP Morgan, выступившие инициаторами покупки, были на гребне волны: они вышли из кризисных сентября и октября 2008 года с гораздо меньшими потерями, чем такие столпы OTCDerivNet, как Morgan Stanley и Merrill Lynch¹⁸.

Позиции консорциума никак нельзя было назвать прозрачными. Новость о существовании Lily просочилась в прессу только в феврале 2009 года, когда консорциум нанял агентство по связям с общественностью, чтобы оно распространило информацию о деятельности Lily среди небольшого числа избранных. Только одна компания-участник – междилерский брокер ICAP – публично призналась, что входит в консорциум. Подобно Чеширскому коту из «Алисы в Стране чудес» консорциум Lily неожиданно появлялся и пропадал, пока не исчез окончательно. При этом ему удалось полностью разрушить планы DTCC по слиянию с LCH.Clearnet.

Основной целью банков из Lily было получить контроль над LCH.Clearnet и развивать услугу SwapClear таким образом, чтобы сохранить высокую доходность бизнеса по свопам на процентные ставки для банков, входивших в консорциум. Поэтому они предложили сохранить коммерческую модель функционирования группы вместо перехода на работу по себестоимости, как хотела DTCC.

Однако хотя банки Lily и являлись крупными клиентами одного из сервисов LCH.Clearnet, они даже близко не являлись крупнейшими акционерами компании. Десяти банкам, входившим в консорциум в январе 2009 года, принадлежало всего 13,34 % LCH.Clearnet, а у двух компаний – LME и ICAP – вообще не было ее акций.

Всего у LCH.Clearnet было около 120 акционеров, и их пакеты акций почти никогда не отражали объемы использования услуг центрального контрагента. Два крупнейших акционера LCH.Clearnet вообще не являлись пользователями клиринговых услуг. Доля Euroclear – компании, которая занималась расчетами по сделкам

с ценными бумагами и являлась главным акционером LCH.Clearnet, составляла 15,84 % и превышала долю десяти участников Lily, вместе взятых. Вторым крупнейшим акционером являлась трансатлантическая биржевая группа NYSE Euronext. Ей принадлежало 5 % компании.

Состав участников консорциума был весьма любопытен в силу нескольких причин. Как быстро поняли власти Франции, большинство членов Lily находились вне еврозоны, а это означало, что в случае успешной сделки в выигрыше будет скорее Лондон, нежели Париж.

Присутствие в составе консорциума LSE, которой уже принадлежала клиринговая палата в Италии, потенциально могло иметь негативные последствия для деловых отношений LCH.Clearnet с конкурентом Лондонской фондовой биржи – группой NYSE Euronext. В феврале 2009 года NYSE Euronext пригрозила, что найдет другого провайдера клиринговых услуг для своих сделок с европейскими акциями, если цены не упадут. NYSE Euronext исполнила свою угрозу 15 месяцев спустя. Группа объявила, что в конце 2012 года начнет проводить клиринг по сделкам с европейскими ценными бумагами и деривативами через две новые, специально созданные клиринговые палаты в Лондоне и Париже¹⁹.

Состав участников Lily, как и многих других консорциумов, был нестабилен. LSE вышла из состава участников в середине марта. К концу апреля в консорциум вошли Credit Suisse, Barclays и Nomura. Месяц спустя к Lily присоединилась Лондонская биржа металлов (LME) и появилась информация, что его участником также стал Goldman Sachs. К этому времени из консорциума вышли крупные французские банки – BNP Paribas и Société Générale.

Не всем участникам было так же важно получить контроль над SwapClear, как Deutsche Bank. В середине лета 2009 года наблюдатели отмечали, что ядро консорциума составляют Deutsche Bank, часть JP Morgan, RBS, Barclays и Nomura. Как это часто

случается с консорциумами, некоторые участники вошли в него для того, чтобы наблюдать за действиями конкурентов. LME в ее настойчивом стремлении войти в консорциум, скорее всего, двигали опасения, что в противном случае ее начнут считать второстепенным акционером именно тогда, когда для таких продуктов, как железная руда и фьючерсы на драгоценные металлы, начинал или планировался использоваться клиринг.

Для успеха своего предприятия консорциуму предстояло успокоить опасения регулирующих органов, особенно в Париже, а также заручиться поддержкой широкого круга акционеров LCH.Clearnet, включая двух крупнейших акционеров, не являвшихся пользователями ее услуг. А это означало, что Lily предстоит привлечь на свою сторону не только трейдеров внебиржевых свопов, но гораздо более широкое сообщество.

19.5. Сражение за LCH.Clearnet

Появление Lily оказалось неприятным сюрпризом для Роджера Лиддела и Криса Тапкера. Громкие имена компаний, входивших в консорциум, нивелировались тем, что основные действующие лица Lily не являлись ключевыми фигурами в компаниях – участниках консорциума. Вскоре также стало очевидно, что дилеры выступили с инициативой, не позаботившись сначала разработать бизнес-план или продумать свое предложение.

Для Тапкера подобный шаг дилеров напомнил проект Rainbow – разрушительную попытку консорциума трейдеров по дериватам вмешаться в рабочие взаимоотношения LCH.Clearnet и LIFFE. За проектом Rainbow стояли многие из тех компаний, которые в настоящее время входили в Lily. LCH.Clearnet пережила Rainbow, но в процессе ей пришлось пересмотреть свои договоренности по клирингу с LIFFE и сократить объем услуг, оказываемых фондовой бирже. Несмотря на то что в декабре LCH.Clearnet прервала «эксклюзивный договор» с DTCC, чтобы начать диалог с Lily, Тапкер и Лиддел крайне неохотно взаимодействовали с консорциумом и продолжали искать другие возможности для своей компании.

В марте 2009 года LCH.Clearnet, так и не получив предложения от консорциума, начала разрабатывать собственный план по обратному выкупу акций у крупных инвесторов, которые при этом не являлись активными пользователями ее услуг. План получил кодовое название «Валькирия» (Valkyrie). Его целью было упорядочить базу акционеров и обеспечить членам Lily лучшее представительство в группе, но в то же время не допустить, чтобы управление клиринговой палатой сконцентрировалось в руках подгруппы акционеров, заинтересованных исключительно в услуге SwapClear.

Кроме того, LCH.Clearnet активно вела переговоры с надзорными органами по обе стороны пролива, причем парижские регуляторы отнеслись к планам компании более сочувственно, чем Управление по финансовому регулированию и надзору в Лондоне.

Проект «Валькирия» показал, насколько улучшилось положение LCH.Clearnet. Несмотря на то что руководство компании было целиком и полностью поглощено инициативой Lily, клиринговая компания запускала новые продукты, ее прибыли резко выросли во многом благодаря посткризисному всплеску доходности по облигациям и клиринговой активности. Тем временем становилось понятно, что предложение DTCC вряд ли будет реализовано. 15 марта, когда стороны должны были подписать соглашение о сделке, прошло безрезультатно.

В это время Lily пытался решить две проблемы: получить поддержку Euroclear и найти клиринговое решение для европейского рынка акций вместо платформы EuroCCP у DTCC. Ситуация осложнялась тем, что BNP Paribas и Société Générale заявили, что они останутся в Lily только при условии, что клиринг по сделкам с акциями по-прежнему будет проводиться через LCH.Clearnet в Париже.

Вопрос клиринга по сделкам с акциями на несколько недель сделал Париж центральным местом действия. Консорциум решил заручиться поддержкой Euroclear, предложив отдать некоторые клиринговые функции на аутсорсинг ее парижскому центральному депозитарию Euroclear France. Однако этот шаг оказался ошибочным, потому что в ответ давний соперник Euroclear – BNP Paribas – вышел из консорциума, а вскоре за ним последовал и Société Générale.

Когда в консорциуме не осталось ни одного французского банка, регулирующие органы во Франции не разрешили отдать на аутсорсинг в Euroclear ни одну из клиринговых функций LCH.Clearnet SA в Париже. В ответ LCH.Clearnet пошла в контратаку и в конце апреля объявила о том, что с 1 июля 2009 года снижает

на 30 % тарифы на клиринг по сделкам с акциями для рынка NYSE Euronext, а также для менее крупных фондовых бирж еврозоны, которым она предоставляла клиринговые услуги.

Новость о снижении тарифов появилась на следующий день после того, как DTCC объявила, что прекращает переговоры о поглощении LCH.Clearnet. Краткое заявление, сделанное DTCC 29 апреля, отражало нараставшее в течение последних шести месяцев раздражение тем, что Дон Донахью позже назовет «мыльной оперой» из Лондона²⁰. В заявлении сквозило явное разочарование с нотками раздражения и даже намеком на скрытую угрозу, и при всем том оно оставляло дверь открытой для возможного сотрудничества с LCH.Clearnet в будущем. DTCC возложила вину за несостоявшуюся сделку на руководство и совет директоров LCH.Clearnet. Заявив, что не видит «другого выхода, кроме как разрабатывать альтернативные варианты создания стратегически важного трансатлантического клирингового сервиса для удовлетворения потребностей» своих клиентов и индустрии в целом, DTCC тем не менее не теряла надежды на сотрудничество в будущем²¹.

В начале мая консорциум Lily, куда теперь входили Credit Suisse, Barclays и Nomura, сделал наконец долгожданное предложение LCH.Clearnet. Оно оказалось более чем скромным. Предложенные 11 евро за акцию не намного превышали более не существовавшую цену DTCC. Структура сделки была следующей: 3 евро выплачивались непосредственно деньгами, 5 евро – в виде особых дивидендов из резервного фонда LCH.Clearnet и 3 евро предполагалось заплатить спустя 30 месяцев из прибыли, полученной LCH.Clearnet от клиринга по сделкам с акциями. Совет директоров компании считал такую цену невыгодной. Консорциум предлагал всего на 1,5 евро за акцию больше номинальной стоимости бизнеса и при этом большую часть выплат планировал провести из собственных средств LCH.Clearnet. Консорциум Lily

собирался частично сохранить коммерческую модель работы LCH.Clearnet, и это предполагало более высокую оценку компании.

Отношения между Lily и LCH.Clearnet, которые никогда не были хорошими, теперь окончательно испортились. В высшем руководстве некоторых членов Lily стала отчетливо заметна неприязнь по отношению к LCH.Clearnet. Председатель подразделения JP Morgan по фьючерсам и опционам Ричард Берлианд вызвался быть посредником между сторонами. Берлианд входил в совет директоров LCH до ее слияния с Clearnet. У него были давние хорошие взаимоотношения с руководством LCH. И он был не узким специалистом по внебиржевым рынкам, а прекрасно разбирался в клиринге в целом и мог свободно обсуждать самые разные вопросы по всем классам активов.

19.6. Вражда стихает

Попытка Берлианда примирить стороны не удалась. Независимые директора LCH.Clearnet, которые решали, рекомендовать или нет эту сделку акционерам, отказались принять предложение Lily. Но пик вражды прошел.

И хотя отношения между Lily и LCH.Clearnet оставались непростыми, позиции двух сторон начали сближаться. Уже летом 2009 года руководство LCH.Clearnet работало над тем, чтобы включить часть целей и задач, стоявших перед Lily, в структуру и бизнес-план клиринговой компании. LCH.Clearnet собиралась убрать непользователей из реестра акционеров и согласовать пожелания консорциума с пожеланиями других своих крупных пользователей.

Выбранное в качестве названия проекта кодовое слово говорило о многом. Место «Валькирии» заняла «Маргаритка» (Marigold), и Тапкер и Лиддел начали разрабатывать новое предложение по финансированию реорганизации базы акционеров из резервного фонда LCH.Clearnet.

В конце сентября 2009 года с изрядной задержкой компания наконец объявила финансовые результаты за 2008 год, а также озвучила планы по передаче своего бизнеса в собственность и под управление основных пользователей ее услуг. NYSE Euronext и LME, две давние биржи-акционера, связанные с компанией клиринговыми отношениями, должны были остаться важными миноритарными акционерами.

Проект «Маргаритка» предполагал выплату 444 млн евро собственникам LCH.Clearnet в рамках обратного выкупа 33,3 млн акций по цене 10 евро за акцию плюс выплату дивидендов в размере 1,5 евро на акцию из небывалой прибыли 2008 года на общую сумму в 110,9 млн евро. Единовременный платеж в размере 260,4 млн евро, полученный от NYSE Liffe

за реструктуризацию клиринговых отношений с LCH.Clearnet, покрыл бóльшую часть расходов по обратному выкупу акций. В рамках достигнутых договоренностей Euroclear продавала свои 15,8 % акций LCH.Clearnet и, таким образом, выходила из состава акционеров, но при этом участвовала в «проекте по сотрудничеству», который обещал сокращение расходов и повышение операционной эффективности для клиентов обеих компаний²².

15 октября на годовом собрании 97 % акционеров LCH.Clearnet одобрили предложенный план. Так закончилась история с попыткой поглощения компании консорциумом Lily. По итогам завершившегося в ноябре обратного выкупа акций 83 % группы принадлежали пользователям и 17 % – NYSE Euronext и Лондонской бирже металлов. Крупные пользователи – ими являлись те, кто обеспечивал более 1 % выручки по клирингу каждый и более 80 % совокупно, – увеличили свою долю в капитале компании с 37 % до 63 %.

Но в итоге проект по обратному выкупу оказался слишком успешным, чтобы обеспечить четкую реорганизацию реестра акционеров. Подписка превысила запланированную на 2,4 млн акций, поэтому индивидуальный выкуп пришлось сократить и в реестре осталось некоторое количество мелких акционеров. Из-за этого общее число акционеров осталось довольно высоким – их было 105²³. В январе 2010 года LCH.Clearnet запустила систему совпадающих сделок, чтобы мелкие акционеры могли продать свои акции, а участники клиринга, которые пока не являлись акционерами, но хотели ими стать, могли купить долю в клиринговой палате²⁴.

Отступление консорциума Lily случилось как нельзя вовремя для руководства LCH.Clearnet. После очень непростого года, когда все внимание было направлено на внешние угрозы, руководитель LCH.Clearnet Роджер Лиддел наконец снова смог сосредоточиться на управлении компанией. Сражение за LCH.Clearnet вынудило

Криса Тапкера, председателя совета директоров компании, поменять свои планы и не уходить в отставку в течение 2009 года. Вместе с объявлением о найденном решении совет директоров клиринговой компании сообщил, что в 2010 году Крис Тапкер покинет компанию после того, как ему будет найдена замена.

Плюс состоял в том, что во время противостояния LCH.Clearnet и пытавшегося ее купить консорциума возможности клиринговой палаты значительно выросли. Программа обновления системы, запущенная после провала проекта GCS, обеспечила такую пропускную способность, которая с лихвой перекрывала спрос. Кроме того, LCH.Clearnet разрабатывала Synapse – мультиактивную клиринговую платформу нового поколения для деривативов.

Для того чтобы компенсировать миграцию энергетических контрактов в ICE Clear Europe, случившуюся в ноябре 2008 года, а также перевод функций центрального контрагента для деривативов в NYSE Liffe Clearing²⁵, парижский и лондонский центральные контрагенты предлагали новые продукты по беспрецедентно низким расценкам.

Особенно активно LCH.Clearnet работала на волатильных сырьевом и энергетическом рынках и на рынке грузовых перевозок, показывая тем самым, что если продуктом можно торговать, если он в достаточной степени стандартизован и может быть поставлен в будущем, по нему можно провести клиринг. Помимо расширения уже существующего бизнеса по клирингу контрактов на перевозки сыпучих грузов, группа запустила новую услугу для внебиржевых контрактов на свопы по контейнерным перевозкам, а также по свопам на железную руду, удобрения и уголь. Опасения касательно возникновения системных рисков и требования большей прозрачности заставили еще раз обратить внимание на внебиржевые рынки, вроде рынка оптовой торговли драгоценными металлами в Лондоне, где ранее рассматривалась возможность проведения клиринга по сделкам, но по ряду причин сделано в этом направлении ничего не было.

По биржевым сделкам LCH.Clearnet расширила спектр клиринговых услуг, предоставляемых американской региональной энергетической бирже Nodal. Намного важнее было принятое в 2010 году решение NYSE Euronext прекратить использовать LCH.Clearnet в качестве центрального контрагента с конца 2012 года. Кроме того, возросли шансы на то, что LSE также создаст свой собственный клиринговый сервис. Эти проблемы, к которым добавилась обострившаяся ценовая война на рынке клиринга по сделкам с акциями в Европе, будут подробно рассмотрены в следующей главе.

Сервис, на который претендовал концерн Lily, успешно пережил все катаклизмы и активно развивался. К августу 2010 года к нему присоединились новые банки-дилеры, и теперь общее число участников составляло 32 компании. SwapClear расширила спектр предлагаемых услуг: она начала проводить клиринг по пятидесятилетним свопам на процентные ставки, деноминированным в долларах, евро и фунтах стерлингов, а также по контрактам на дневные свопы на индексы (OIS).

В августе 2010 года в команду руководителей компании пришел Майкл Дейви. Он стал директором SwapClear. До этого Дейви работал в JP Morgan. У него за плечами было более 20 лет опыта в сфере финансовых услуг, включая работу в трейдинге, маркетинге и на различных операционных позициях. Его основной задачей на недавно возникшем посту являлось предоставление услуг инвесторам, поскольку именно в этой области открывались все новые и новые возможности в результате изменений в законодательстве после банкротства Lehman Brothers и спасения AIG.

Рисунок 19.1. SwapClear: рост во время кризиса



В декабре 2009 года LCH.Clearnet первой из центральных контрагентов начала предоставлять клиринговые услуги по сделкам со свопами на процентные ставки для стороны инвестора. В марте 2010 года после получения необходимого одобрения со стороны регулирующих органов услуга стала доступна инвестиционным компаниям через участников клиринга в США, Великобритании, Франции, Германии, Ирландии и Швейцарии.

Как видно из рис. 19.1, с января 2009 года по октябрь 2010 года общая номинальная стоимость сделок, по которым SwapClear провела клиринг, выросла на 62 % и составила 247 трлн долл. В течение 2010 года SwapClear провела клиринг более чем по 40 % всех сделок на мировом рынке свопов на процентные ставки²⁶. Благодаря требованиям ФРБ Нью-Йорка²⁷, которым вынуждены были следовать банки-дилеры, к концу 2009 года SwapClear проводила клиринг примерно по 90 % всех новых междилерских сделок по свопам²⁸.

В 2010 году LCH.Clearnet в рамках услуги RepoClear начала предоставлять клиринговые услуги по сделкам с испанскими государственными облигациями и РЕПО, что свидетельствовало о прекрасном коммерческом чутье руководства группы. Услугу

запустили в августе. Она пришлась как нельзя вовремя и быстро завоевала рынок после весеннего кризиса суверенных долгов в еврозоне. RepoClear позволяла банкам, торгующим испанскими государственными облигациями, проводить анонимный трейдинг облигаций и РЕПО. Это снижало риск невыполнения обязательств одним из контрагентов и повышало объемы балансового неттинга. В течение первого месяца работы с помощью нового сервиса был проведен клиринг по сделкам общей номинальной стоимостью в 130 млрд евро, что подтвердило статус группы LCH.Clearnet как крупнейшего провайдера клиринговых услуг по сделкам с облигациями и РЕПО в Европе. Группа утверждала, что она провела клиринг примерно по 85 % всех подлежащих клирингу сделок на рынке европейских государственных облигаций РЕПО, при этом во втором квартале 2010 года объемы клиринга выросли на 37 % по сравнению с аналогичным периодом 2009 года и достигли рекордной суммы в 35 трлн евро²⁹.

История с Lily была не лишена иронии. Концерн считал своим противником Криса Тапкера – человека, который с самого начала своей работы на посту председателя совета директоров LCH.Clearnet признавал необходимость привести базу акционеров компании в соответствие с объемами использования услуг компании и активно работал в этом направлении. В результате стороны нашли компромисс. По некоторым оценкам, консорциум Lily реализовал около 80 % своих изначальных целей.

В то же время постигшая Lily неудача показала, что на пути дилеров, желающих купить клиринговую палату, могут возникнуть определенные препятствия. В критический момент в ход событий вмешались французские надзорные органы, которые гораздо внимательнее своих британских коллег следили за переговорами LCH.Clearnet и Lily. Банк Франции и французское Министерство финансов использовали свое влияние, чтобы клиринговые услуги по сделкам с акциями по-прежнему оказывались в Париже. Их убежденность в стратегической важности клиринга в каком-то

смысле была схожа с позицией ФРБ Нью-Йорка, который в октябре 2008 года откровенно заявил о своем недовольстве тем, что важные центральные контрагенты принадлежали дилерам, и заставил крупнейших американских дилеров по кредитным деривативам поддержать план спасения Клиринговой корпорации со стороны ICE и создания ею клиринговой палаты по кредитным дефолтным свопам.

Оглядываясь назад, можно сказать, что надежды консорциума были далеки от реальности, а его действия – неразумны с политической точки зрения. Члены консорциума пытались подчинить себе рынок клиринга по свопам на процентные ставки в то время, когда банки-дилеры по обе стороны Атлантического океана были практически бесправны. ФРБ Нью-Йорка требовал большей прозрачности рынка и ставил ему жесткие цели. А по мере того как становились известны подробности спасения AIG, в Конгрессе росли враждебные настроения по отношению к банкам-дилерам. Если бы консорциум Lily смог реализовать свой план, концентрация банков в числе собственников LCH.Clearnet дала бы дополнительный стимул для принятия поправки Линча, которая появилась вскоре после того, как концерн потерпел неудачу.

19.7. Соперники SwapClear

Когда консорциум Lily ушел с рынка, LCH.Clearnet была уже далеко не единственной, кто предлагал клиринговые услуги на мировом рынке межбанковских свопов на процентные ставки.

Еще два американских провайдера анонсировали свои планы по выходу на этот рынок, предвкусывая, что в скором времени американское законодательство сделает обязательным централизованный клиринг по стандартизованным внебиржевым контрактам. Первой предложила услуги в этой области NASDAQ OMX через свое подразделение – Международную группу по клирингу деривативов (IDCG).

Примерно через год после того, как NASDAQ поглотила OMX в конце 2007 года, компания сделала клиринг основным направлением развития. В течение 2008 года группа создала диверсифицированный портфель клиринговых активов. Купив Бостонскую фондовую биржу в августе 2008 года, NASDAQ получила лицензию на оказание клиринговых услуг в Америке. OMX привнесла в новую компанию богатый опыт и технологию проведения клиринговых операций. Предполагалось, что образовавшаяся клиринговая корпорация NASDAQ Clearing Corp ослабит позиции DTCC на рынке клиринга по сделкам с акциями.

В октябре 2008 года NASDAQ OMX договорилась купить у Fortis Bank Global Clearing миноритарный пакет акций в размере 22 % компании EMCF, предоставлявшей клиринговые услуги для нескольких европейских многосторонних торговых площадок. До конца года она потратила 20 млн долл. на приобретение 80 % IDCG, недавно созданной клиринговой компании на рынке внебиржевых свопов на процентные ставки. В декабре 2008 года CFTC разрешила IDCG создать Международную клиринговую палату по деривативам (IDCH).

NASDAQ OMX недолго угрожала DTCC. В октябре 2009 года от этого плана отказались. DTCC победила за счет более низких тарифов и жесткой лоббистской кампании против NASDAQ Clearing Corp. В основе кампании лежал аргумент, что «разделение расчетно-клиринговых операций в США» повысит системный риск именно тогда, когда глобальная финансовая система еще не оправилась после банкротства Lehman Brothers.

NASDAQ OMX тем не менее решила развивать дальше свои планы по предоставлению клиринговых услуг по свопам на процентные ставки.

Хотя у SwapClear было преимущество «долгожителя» на этом рынке и серьезный кредит доверия после успешной «расчистки» последствий банкротства Lehman, новый игрок все же смог на начальном этапе завоевать определенные позиции.

IDCH получила одобрение от CFTC вовремя. Как рассказано в предыдущей главе, в 2009 году клиринг с участием центральных контрагентов по свопам на процентные ставки стал в США одним из приоритетов политики в области посттрейдинговых услуг. Федеральный резервный банк Нью-Йорка установил четкие нормативы, по какому проценту сделок по свопам на процентные ставки между внебиржевыми банками-дилерами должен проводиться клиринг. Нормативы вступали в силу с декабря 2009 года.

В июне 2009 года один из крупнейших международных депозитарных банков – Bank of New York Mellon купил миноритарный пакет акций IDCG и заявил, что будет оказывать услуги по управлению маржей и залоговым обеспечением для IDCH. Девять месяцев спустя крупная брокерская фирма по фьючерсам Newedge стала участником IDCH, чтобы предоставлять своим клиентам услуги центральных контрагентов на рынке свопов на процентные ставки.

Поправка Линча сыграла на руку IDCH, поскольку основным собственником последней была котировавшаяся фондовая биржа³⁰.

В конце концов поправку убрали из американского законодательства по внебиржевым дериватам, однако ее присутствие в проекте финансовой реформы, подготовленном Палатой представителей в декабре 2009 года, показывает, насколько умело NASDAQ OMX лоббировала свои интересы на Капитолийском холме: эту поправку многие называли «поправкой NASDAQ».

Однако воспринимать IDCH как соперника LCH.Clearnet³¹ начали только в марте 2010 года, когда она стала всерьез претендовать на проведение клиринга по огромным портфелям свопов американских ипотечных агентств Fannie Mae и Freddie Mac. Fannie и Freddie использовали свопы на процентные ставки для хеджирования разницы между процентными ставками по их ипотечным портфелям общей стоимостью от 2,5 до 3 трлн долл. и стоимостью заемного капитала. LCH.Clearnet несколько месяцев пытался получить клиринговый бизнес ипотечных агентств.

В апреле 2010 года LCH.Clearnet в довольно резкой форме обвинила IDCH в несоблюдении стандартов управления рисками, заявив, что центральный контрагент конкурирует за счет повышения рисков, тем самым нарушая одно из главных правил клирингового бизнеса. Лиддел утверждал, что маржа, которую требует американский соперник LCH.Clearnet, настолько маленькая, что это «граничит с безответственностью»³².

Лиддел также жаловался, что IDCH определяет маржу по клирингу свопов на основе стандартов рынка фьючерсов. Особенно страшным было обвинение в том, что при определении необходимой маржи конкурент LCH.Clearnet смотрит только на последние 125 дней трейдинга свопов. Это означало, что компания игнорировала колебания цен во времена дефолта Lehman. В то время как LCH.Clearnet, наоборот, учитывает колебания цен на свопы за последние пять лет.

Обвинения Лиддела были полностью отвергнуты IDCH. Но его комментарии прозвучали неожиданно искренне и открыто. И они

привлекли внимание к давним разговорам о «гонке уступок» в стандартах клиринговых палат и о вытекающих из этого рисках.

Полемика об управлении рисками подчеркнула разницу между подходами к клирингу свопов в двух компаниях. В клиринговой модели, которую использовала IDCH, свопы на процентные ставки конвертировались во фьючерсы, и это, как утверждала компания, оправдывало ее политику в отношении маржи. В то время как LCH.Clearnet считала, что фьючерсы на свопы похожи на обычные свопы, с которыми работала SwapClear, и потому они несут точно такие же риски.

Целевой рынок, где планировала работать IDCH, также по-разному воспринимал нового игрока и SwapClear.

SwapClear работала в партнерстве с дилерским сообществом. Это означало, что в случае дефолта одного из участников клиринга дилеры будут готовы помочь и, если потребуется, предоставить недостающие активы, чтобы компания выполнила свои обязательства.

IDCH планировала создать рынок для обслуживания посредников во фьючерсных операциях (FCM), которые выступали брокерами по различным классам активов. Об этом явно свидетельствовала поддержка Newedge. По словам руководителя Международного департамента исполнения финансовых фьючерсов и опционов Джона Раскина, требования США перевести внебиржевые продукты в формат котирующихся бумаг открывали много возможностей для фьючерсных посредников. Для Newedge участие в IDCH являлось частью политики, направленной на развитие трейдинга и оказание клиринговых услуг для клиентов³³.

IDCH была не одинока в попытках найти новые подходы к клирингу по свопам на процентные ставки. В октябре 2010 года CME запустила услугу полиактивного клиринга для внебиржевых свопов на процентные ставки, разработанную совместно с дилерами по свопам компаниями – участниками клиринга и инвестиционными компаниями³⁴. В рамках оказания этой услуги CME обещала создать

новую систему кросс-маржирования для внебиржевых продуктов, где в качестве бенчмарка будут использоваться евродолларовые фьючерсы и фьючерсы на казначейские облигации США. Предполагалось, что после получения разрешения от Комиссии по торговле товарными фьючерсами эта услуга вызовет на рынке настоящую революцию и обеспечит пользователям более эффективное использование капитала.

19.8. Гарантии для инвесторов

Тот факт, что Fannie Mae и Freddie Mac собирались стать клиентами центральных контрагентов, говорил о появлении огромного рынка клиринговых услуг среди конечных пользователей свопов. На хедж-фонды, управляющих активами и коммерческие предприятия, собирательно именуемые «инвесторами», которые пользовались свопами на процентные ставки, приходилась бóльшая доля непогашенных требований, чем на работавшие с ними банки.

В июне 2009 года Банк международных расчетов оценил, что на долю инвесторов приходится 208 трлн из 341 трлн долл. общей номинальной стоимости рынка свопов на процентные ставки. Запустив в декабре 2009 года сервис для инвесторов – SwapClear Client Clearing Services, LCH.Clearnet оценила, что потенциально через SwapClear может быть проведен клиринг по свопам на процентные ставки общей номинальной стоимостью в 146 трлн долл.

До банкротства Lehman инвесторы почти не проявляли интереса к клирингу с участием центрального контрагента. Однако болезненный опыт в одночасье научил хедж-фонды и управляющих активами ценить гарантии, которые давал клиринг.

Спустя четыре месяца после краха Lehman Дон Донахью вспоминал, как кризис ударил по инвестиционным компаниям, которые не использовали при сделках с ценными бумагами, обеспеченными ипотечными кредитами, клиринговые услуги подразделения DTCC – Клиринговой корпорации по ценным бумагам с фиксированным доходом (FICC).

«Многие инвестиционные компании не являлись участниками подразделения FICC, занимавшегося ценными бумагами, обеспеченными ипотечными кредитами, и поэтому у них не было тех гарантий, которые дает FICC, – рассказывает он. – Они пришли в ужас, когда осознали свое положение. Их сделки шли мимо DTCC,

по ним не была внесена маржа, и FICC с фиксированной доходностью не могла обеспечить их исполнение. Вскоре после кризиса инвестиционные компании начали вступать в клиринговую корпорацию»³⁵.

У инвесторов были весомые причины воздерживаться от членства в центральном контрагенте. У них, как правило, было меньше финансовых ресурсов, чем у брокер-дилеров. Им не хватало ни средств на взносы в гарантийные фонды клиринговых палат, ни опыта решения проблемных ситуаций. Вряд ли какая-то из инвестиционных компаний смогла бы помочь LCH.Clearnet так, как помогли дилеры, участники SwapClear, при «расчистке» портфеля свопов на процентные ставки в 9 трлн долл. после дефолта Lehman Brothers Special Financing, которая являлась клиринговым членом SwapClear.

Это означало, что инвестиционным компаниям нужно было участвовать в центральных контрагентах в качестве клиентов участников клиринга. Именно такой путь выбрала в США ICE Trust US при запуске в декабре 2009 года клиринговых услуг по кредитным дефолтным свопам для инвесторов в партнерстве с 12 участниками клиринга и 10 инвестиционными фирмами.

Однако для Европы получение доступа к центральным контрагентам через участников клиринга было далеко не таким очевидным решением. Несмотря на то что после дефолта Lehman Brothers International Europe (LBIE) центральные контрагенты смогли успешно перевести клиентские счета из LBIE к другим участникам клиринга, были случаи, когда гарантийная маржа клиента возвращалась в PwC, который являлся администратором активов банка, и замораживалась на несколько месяцев.

Такая практика представляла серьезную проблему для отрасли, о чем предупреждал Томас Бук, член совета директоров Eurex, отвечавший за клиринговые услуги. Действия, последовавшие за дефолтом Lehman, поставили под сомнение «преимущества клиринговых палат для конечных пользователей»³⁶.

«Впервые мы столкнулись с ситуацией сбоя у крупного посредника, когда средства не прямых пользователей оказались заморожены, – сказал Бук. – Но используя клиринговую палату в качестве конечного пользователя, я хочу быть уверен в том, что застрахован от риска невыполнения обязательств. Мы как представители отрасли обязаны сделать так, чтобы никогда больше в случае банкротства не были заморожены залоговое обеспечение, или активы, или открытые позиции пользователей».

Одной из причин возникновения подобных проблем с LBIE являлась британская система персональной ответственности администратора банкротства. Поэтому прежде чем LCH.Clearnet и другие клиринговые палаты начнут продвигать клиринговые услуги для инвесторов, они должны найти способ сделать так, чтобы деньги клиентов не попадали в руки администраторов. В качестве решения инвестиционным компаниям предлагалось проводить свои сделки через участников клиринга, но с изолированными счетами и возможностью в случае дефолта быстрого перевода открытых позиций и маржи к другому участнику клиринга.

Запустив в декабре 2009 года свою услугу SwapClear Client Clearing Service, LCH.Clearnet структурировала ее таким образом, что в случае дефолта участника клиринга, через которого работал клиент, клиентские позиции и залоговое обеспечение могли быть переведены к другому участнику клиринга или замещены новыми сделками. Клиенты могли получить индивидуальные изолированные счета. Кроме того, LCH.Clearnet разработала «передаточные акты», которые подписывались и клиентом, и участником клиринга. Эти акты не позволяли администраторам удерживать клиентские деньги.

Eurex также заявил, что к концу 2010 года разработает «индивидуальное изолированное решение», которое даст юридические основания для мгновенного перевода клиентских позиций и залогового обеспечения в случае дефолта участника клиринга. По словам Бука, подобное решение также будет применяться в биржевом бизнесе Eurex Clearing.

В США обсуждение клиринга для Freddie Mac и Fannie Mae показало, что британское законодательство о банкротстве по-прежнему вызывает неоднозначную реакцию. В результате LCH.Clearnet адаптировала SwapClear таким образом, что клиенты-инвесторы получили доступ к услугам компании через фьючерсных посредников. Такая модель позволяла быстро перевести позиции и залоговое обеспечение клиента, как того требовало законодательство Нью-Йорка.

В первые месяцы энтузиазм в отношении клиринга среди инвесторов то затихал, то вновь разгорался. По мере того как стиралась память о кризисе в Lehman, участие в центральных контрагентах уже не казалось столь необходимым. Отдельную проблему для некоторых управляющих активами представляла маржа, которую требовали центральные контрагенты, поскольку это были дополнительные и непривычные для них расходы.

Однако в сентябре 2010 года стало известно, что дочернее подразделение Banca Monte dei Paschi di Siena – MPS Capital Services – договорилось со SwapClear о проведении клиринга по сделкам со свопами на процентные ставки через Barclays Capital. Важность этого события заключалась в объемах сделок, по которым должен был быть проведен клиринг, – они составляли более 200 млрд долл.

Смогут или нет другие модели клиринга, в основе которых лежит перевод внебиржевых продуктов в биржевые или подобные биржевым, завоевать рынок, еще предстоит увидеть. Модель, которая отлично подошла для инвесторов, изначально была предложена со стороны CME. В 2008 году она запустила подобную услугу, но та просуществовала недолго. В 2010 году CME стала активно продвигать услугу по клирингу свопов на процентные ставки среди дилеров. Услуга включала в себя процессы исполнения сделок и другие черты двусторонних внебиржевых контрактов. Требования к капиталу участников клиринга составляли не менее 1 млрд долларов³⁷.

Как бы ни развивались дальнейшие события, клиринговые палаты перестали игнорировать инвесторов. Как заметил в июне 2010 года президент клирингового подразделения СМЕ Ким Тейлор, «любые услуги по клирингу сделок с внебиржевыми продуктами, которые мы предложим, непременно будут включать в себя и решение для инвесторов. Это стало важной и быстро развивающейся частью [нашего бизнеса]»³⁸.

20. Перемена мест

20.1. Конкуренция, рост и развитие

Осознание необходимости клиринга по сделкам с внебиржевыми деривативами – это лишь половина истории клиринга в годы после банкротства Lehman. Клиринг стал важнейшей частью в стратегии всех без исключения бирж. Таким образом они пытались упрочить свои позиции в условиях обострившейся конкуренции.

Кризису предшествовало ослабление государственного регулирования. Кульминацией этого процесса стали меры, направленные на повышение конкуренции в сфере трейдинга, которые разрушали традиционную структуру многих бирж по обе стороны Атлантического океана.

Однако этот процесс по-разному влиял на фондовые биржи и биржи деривативов. В отношении фондовых бирж и в США, и в Европе были приняты сходные изменения в законодательстве, но при этом они имели совершенно разные последствия для клиринга, поскольку сами биржи и их клиринговые услуги имели разную структуру и по-разному регулировались.

В США самые серьезные за последние 30 лет изменения в законодательстве о фондовом рынке вступили в силу в марте 2007 года. Регулирование системы национального рынка, известное как Reg NMS, было нацелено на повышение конкуренции на американских рынках акций. Одно из ключевых положений требовало от брокеров обеспечить, чтобы при покупке или продаже акций инвесторы получали лучшую цену, вне зависимости от того, где она была опубликована.

Последствия этого положения для старых фондовых бирж Америки были существенны. У них рухнули тарифы и прибыли и резко упала доля рынка. Крупные игроки начали активно инвестировать в технологии электронного трейдинга, чтобы

повысить скорость проведения сделок и тем самым привлечь алгоритмических трейдеров, которые начинали играть все более значимую роль на рынке. Но их усилия в массе своей вознаграждены не были. В первые месяцы 2010 года, например, доля NYSE в торговле котировавшихся на ней бумаг упала ниже 30 %, притом что четыре месяца назад она составляла около 75 %. От снижения доли рынка у Нью-Йоркской фондовой биржи, NASDAQ и других фондовых бирж выиграли альтернативные трейдинговые площадки, такие как BATS Exchange в Канзас-сити, за которой стояли JP Morgan, Morgan Stanley и другие инвестиционные банки.

Но на клиринге все эти потрясения на фондовых рынках в США напрямую почти не сказались. DTCC выступала в качестве центрального контрагента как для оказавшихся в тяжелом положении старых игроков, так и для новых трейдинговых площадок. Для нее было непростой задачей справиться с растущими объемами трейдинга, отчасти спровоцированными новыми правилами Reg NMS, отчасти повысившейся волатильностью рынка¹.

Однако косвенным образом новые правила на клиринг повлияли. Фондовые биржи в США и в мире решили, что их будущее – в развитии рынков трейдинга по деривативам. Соответственно, как уже говорилось, NYSE и NASDAQ поспешили провести серию слияний с трейдинговыми площадками и центральными контрагентами по деривативам, что, в свою очередь, повысило конкуренцию на рынке торговавшихся на бирже деривативов.

Эти изменения запустили деликатное и до сих пор продолжающееся размывание устоявшихся границ между американскими биржами опционов, фьючерсов и ценных бумаг и их клиринговыми палатами и способствовали тому, что в конкурентную борьбу на рынках биржевых деривативов вступали новые игроки и для достижения своих целей внедряли инновационные решения в области клиринга.

Директива Евросоюза «О рынках финансовых инструментов» (MiFID) была похожа на правила Reg NMS. Она также

предписывала проведение сделок по лучшей цене и дала зеленый свет развитию многосторонних трейдинговых систем (MTF) и прочих альтернативных платформ. MiFID, так же как и Reg NMS, вызвала жестокую ценовую войну между европейскими трейдинговыми платформами.

Эта война, в свою очередь, вынудила фондовые биржи, к примеру LSE, расширить спектр услуг и заняться клирингом и деривативами.

Но в отличие от США в Европе ценовая война напрямую отразилась на клиринге по сделкам с акциями, потому что тут не было центрального контрагента – монополиста наподобие NSCC у DTCC, которая предоставляла бы клиринговые услуги для всех трейдинговых площадок по акциям. Более того, поскольку директива «О рынках финансовых инструментов» и Кодекс деловой этики для провайдеров расчетно-клиринговых услуг создавались в основном под специфику фондовых рынков, в Европе ничто не препятствовало дальнейшей вертикальной интеграции бирж деривативов.

Действительно, как только стало очевидно, что ни надзорные, ни антимонопольные органы не будут вмешиваться и тормозить процесс, вертикальные трейдинговые и клиринговые структуры по деривативам в Европе стали такой же нормой, как и в США.

Жесткая конкуренция истощила старые клиринговые компании, такие как LCH.Clearnet в Европе и группу CME в США. Для LCH.Clearnet настали тяжкие времена, поскольку прибыль от клиринга по сделкам с акциями резко упала, а основной биржевой клиент компании – NYSE Euronext – объявил о планах самостоятельно проводить клиринг в Европе.

20.2. Падающие тарифы на клиринг по сделкам с европейскими акциями

Отбиваясь от консорциума Lily², руководство LCH.Clearnet вынуждено было одновременно отвечать и на другие вызовы

европейского рынка клиринга по сделкам с акциями.

Начатое в 2006 году снижение тарифов было лишь первым выстрелом в ценовой войне, разгоревшейся после вступления в силу директивы Евросоюза MiFID в ноябре 2007 года. Многосторонние торговые площадки, такие как Chi-X, Turquoise и BATS Trading Europe, отобрали часть рынка у старых бирж и вынудили их снизить тарифы на свои услуги. Поскольку количество многосторонних торговых площадок (MTF)³ быстро росло и они, как правило, предпочитали работать с новыми клиринговыми компаниями, такими как EMCF и EuroCCP, конкуренция в сфере клиринга резко обострилась. Это одинаково негативно сказалось на прибыльности как старых, так и недавно образованных центральных контрагентов.

Стоимость клиринга по сделкам с акциями в Европе начала падать еще в 2007 году. В 2009 году снижение тарифов пошло быстрее. В апреле EuroCCP снизила цены на клиринг с шести до пяти евроцентов с каждого из участников сделки после того, как у ее основного клиента, Turquoise, в течение нескольких тяжелых месяцев падали объемы трейдинга и стоимость акций. EMCF отреагировала, снизив на 40 % тарифы на клиринг по сделкам с британскими акциями. В мае LCH.Clearnet ответила новыми ценами в EquityClear: для крупных клиентов, торговавших на LSE, и для клиентов многосторонних торговых площадок они составляли всего один британский пенни за сделку. Компания заявила, что теперь ее тарифы на клиринг по сделкам с акциями в Лондоне на 60 % ниже, чем были в январе 2007 года.

Тарифы продолжали снижаться. Центральные контрагенты начали конкурировать за привлечение в число своих клиентов трейдинговых платформ, через которые работали алгоритмические трейдеры, и готовиться к ожидаемому расширению операционного взаимодействия в рамках Кодекса деловой этики. К примеру, EuroCCP с 1 октября 2009 года установила тарифы между 3 и 0,2 евроцента с участника сделки в зависимости от объема торгов.

MTF потеряли деньги. В 2009 году инвестиционные банки, которые в свое время создали Turquoise как конкурента LSE, согласились продать ее Лондонской бирже. Они стали миноритарными акционерами в многосторонней торговой площадке, которая затем объединилась с трейдинговой площадкой LSE Baikal, работавшей по системе «скрытого пула». Эти бурные перемены не могли не отразиться на доходах и прибыли центрального контрагента. Из-за снижения тарифов доходы LCH.Clearnet от клиринга по сделкам с акциями в 2009 году упали до 60,6 млн евро по сравнению со 114,6 млн евро в 2008 году. Неизбежное снижение будущих доходов из-за снижения тарифов вынудило группу признать снижение справедливой рыночной стоимости своих инвестиций в Clearnet SA на 393,4 млн евро. Вследствие этого гудвилл компании снизился с 503,8 до 110,4 млн евро, и она закончила год с чистыми убытками в размере 91 млн евро⁴.

В сентябре 2009 года Крис Тапкер, председатель совета директоров LCH.Clearnet, заметил: «При текущем уровне тарифов и расходов подозреваю, что никто ничего не зарабатывает». LCH.Clearnet предлагала клиринг по сделкам с акциями в Европе «практически по себестоимости»⁵.

Спустя несколько месяцев EuroCCP объявила, что за 2009 год – первый полноценный год своей работы – ее операционные убытки составили 11 млн евро по сравнению с 14 млн евро в 2008 году, когда компания только пришла на рынок. Центральный контрагент по сделкам с акциями предупредил, что может нести убытки вплоть до 2015 года, а также признал, что за первые семь месяцев работы получил от материнской компании DTCC 29,6 млн евро, чтобы соответствовать требованиям к капиталу, предъявляемым Управлением по финансовому регулированию и надзору⁶.

Для EMCF, наоборот, 2009 год оказался прибыльным. В день компания в среднем проводила клиринг по 1,6 млн сделок, что составляло 35 % от общего объема рынка. Чистая прибыль выросла

на 120 % с 3 млн евро в 2008 году до 6,63 млн евро в 2009 году, а доходы увеличились на 42 % до 17,2 млн. Однако компания решила не выплачивать дивиденды за 2009 год (в отличие от прошлого года, когда она выплатила из нераспределенной прибыли 1,42 млн евро), а вместо этого увеличить акционерный капитал с 8 до 14,63 млн евро⁷.

Конкуренты язвительно отмечали, что EMCF получила чистую прибыль не вследствие оглушительного успеха своего основного клиента Chi-X, а просто потому, что ей не понадобилось вкладывать огромные суммы из собственных средств в инфраструктуру: она пользовалась инфраструктурой голландской материнской компании.

EMCF не остановилась на достигнутом и в 2010 году при более чем скромном количестве сделок с акциями спровоцировала новый виток ценовой войны, предложив агрессивную ценовую шкалу для привлечения участников клиринга с большими объемами сделок.

В конце августа LCH.Clearnet превзошла своего конкурента: для участников клиринга с максимальными объемами сделок в Лондоне они ввели понижающую шкалу тарифов, кульминацией которой стал бесплатный клиринг по сделкам с акциями, если их количество превышало 150 000 в день.

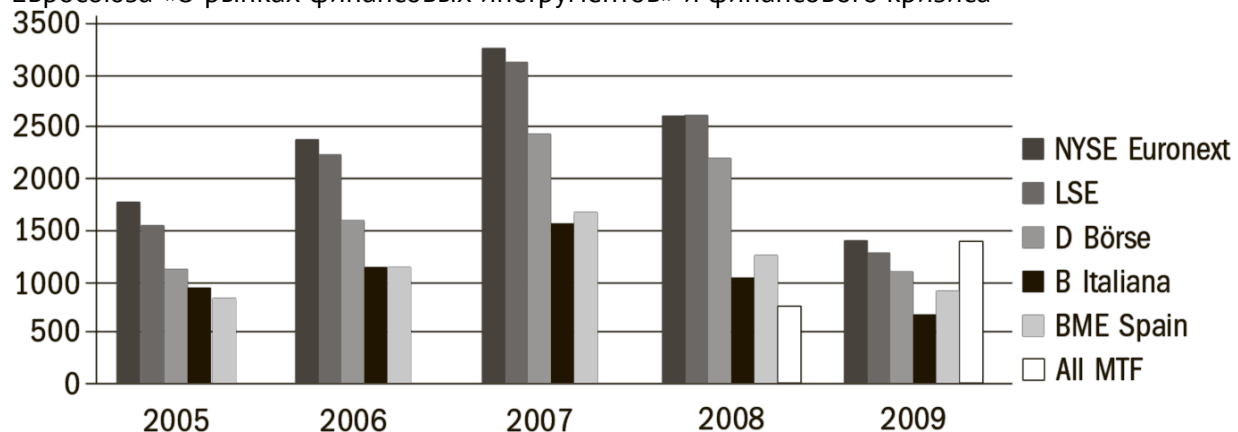
Неделей позже швейцарская клиринговая компания SIX x-clear также объявила о том, что с 1 января 2011 года вступит в силу новая сетка тарифов. В среднем она снизила цены на 15 %, а для крупнейших клиентов – на 30 %.

В сентябре 2010 года, оглянувшись назад, председатель совета директоров EuroCCP Майк Бодсон заявил, что тарифы на клиринг упали примерно на 80 % за два года, прошедших с того момента, когда на европейский рынок вышла дочерняя структура DTCC с ее моделью работы по себестоимости⁸.

На рис. 20.1 более подробно видны последствия финансового кризиса и введения MiFID для клиринга в Европе. График показывает, насколько негативно сказались падающие обороты торговли акциями после 2007 года и конкуренция со стороны

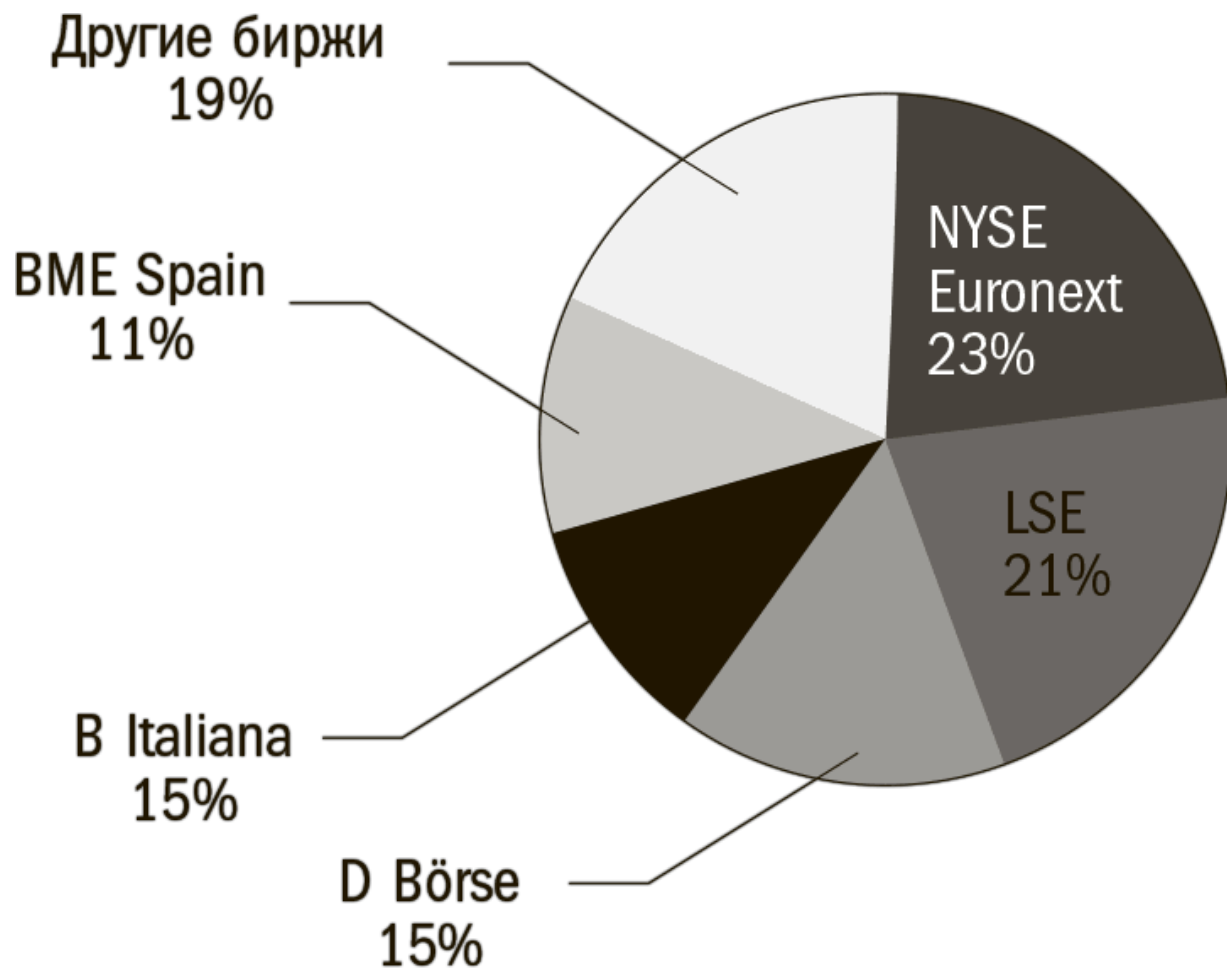
многосторонних торговых площадок на доходах от клиринга по сделкам с акциями, а также как они привели к снижению тарифов на клиринг для крупных пользователей.

Рисунок 20.1. Трейдинг и клиринг по сделкам с акциями в Европе. Влияние директивы Евросоюза «О рынках финансовых инструментов» и финансового кризиса



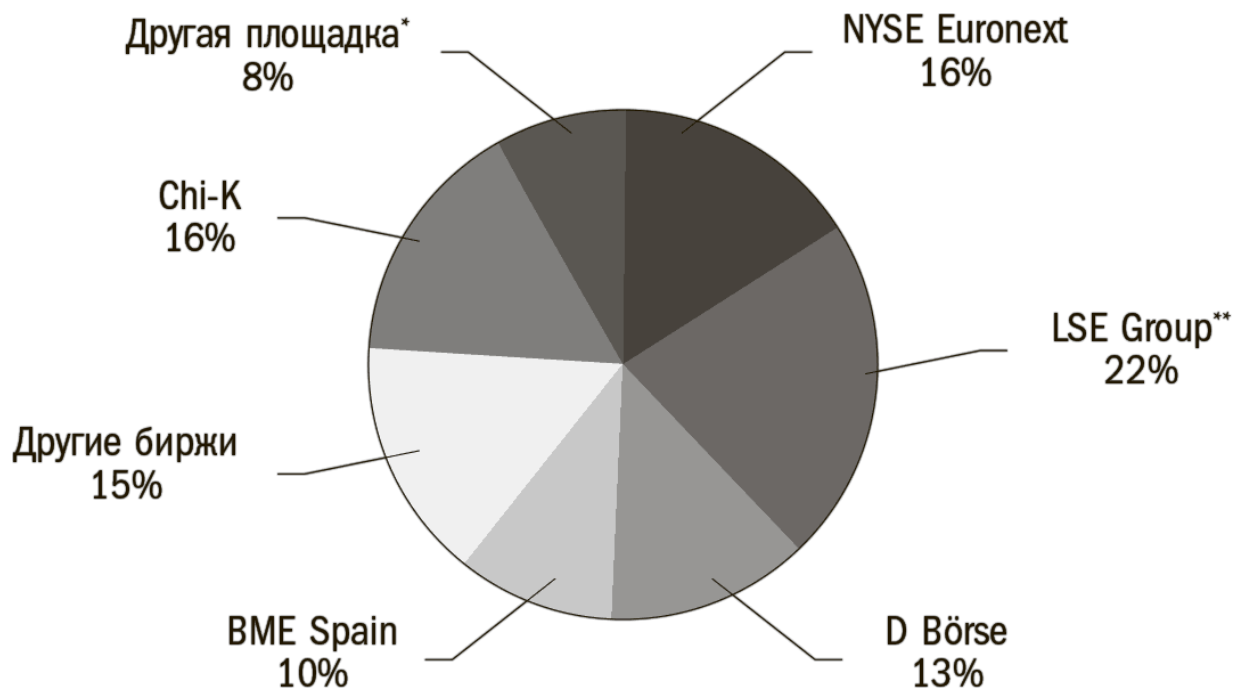
Сделки по электронной очереди. На крупнейших трейдинговых площадках, млрд евро. На основании данных Федерации европейских фондовых бирж, Брюссель

Рисунок 20.2. Доля от оборота в 2006 году



В % от 10,441 млрд евро. На основании данных Федерации европейских фондовых бирж, Брюссель

Рисунок 20.3. Доля от оборота в 2010 году^[6]



В % от 10,441 млрд евро. За девять месяцев с января по сентябрь. По данным Федерации европейских фондовых бирж, Брюссель



В млн евро. Данные из годового отчета компании

Таблица 20.5. Структура тарифов на клиринг по сделкам с акциями. На примере LCH.Clearnet

Тарифы за клиринг по одной сделке, пенсов, с 1 октября 2010 года.
Для среднесуточного объема:

Свыше 150 000	0 р
75 001-150 000	0,5 р
50 001-75 000	1 р
40 001-50 000	4 р
20 001-40 000	5 р
10 001-20 000	7 р
Менее 10 000	10 р

20.3. Клиринг по алгоритмическому и высокочастотному трейдингу

Структура снижения тарифов на клиринг летом 2010 года свидетельствовала о растущей значимости на фондовых рынках алгоритмического (algo) и высокочастотного (HFT) трейдинга. Их почти всегда упоминали вместе, хотя они представляют собой два совершенно различных, хоть и родственных, вида из одного семейства.

В конце десятилетия практически весь трейдинг на том или ином этапе пользовался алгоритмами. Другое дело – HFT. Реализация трейдинговой стратегии с помощью компьютера позволяла моментально использовать трейдинговые возможности. В результате резко возросли объемы краткосрочных сделок с акциями, когда покупатели держали ценные бумаги меньше одного дня.

Победоносное шествие HFT вылилось в «гонку вооружений» среди трейдинговых платформ. И традиционные биржи, и многосторонние торговые площадки одна за одной проводили дорогие обновления своих систем, чтобы привлечь поток заказов от трейдеров, которые требовали исполнения сделки сначала в течение миллисекунд (тысячных долей секунды), а позже – в течение микросекунд (миллионных долей секунды). То есть тысячи сделок могли быть исполнены буквально в мгновение ока.

Платформы ценили HFT больше всех остальных, поскольку именно они обеспечивали ликвидность и, таким образом, помогали сузить спред между спросом и предложением и определить конкурентные преимущества платформ. Это давало трейдерам возможность требовать для себя более выгодных тарифов, а у трейдинговых платформ, как старых, так и новых, шла гонка по двойной спирали: с одной стороны, снижались тарифы, с другой – росли затраты. Разумеется, описанный процесс не мог не влиять и на тарифы на клиринг.

Какая доля рынка приходилась на высокочастотный трейдинг, оставалось спорным вопросом. Считалось, что к 2010 году около 60 % всех сделок в США приходилось на высокочастотный трейдинг. В Европе, где объемы торгов были ниже, называлась цифра около 40 %.

Но несмотря на то, что благодаря HFT для инвесторов снижались трейдинговые затраты, у этого вида трейдинга были и недостатки. Считалось, что технологии algo и HFT использовались, чтобы манипулировать рынком, используя высокие скорости для получения всех преимуществ «опережающих сделок» – незаконной практики, когда трейдеры проводили собственные сделки, зная заранее о предстоящих крупных заказах от инвесторов. HFT, при котором период владения ценными бумагами зачастую измерялся в секундах, практически ничего не давал бизнесу в плане капитала.

Более серьезные опасения возникли 6 мая 2010 года после так называемого flash crash (то есть мгновенного крушения) рынка, когда меньше чем за 20 минут промышленный индекс Доу-Джонса рухнул почти на 1000 пунктов, а потом так же внезапно пошел вверх и закрылся всего на 347,8 пункта ниже исходного значения.

В стране, где пенсионные доходы населения напрямую зависели от ситуации на фондовом рынке, flash crash крайне негативно сказался на настроении частных инвесторов. Тот факт, что внятные официальные объяснения произошедшего появились только спустя пять месяцев, явно не способствовал улучшению ситуации⁹.

После flash crash начались оживленные споры о прозрачности предтрейдинговых операций и необходимости новых предохранителей, которые смогут искусственно остановить HFT, если он выйдет из-под контроля. На сфере клиринга HFT сказался несколько позже. Преимущество сделок «без прибыли» на конец дня означало, что HFT никак не влиял на риски центральных контрагентов и участников клиринга в период до начала следующего трейдингового дня. Центральные контрагенты в любом случае уже отреагировали на повысившуюся волатильность фондовых рынков

после банкротства Lehman, подняв первоначальную маржу при клиринге сделок по акциям и при необходимости выставляя требования увеличению маржи в течение трейдингового дня¹⁰.

И хотя главные уроки, извлеченные из тех событий, касались предтрейдинговой сферы, масштаб и скорость flash crash подняли неприятные вопросы о внутрисуточных рисках клиринговых палат. Оказалось, что они могут быть огромны.

Это, в свою очередь, вдохнуло новую жизнь в идею клиринга по сделкам с акциями в реальном времени – такой процесс позволил бы обойтись без всяких гарантийных сумм и маржи, на которых держалась бизнес-модель центрального контрагента по сделкам с акциями. Вернер Зиферт в бытность свою CEO Deutsche Börse какое-то время пытался найти «священный Грааль» клиринга в реальном времени, что и послужило одной из причин, почему в 1999 году он наложил вето на проект трехстороннего слияния французской, немецкой и люксембургской расчетных инфраструктур по сделкам с ценными бумагами¹¹.

В начале века клиринг в режиме реального времени казался недостижимой мечтой. Но к концу 2010 года как минимум одна компания – относительно небольшой, но успешный шведский производитель трейдинговых платформ и платформ для составления отчетности Cinnober – разработала клиринговую систему, приспособленную к требованиям высокочастотного трейдинга. Председатель совета директоров Cinnober Нильс-Роберт Перссон пылко рекламировал TRADExpress RealTime Clearing на нескольких конференциях, посвященных расчетно-клиринговым операциям. Новая платформа могла проводить клиринг по различным классам активов и позволяла управлять рисками в реальном времени. По словам Перссона, возможности системы просчитывать риски за миллисекунды делали ее самой мощной системой в мире и позволяли минимизировать риск дефолта одной из сторон. Система могла проводить клиринг по сделкам с акциями и деривативами, а также внебиржевой клиринг. Перссон уверял, что

использование системы обеспечит участникам клиринга конкурентные преимущества в мире, где на первое место по важности вышла эффективность управления рисками.

История клиринга полна примеров громких технических новшеств, которые не оправдали ожиданий пользователей. В случае с Cinnober у рынка, вероятно, будет возможность сравнить обещания с реальностью, поскольку компания объявила, что в феврале 2010 года на систему поступил первый заказ от анонимного (на тот момент) клиента.

20.4. Операционное взаимодействие в Европе: успехи и неудачи

Падение тарифов на клиринг ускорило еще больше, когда в конце 2008 года LCH.Clearnet и SIX x-clear создали конкурентный клиринг для LSE.

Совместимый канал связи создавался как результат соглашения между двумя центральными контрагентами, достигнутого буквально накануне подписания в ЕС Кодекса деловой этики. В декабре 2008 года инвестиционное подразделение банка UBS быстро перевело клиринговые операции по сделкам с акциями в Лондоне из LCH.Clearnet в SIX x-clear, чтобы успеть воспользоваться преимуществами пользовательского выбора. Спустя несколько месяцев его примеру последовал Deutsche Bank.

Переход от соглашений об операционном взаимодействии к его внедрению был медленным и тяжелым. В течение двух с половиной лет процесс то затягивался, то притормаживался, то откладывался. Когда CEO SIX x-clear Марко Стример активно поддерживал идею операционного взаимодействия, сначала LCH.Clearnet, а затем и LSE высказали свои возражения, что и привело к задержкам.

Но в 2009 году интерес к операционному взаимодействию неожиданно возродился. Дамбу прорвало в конце января, когда группа NASDAQ OMX завершила сделку по приобретению 22 % EMCF и стала миноритарным акционером компании наряду с Bank Nederland, который, как следует из названия, принадлежал голландскому правительству. NASDAQ OMX выбрала EMCF в качестве провайдера услуг центрального контрагента для скандинавских рынков NASDAQ, где до этого клиринг по сделкам с акциями не проводился. Вместе с объявлением об этой сделке раздался призыв поддерживать и развивать операционное взаимодействие в Европе. Последовала череда соглашений о создании совместимых каналов

связи между трейдинговыми платформами и центральными контрагентами, а также между последними.

Соглашения о совместимости, февраль – май 2009 года

3 февраля 2009 года EMCF подписывает меморандум о взаимопонимании с SIX x-clear, в соответствии с условиями которого пользователи Chi-X могут выбирать, услугами какого из двух центральных контрагентов пользоваться.

5 февраля 2009 года Площадка NYSE Euronext, SmartPool, работавшая по системе «скрытого пула», взаимодействует с LCH.Clearnet по клирингу сделок с бельгийскими, французскими, голландскими и португальскими акциями и с EuroCCP по клирингу на десяти других рынках¹².

5 мая 2009 года BATS Europe, которая до этого проводила клиринговые операции через EMCF, выбирает LCH.Clearnet своим вторым центральным контрагентом для сделок с британскими и швейцарскими акциями.

6 мая 2009 года LCH.Clearnet объявляет о подписании меморандума о взаимопонимании по предоставлению услуг центрального контрагента для Chi-X. Чуть позднее многосторонняя торговая площадка NYSE Area Europe также выбрала LCH.Clearnet в качестве провайдера клиринговых услуг.

7 мая 2009 года EuroCCP и SIX x-clear подписывают меморандум о взаимопонимании по операционному взаимодействию для того, чтобы Turquoise или любая другая платформа могли предлагать конкурентный клиринг между двумя центральными контрагентами.

Середина мая 2009 года Deutsche Börse впервые согласилась раскрыть свою вертикально интегрированную клиринговую структуру по сделкам с акциями и заключила с SIX x-clear сделку по обратному каналу связи для сделок по акциям.

19 мая 2009 года ЕМCF подписывает меморандум о взаимопонимании по операционному взаимодействию с LCH.Clearnet, который открыл возможности для трехстороннего конкурентного клиринга с SIX x-clear. Эта договоренность позволит трейдерам выбирать одного центрального контрагента для всех сделок на платформах, обслуживаемых тремя клиринговыми палатами.

В случае с LCH.Clearnet шкала скидок для пользователей и скачок в качестве, последовавший за кризисом 2008 года, побудили некоторые MTF поручить группе проводить клиринг по своим сделкам вместе с новыми центральными контрагентами. Операционное взаимодействие позволило трейдерам сократить количество центральных контрагентов и, как следствие, суммы маржинальных выплат. Таким образом, уменьшились расходы на трейдинг и можно было более эффективно управлять рисками. В BATS Europe, например, возможность сотрудничать с LCH.Clearnet в качестве клиринговой палаты наряду с ЕМCF давала ощутимую выгоду для некоторых трейдеров за счет более эффективного использования залогового обеспечения, а также позволяла сократить затраты на клиринг, добавляя сделки на BATS Europe к текущим объемам сделок для LCH.Clearnet, проходивших через другие платформы.

В октябре 2009 года клиринг по сделкам с акциями расширил свою географию: NASDAQ OMX Nordic ввела обязательный клиринг с участием центрального контрагента для девяти скандинавских ценных бумаг, торговавшихся на биржах компании в Копенгагене, Хельсинки и Стокгольме¹³. Но следующий стратегический шаг – получение с января 2010 года конкурентного клиринга от ЕМCF, SIX x-clear и EuroCCP – был заблокирован.

Многочисленные соглашения и меморандумы, подписанные в течение 2009 года, должны были одобрить надзорные органы. В октябре регуляторы притормозили исполнение соглашений между

LCH.Clearnet, SIX x-clear, EMCF и EuroCCP, опасаясь, что предложенная ими схема работы с маржинальными требованиями между центральными контрагентами в экстремальных обстоятельствах может представлять системную угрозу. Также было приостановлено соглашение между Deutsche Börse и SIX x-clear.

Надзорные органы Голландии, Великобритании и Швейцарии поступили точно так же, когда осознали, что у центрального контрагента, работающего в рамках договоренностей об операционном взаимодействии, в пиковые моменты может не оказаться достаточного залогового обеспечения, чтобы покрыть позиции другого участника. При этом текущие договоренности об операционном взаимодействии между LCH.Clearnet и SIX x-clear в отношении клиринга по акциям, торгующимся на LSE, продолжали работать.

Решение регуляторов наглядно показал развившийся в «постлемановском» мире страх возможной цепной реакции среди сотрудничающих центральных контрагентов. До краха Lehman Еврокомиссия собиралась распространить действие Кодекса деловой этики на деривативы. Теперь же надзорные органы разделяли сомнения, высказанные ранее руководителями некоторых клиринговых палат.

К примеру, на встрече COGESI в июне 2008 года ECB было заявлено, что «участники рынка крайне озабочены возможными последствиями развития операционного взаимодействия для надежности центральных контрагентов». Когда обсуждение коснулось того, насколько опасна их конкуренция за счет повышения рисков, один неназванный участник встречи предупредил, что каналы связи между центральными контрагентами могут «пробить днище корабля»¹⁴.

Чтобы нейтрализовать подобные страхи, Европейская ассоциация клиринговых палат (EACH) в июле 2008 года опубликовала стандарты, с помощью которых центральные контрагенты могли

оценить предложения по операционному взаимодействию с точки зрения управления рисками¹⁵.

Но сомнения оставались. После волны меморандумов о взаимопонимании, подписанных в мае 2009 года, Дайана Чен, исполнительный директор EuroCCP, предложила «Европейскую конвенцию по операционному взаимодействию», где от всех центральных контрагентов требовалось¹⁶ принять прозрачные стандарты управления рисками для того, чтобы избежать «заражения» всей системы, которое может произойти, если «риски начнут переходить от одного центрального контрагента к другому».

В то же время игроки на рынке европейских акций по-прежнему надеялись, что операционное взаимодействие поможет снизить их расходы и пошатнет устоявшиеся позиции вертикально интегрированных структур. Поэтому центральные контрагенты, которых коснулась эта ситуация, все равно не отказались от своих планов. Вместо этого они разработали предложения по преодолению блокады надзорных органов.

EuroCCP предложила, чтобы взаимодействующие центральные контрагенты увеличили размер своих гарантийных фондов так, чтобы они покрывали рискованный капитал контрагентов центрального контрагента даже в «экстремальных, но небезнадежных условиях»¹⁷. EMCF настаивала на необходимости изменения законодательства ЕС и гармонизации нормативной базы¹⁸. LCH.Clearnet и SIX x-clear подлили масла в огонь разгоревшихся споров, опубликовав детали своего глобального соглашения о взаимодействии, которое прошло проверку дефолтом Lehman¹⁹. Позднее оно было опубликовано полностью²⁰. В рамках данного соглашения у каждой клиринговой палаты было право самостоятельно определять, какие сделки подлежат клирингу. Кроме того, оно включало в себя процесс определения маржи, который обеспечивал нормальное функционирование и безопасность обоих центральных контрагентов. В нем также были прописаны защитные механизмы,

позволявшие минимизировать риск цепной реакции в случае дефолта одного из них.

К этому времени задержка в реализации проекта по операционному взаимодействию стала сильно раздражать LCH.Clearnet. По иронии судьбы, при изначально настороженном отношении компании к операционному взаимодействию центральный контрагент с нетерпением ждал, когда он наконец сможет обслуживать MTF, с которыми в 2009 году были подписаны меморандумы о намерениях. Он считал, что на данный момент у него есть серьезные конкурентные преимущества перед другими центральными контрагентами, а именно сниженные тарифы, переход на работу «по себестоимости» и полиактивная бизнес-модель.

В феврале 2010 года голландские, швейцарские и британские надзорные органы опубликовали совместное письмо, которое дало LCH.Clearnet и другим заинтересованным компаниям надежду²¹. Регуляторы принципиально разрешали операционное взаимодействие при условии, что вовлеченные центральные контрагенты будут адекватно управлять рисками.

Тем не менее дополнительный рисковый капитал, возникавший в результате операционного взаимодействия, необходимо было закладывать в расчеты и гарантировать соответствующим залоговым обеспечением. Оно должно было превышать размер обычного залога и защиты от дефолта, которые использовали все центральные контрагенты для управления риском невыполнения обязательств одной из сторон. Если дополнительные гарантии были прозрачными и ликвидными и обеспечивались с помощью предоплаты, центральный контрагент мог управлять возросшими в результате взаимодействия рисками, увеличивая размер гарантийного фонда или требуя дополнительную маржу от участников клиринга с таким расчетом, чтобы они покрывали все его обязательства.

Прежде чем разрешить операционное взаимодействие, надзорные органы требовали от центрального контрагента

подтверждения, что условия такого взаимодействия позволяют управлять возросшими рисками и могут быть пропорционально увеличены, а также что все возможные риски – операционные, технические, правовые, расчетные и риски недостатка ликвидности, включая неисполнение обязательств, – покрыты соответствующим образом. С точки зрения системной надежности еще одно важное требование заключалось в том, что активы выжившего центрального контрагента не должны быть заморожены из-за неисполнения другим своих обязательств.

К лету 2010 года клиринговые палаты предоставили дополнительные подтверждения своих намерений, и руководство компаний было уверено, что им разрешат реализовать договоренности об операционном взаимодействии. Однако на момент написания книги надзорные органы не особо торопились одобрить эти соглашения.

20.5. NYSE Euronext создает собственную клиринговую палату

Пока центральные контрагенты боролись с последствиями падающих тарифов на клиринг по сделкам с акциями и приостановленных соглашений об операционном взаимодействии, NYSE Euronext шокировала клиринговое сообщество и финансовые рынки своими планами получить полный контроль над клиринговыми услугами для собственных рынков в Европе. В мае 2010 года Трансатлантическая фондовая группа объявила о своем намерении полностью прекратить работу через LCH.Clearnet. Это означало, что компания решила отказаться от горизонтальной системы клиринга, которую десятью годами ранее предложили и активно продвигали биржи Euronext.

NYSE Euronext заявила, что она создаст две новые клиринговые палаты в Лондоне и Париже, которые в конце 2012 года начнут проводить клиринг по сделкам с европейскими деривативами и ценными бумагами²². Тогда же прекратятся все контрактные взаимоотношения биржи с LCH.Clearnet Ltd и LCH.Clearnet SA без каких-либо штрафных или компенсационных выплат со стороны NYSE Euronext.

Эта стратегия подразумевала перестройку клиринговых операций NYSE Euronext по классам активов. Планировалось, что новая клиринговая палата в Лондоне будет проводить клиринг по сделкам с биржевыми продуктами на процентные ставки, сырье и иностранную валюту, а парижская – по сделкам с акциями и с деривативами на акции.

Решение NYSE Euronext показало, что на данный момент критично важными для выживания и процветания бирж стали считаться вертикальные клиринговые структуры. По словам исполнительного директора NYSE Liffe Clearing Деклана Уорда, получив полный контроль над своими клиринговыми операциями, NYSE Euronext

сможет «лучше конкурировать с другими вертикальными клиринговыми палатами на этом рынке»²³.

Группа обещала, что в результате грядущей трансформации пользователи и акционеры получат прибыль. Несмотря на то что Лондонская и Парижская клиринговые палаты будут работать в соответствии с законодательствами Великобритании и Франции соответственно, The Evolving Clearing Model – Euronext рассчитывала на эффект синергии от использования единой технологии, подобный тому, какой получили LCH и Clearnet в 2003 году до их слияния и провала проекта GCS.

Директор по ценным бумагам с фиксированной доходностью в NYSE Liffe Пол Макгрегор заявил на форуме в Лондоне: «Нам нужно перевести все наши биржи деривативов на единую клиринговую платформу»²⁴. И продолжил:

Для наших клиентов крайне важно избежать ситуации, когда в Лондоне мы проводим клиринг по одной технологии, а в Париже – по другой, как это происходит сейчас. Любой участник клиринга подтвердит, что работа по двум технологиям – это очень дорогое удовольствие. Приходится делать недешевый выбор, к каким рынкам вы даете доступ своим клиентам. Единая технология позволит последним снизить свои затраты.

О подобных преимуществах говорил и Уорд в отношении фондовых рынков. Единое технологическое решение для обеих клиринговых палат должно было обеспечить участникам клиринга «более эффективную работу, построенную на единых процессах и процедурах».

NYSE Euronext намеревалась не только самостоятельно оказывать клиринговые услуги по сделкам с акциями и деривативами в Европе, но и выйти на другие рынки. В своем заявлении компания озвучила планы по «расширению клиринговых услуг для внебиржевых

рынков и некоторых других трейдинговых платформ на привлекательных и конкурентных коммерческих условиях».

Для акционеров подобное изменение стратегии и построение вертикальной клиринговой структуры означало, что до конца 2012 года будет необходимо инвестировать в проект около 60 млн долл. Ожидалось, что с 2013 года новый клиринговый бизнес по сделкам с ценными бумагами и деривативами в Европе будет приносить минимум 100 млн долл. в год, а также позволит серьезно сократить ежегодные издержки за счет отказа от клиринговых услуг LCH.Clearnet в Лондоне.

NYSE Euronext представила новую стратегию как логичное продолжение процесса, начавшегося в 2009 году с создания NYSE Liffe Clearing в качестве центрального контрагента для сделок с деривативами, торговавшимися в Лондоне через подразделение NYSE Liffe. Группа «полностью откажется от всех контрактов на аутсорсинг клиринговых услуг» с дочерними структурами LCH.Clearnet.

Объявление о новой стратегии NYSE Euronext прозвучало похоронным звоном для горизонтальной структуры клиринга по сделкам с биржевым деривативам в Европе. Горизонтальная структура могла выжить только там, где существовало операционное взаимодействие, а это требовало политической поддержки либо через этический кодекс, например через Кодекс деловой этики для рынков акций ЕС, либо через законодательство.

Такое решение стало серьезным ударом для LCH.Clearnet после резкого сокращения объема предоставляемых услуг NYSE Liffe в 2009 году. Для бывшего инвестбанкира и директора Swiss Reinsurance Жака Эгрена, который в апреле 2010 года сменил Криса Тапкера на посту председателя совета директоров LCH.Clearnet, это стало боевым крещением.

Планы по созданию в Париже клиринговой палаты NYSE Euronext по сделкам с акциями особенно сильно беспокоили парижскую LCH.Clearnet SA, для которой основным бизнесом являлся клиринг

по сделкам с акциями и деривативами для рынков NYSE Euronext во Франции, Бельгии, Голландии и Португалии. В 2009 году LCH.Clearnet SA пошла на то, чтобы резко снизить тарифы на клиринг по сделкам с акциями для NYSE Euronext, в результате ее доходы за год упали на 9 %, но все было напрасно²⁵.

Руководитель LCH.Clearnet Роджер Лиддел мужественно воспринял развитие событий. Он заявил, что LCH.Clearnet только выиграет от усилий надзорных органов и политиков, направленных на снижение системных рисков, а также заверил, что компания и дальше будет искать возможности диверсифицировать источники доходов за счет новых проектов на фондовых и внебиржевых рынках²⁶.

В своих заявлениях NYSE Euronext оставляла за собой возможность пересмотреть планы в том случае, если начнется «обсуждение любых вариантов реструктуризации» группы LCH.Clearnet и/или ее подразделений. Несмотря на то что летом 2010 года стороны начали переговоры, официальные представители NYSE Euronext практически однозначно давали понять, что биржевая группа не отступится от своих намерений. Эти переговоры были лишь звеном в цепи многочисленных контактов между участниками рынка по поводу сценариев преобразований в индустрии после решения NYSE Euronext.

В результате этого решения рейтинговое агентство Standard & Poor's поставило рейтинг LCH.Clearnet «на пересмотр с негативным прогнозом». В то же время агентство понизило рейтинг NYSE Euronext на том основании, что планы в области клиринга изменили «профиль рисков компании, добавив в него кредитные и финансовые риски», не отраженные в рейтинге ранее²⁷.

20.6. Вызов Чикагской товарной бирже

Новая клиринговая стратегия NYSE Euronext в Европе появилась одновременно с созданием совместной клиринговой компании в США. В июня 2009 года NYSE Euronext совместно с DTCC создали New York Portfolio Clearing (NYPC). Новая компания, которой учредители владели в равных долях, должна была начать работу в 2010 году.

Старожилам этот проект казался «воссоединением семьи», поскольку до слияния с Euronext в 2006 году NYSE была крупнейшим акционером DTCC с долей в 27 %. NYPC была крайне важна для NYSE Euronext: с ее помощью компания надеялась сломать фактическую монополию группы CME на трейдинг и клиринг по дериватам с фиксированной доходностью на биржевых рынках США.

Уникальность предложения NYPC заключалась в том, что она позволяла использовать единую маржу для сделок с деривативами, торговавшимися на NYSE Liffe US (она являлась американской фьючерсной биржей из группы NYSE Euronext), и для сделок с ценными бумагами с фиксированной доходностью, клиринг по которым проводила дочерняя структура DTCC – Корпорация по клирингу ценных бумаг с фиксированным доходом²⁸. Идея заключалась в том, чтобы повысить для трейдеров операционную эффективность, а также эффективность капитала при управлении рисками и клиринге за счет «естественного хеджирования» между рынками казначейских облигаций и фьючерсов на них.

После слияния с Euronext NYSE решила как можно быстрее применить в США опыт европейской биржи в области деривативов и создала в 2008 году NYSE Liffe US. Новая биржа деривативов изначально предложила платформу для трейдинга фьючерсов по некоторым драгоценным металлам и продуктов на индексы

акций, клиринг по которым проводился через Опционную клиринговую корпорацию (ОСС).

С помощью New York Portfolio Clearing планировалось вывести NYSE Liffe US на принципиально новый уровень, чтобы она могла конкурировать с группой CME на ключевых для нее рынках евродолларовых фьючерсов и фьючерсов на казначейские облигации США и таким образом потеснить ее фактически монопольное положение по трейдингу фьючерсов на казначейские облигации через CBOТ.

Корпорация по клирингу ценных бумаг с фиксированным доходом трейдинговой платформой не являлась. Она проводила сверку сделок, неттинг, а также управляла рисками и оказывала другие услуги по сделкам с долговыми бумагами правительства США и с ценными бумагами, обеспеченными ипотечными кредитами. В 2008 году она ежедневно обрабатывала сделок на общую сумму в 4,5 трлн долл. – что почти в четыре раза превосходило объемы клиринга NSCC. В числе прочих услуг Корпорация проводила клиринг по сделкам с ценными бумагами правительства США между дилерами с поставкой на следующий день, получая в процессе небольшую маржу.

План по созданию NYPC предполагал, что NYSE Liffe US станет платформой для трейдинга фьючерсов на казначейские облигации, подобно группе CME. Но при этом трейдеры с открытыми позициями по облигациям и фьючерсам смогут провести взаимозачет маржинальных требований, сократив таким образом размер капитала, необходимого для покрытия рисков при клиринге.

«У многих одновременно открыты обширные позиции по облигациям и по дериватам на облигации, которые в США разнесены по отдельным клиринговым палатам, – объяснял в июне 2010 года Пол Макгрегор из NYSE Liffe²⁹. – Создавая вместе с FICC компанию New York Portfolio Clearing, мы надеялись высвободить большие объемы капитала, связанные в крупных клиринговых

палатах, которые в США вынуждены были требовать отдельную маржу по дериватам и по денежным позициям».

Именно принцип «одной корзины», или кросс-маржирования, отличал новый вызов в адрес CME от предпринятой в 2004 году попытки Euronext Liffe конкурировать с CME за рынок евродолларовых фьючерсов. Тогда, еще до слияния с Нью-Йоркской фондовой биржей, Euronext начала проводить трейдинг контрактов на евродолларовые фьючерсы на своей электронной платформе Liffe.Connect, а клиринговые услуги предоставляла LCH.Clearnet. Однако проект провалился, потому что Чикагская товарная биржа закрыла доступ к своим открытым позициям.

Теперь у NYPC было преимущество: компания находилась в США. Она собиралась использовать систему управления рисками, банковскую, расчетную и нормативно-справочную системы Корпорации по клирингу ценных бумаг с фиксированным доходом, а у NYSE Euronext позаимствовать клиринговую технологию TRS/CPS. Временным директором компании назначили бывшего CEO BOTCC Дениса Даттерера. 1 мая 2010 года место постоянного CEO NYPC занял бывший исполняющий обязанности председателя CFTC Уолтер Лаккен, и на него легла задача получить от CFTC разрешение для NYPC на клиринговую деятельность по дериватам.

По предварительным оценкам, на первом этапе своей работы NYPC должна была высвободить 3–4 млрд долл., которые на тот момент лежали в качестве гарантийного обеспечения на маржинальных счетах участников клиринга³⁰. Чтобы сделать новую концепцию клиринга еще более привлекательной для трейдеров, NYSE Euronext пообещала внести 50 млн долл. в гарантийный фонд NYPC.

Кроме того, NYSE Euronext продала миноритарный пакет акций в принадлежавшей ей фьючерсной бирже NYSE Liffe US ее шести крупнейшим пользователям, чтобы сломать непреодолимый барьер между биржей и ее клиентами. В результате такого частичного «реакционирования» к реестру акционеров NYSE Liffe US

присоединились Goldman Sachs, Morgan Stanley, UBS, Getco, Citadel Securities и DRW Ventures (дочернее подразделение чикагского частного трейдера DRW Trading Group). Эти события последовали за аналогичной продажей NYSE Euronext своего миноритарного пакета акций на бирже опционов NYSE Amex группе крупных банков и поставщиков ликвидности.

Однако инвестбанковское сообщество неоднозначно отреагировало на эту сделку. Заявление о том, что компания, которой в равных долях владели NYSE Euronext и DTCC, будет работать на «эксклюзивных условиях»? вызвало весьма враждебную реакцию со стороны маленькой, недавно созданной фьючерсной биржи ELX Futures, которая также лелеяла надежду посоперничать с могущественной группой CME.

Ответ DTCC, что NYPC «после некоторого “закрытого” периода начнет работать и проводить клиринг по сделкам с любых трейдинговых платформ, включая ELX Futures», не слишком помог делу³¹. И хотя DTCC пояснила, что такая задержка необходима для того, чтобы убедиться, что все системы NYPC, включая систему управления рисками, нормально работают и удовлетворяют всем требованиям надзорных органов, все равно NYSE Liffe US получала право эксклюзивного использования NYPC в критично важные первые месяцы работы новой компании, и это давало ей отличную возможность создать серьезную конкуренцию CME своими фьючерсами.

Нью-Йоркская фьючерсная биржа ELX Futures была последней в ряду электронных платформ, созданных инвестиционными банками, с 2000 года пытавшимися подорвать доминирующие позиции Чикагской биржи на рынке казначейских облигаций США и евродолларовых фьючерсов.

Новая компания возникла в декабре 2007 года, когда группа инвесторов, в которую входило несколько представителей нового поколения высокочастотных трейдеров как возможных поставщиков ликвидности, распространила информацию о создании фьючерсной

биржи. Предварительно проекту дали название Four Seasons («Четыре сезона»). Когда в марте 2008 года новая электронная биржа открылась под названием ELX Electronic Liquidity Exchange, среди ее участников всплыло довольно много знакомых имен³².

Ими оказались инвестиционные банки и другие трейдинговые фирмы, которые уже участвовали в проекте Rainbow в Европе и активно поддерживали попытки потеснить группу CME на рынке биржевой торговли фьючерсами в США. Как и в остальных случаях, в новую компанию наняли молодого энергичного руководителя. Им стал Нейл Волкофф, бывший агрессивный председатель совета директоров и руководитель Американской фондовой биржи, а еще ранее – операционный директор Nymex.

ELX начала работу в июле 2009 года. Если NYSE Euronext собиралась конкурировать с CME за счет клиринга «в одной корзине» и кросс-маржирования, то в основе бизнес-плана ELX лежали низкие тарифы на трейдинг и полученное от регулятора право перевода контрактов, которое позволяло трейдерам по фьючерсам переводить свои позиции из одной клиринговой палаты в другую и таким образом консолидировать их в руках одного центрального контрагента.

В основе предлагаемой «взаимозаменяемости», по американскому выражению, фьючерсных контрактов лежало полученное от CFTC разрешение на использование правила «обмена фьючерсов на фьючерсы» (EFF). Как объясняли в ELX, это внебиржевое правило позволит участникам рынка торговать сразу на двух различных биржах, предлагая и там и там один и тот же продукт, другими словами, торговать одновременно и на ELX, и на CBOT из группы Чикагской товарной биржи. В случае одобрения этого правила Комиссией по торговле товарными фьючерсами трейдеры смогут открывать позиции на одной бирже, а закрывать их на другой, и тогда Чикагская товарная биржа уже не сможет защитить свои открытые позиции.

Комиссия благосклонно отнеслась к плану ELX³³ и в августе 2010 года после нескольких месяцев колебаний и ожесточенного лоббирования с обеих сторон известила CME, что она разрешает ELX применять правило по обмену фьючерсов, которое было запрещено в CBOТ. Однако на момент публикации книги официального заключения Комиссии по этому вопросу еще не было. Тем временем ELX завоевала скромные 3 % рынка фьючерсов на казначейские облигации. С обменом фьючерсов дела шли медленно, но это ничуть не смущало компанию, и в июле 2010 года она расширила спектр предлагаемых продуктов и начала работать с контрактами евродолларовых фьючерсов.

ELX получила возможность состязаться с группой CME благодаря тому, что Опционная клиринговая корпорация (ОСС) – центральный контрагент, работавший на горизонтально структурированном рынке американских опционов, – предоставляла клиринговые услуги для американских бирж, у которых не было своего центрального контрагента.

ELX выбрала ОСС в качестве провайдера клиринговых услуг в декабре 2008 года, спустя два месяца после того, как NYSE Liffe US также выбрала ОСС для проведения клиринга по контрактам опционов на золото и серебро и по опционам на фьючерсы по золоту и серебру. ОСС считала частью своей миссии способствовать повышению конкуренции между биржами на рынке, где доминировали вертикально интегрированные структуры. К 2009 году ОСС предоставляла клиринговые услуги для пяти американских фьючерсных бирж, а также для рынков опционов на акции³⁴.

Постоянное соперничество с группой CME и ее клиринговым подразделением, расположенным напротив на той же улице в Чикаго, Wacker Drives, было словно в генах ОСС. Но ее стремление предоставлять клиринговые услуги фьючерсным биржам и конкурировать на этом рынке с группой CME говорит о том, что в Америке начала размываться традиционная граница между

клиринговыми палатами, работавшими по сделкам с ценными бумагами, опционами и фьючерсами.

Участие FICC в проекте по созданию NYPC свидетельствовало о еще более радикальном сломе привычных границ, разделявших американские клиринговые структуры в зависимости от того, с какими классами активов они работали.

Когда в октябре 2009 года DTCC и NYSE Euronext подписали официальное соглашение о создании NYPC. DTCC объявила, что она «намерена стимулировать конкуренцию на фьючерсных рынках США» с помощью своей модели свободного доступа и собирается применять методологию управления рисками NYPC «на различных рынках и для различных продуктов»³⁵. А это означало, что DTCC готова будет поддержать новых конкурентов CME на рынке фьючерсов. «Тектонические пласты» структурных различий между американскими клиринговыми палатами начали медленно, но неотвратно смещаться.

20.7. Клиринг на Лондонской фондовой бирже: «брожение» в индустрии

Вдумчивый, пошаговый подход CFTC к разрешению противоречий между ELX и группой CME несколько замедлил в США скорость изменений на американском рынке. А в Европе подобного сдерживающего фактора не нашлось. Объявление NYSE Euronext о намерении создать собственные клиринговые палаты запустило волну поспешных обсуждений и переговоров среди провайдеров клиринговых услуг.

И хотя многие сомневались, что NYSE Euronext смогут реализовать свои планы, никто из конкурентов не рискнул проигнорировать решение биржи, опасаясь, что это станет сигналом к долгожданной реорганизации отрасли. Как и в 1999–2000 годах, начались разработка, обсуждение – и в дальнейшем отказ от множества проектов по слиянию и консолидации. Широкая публика узнала лишь о некоторых. По опыту прошлых лет, еще меньшему количеству этих проектов (как и тех, которые обсуждались в узком кругу) суждено было выйти за пределы переговорных.

О дальнейшей судьбе EMCF ходили самые разные слухи. Компанию выставили на продажу в 2008 году после спасения ее материнской структуры – Fortis.

После несостоявшейся в 2009 году сделки с LCH.Clearnet DTCC испступленно искала другие возможности развития для своего подразделения EuroCCP. В конце весны 2010 года она пригласила на встречу европейские биржи и многосторонние торговые площадки, чтобы обсудить с ними перспективы сотрудничества. Знаатокам это событие стало известно как встреча «группы Хитроу», то есть таких встреч предполагалось провести несколько.

Также в центре внимания оказалась LSE, где боевое крещение принял бывший инвестбанкир Ксавье Роле, избранный в марте

2009 года в совет директоров биржи. В мае того же года он сменил на посту главы биржи Клару Фурс.

Возросшая конкуренция и снижение тарифов на трейдинговые и клиринговые услуги, вызванные директивой Евросоюза «О рынках финансовых инструментов», заметно отразились на Лондоне – самом открытом из европейских финансовых центров. Роле проработал в крупных инвестиционных банках 25 лет, последние восемь – в Lehman Brothers. К моменту прихода на LSE он прекрасно понимал, чего ждут от компании крупные клиенты. Ему было важно преодолеть разрыв, возникший после акционирования компании, между биржей и ее клиентами-продавцами.

Резюме Роле свидетельствовало о большом опыте работы на рынках акций – секторе, от которого (в отличие от международных соперников) очень сильно зависел его новый работодатель. Роле пришлось столкнуться и с другими проблемами, включая медленную (по сравнению с Chi-X и другими MTF) и нестабильно работавшую технологию исполнения сделок.

У его предшественницы на этом посту много времени занимало отражение невыгодных для биржи попыток поглощения, пока наконец LSE не слилась с группой Borsa Italiana в октябре 2007 года. От Borsa Italiana LSE получила систему трейдинга деривативов и технологии оказания посттрейдинговых услуг, включая клиринговую палату CC&G. Но ответа на вопрос, была ли итальянская биржа для LSE ценным активом или роковым бременем, так и не получено.

После внедрения директивы MiFID у LSE начали падать тарифы на трейдинг и сокращаться доля на лондонском рынке акций. Причиной тому была растущая конкуренция с многосторонними торговыми площадками и принадлежавшими инвестиционным банкам трейдинговыми платформами, которые работали по системе «скрытого пула». Роле задался целью укрупнить биржу, увеличить скорость ее операций и удешевить услуги. Прежде всего он провел сокращения. В октябре 2009 года LSE приобрела за 30 млн долл.

расположенного на Шри-Ланке системного разработчика MilleniumIT, чтобы заменить свою трейдинговую платформу и разработать другие технологии. Как отмечалось, она также приобрела Turquoise, что позволило ей расширить свое предложение по трейдингу акций на всю Европу.

Руководство LSE осознало, что затраты на посттрейдинговые операции, и в особенности на клиринг, негативно отражаются на ее росте и доходах. В ноябре 2009 года Роле обратил свое внимание на тарифы Euroclear UK and Ireland (EUI) на проведение неттинга по сделкам, прежде чем они отправлялись для клиринга к центральному контрагенту. В результате долгих и временами довольно агрессивных переговоров в феврале 2010 года стороны договорились о пересмотре тарифов EUI. Как утверждала Euroclear, по сравнению с 2006 годом снижение стоимости неттинга сделок для клиентов составило 90 %.

В течение 2009 и 2010 годов Роле не прекращал жаловаться на стоимость посттрейдинговых услуг в Лондоне³⁶. Но в течение первого года его работы развитие клирингового бизнеса самой LSE шло весьма постепенно.

В июле 2009 года LSE получила от Управления по финансовому регулированию и надзору разрешение на работу для CC&G в США, после чего начала использовать центрального контрагента для проведения клиринга по сделкам с деривативами. В январе 2010 года Роле назначил директором по посттрейдинговым услугам Кевина Милна, бывшего главу Xtrakter – компании, занимавшейся управлением рисками и сверкой сделок, которую Euroclear купила в 2009 году. Милну было поручено «развивать и диверсифицировать» посттрейдинговые услуги, названные одним из «трех ведущих бизнес-подразделений» LSE³⁷.

В июне 2010 года Роле дал понять, куда намерена двигаться LSE³⁸. Он заявил, что через девять месяцев она станет панъевропейской биржей деривативов. На этом поле Роле приходилось бороться, словно Давиду, с такими «голиафами» индустрии деривативов, как

NYSE Liffe, Eurex и группа CME. Он заявил, что ее конкурентным преимуществом будет кросс-маржирование по активам, соотнесенным по уровню риска. По словам Роле, ни одна клиринговая палата в Европе такой услуги на тот момент не предлагала.

Клиринг играл в этом проекте ключевую роль. Однако планы LSE в отношении клиринга на этой стадии были окутаны тайной.

Высказывались разные предположения. В начале 2010 года прошла информация, что LSE ведет переговоры о приобретении 78 % EMCF, которым владел голландский Fortis Bank Nederland. Эти переговоры закончились ничем. После приобретения MilleniumIT у Лондонской фондовой биржи появилась возможность создавать собственное программное обеспечение для центрального контрагента.

Ходили упорные слухи, не без участия самого Роле, что биржа собирается разорвать сотрудничество с LCH.Clearnet. Несмотря на очевидные проблемы с прибыльностью клиринга по сделкам с акциями в Европе, в августе 2010 года слухи получили подтверждение, когда в прессу просочилась информация о том, что в июле Роле вышел из совета директоров центрального контрагента.

В феврале 2011 года LSE объявила, что LCH.Clearnet будет выступать центральным контрагентом для ее нового рынка деривативов. Дальнейшие планы биржи в области клиринга оставались туманными, что отражало состояние «брожения», в котором находилась европейская клиринговая индустрия после решения NYSE Euronext.

20.8. Другое будущее для LCH.Clearnet

Волна быстрых и зачастую непредсказуемых перемен, захлестнувшая клиринговую индустрию в промежутке между банкротством Lehman и решениями NYSE Euronext, поставила перед LCH.Clearnet новые задачи.

Оправившись от первого шока, руководители компании быстро примирились с потерей клирингового бизнеса от LIFFE в Лондоне, признав, что начался необратимый процесс вертикальной интеграции фьючерсных бирж. Также, хотя Ксавье Роле и не торопился открывать карты, в LCH.Clearnet его решение выйти из совета директоров центрального контрагента восприняли как верный признак того, что Лондонская фондовая биржа, скорее всего, также намерена прекратить работать с их клиринговой палатой.

Но если до краха Lehman это обернулось бы настоящей катастрофой для компании, сейчас LCH.Clearnet восприняла новость спокойно. Нестабильность на рынке биржевого клиринга была тревожным признаком. Однако компания рассчитывала на блестящее будущее в области клиринга различных типов внебиржевых деривативов.

SwapClear быстро развивалась (об этом подробно рассказано в предыдущей главе), и ее прибыли уверенно росли благодаря начавшемуся процессу глобального регулирования рынка внебиржевых деривативов: после принятия закона Додда – Франка в США в июле 2010 года дело наконец сдвинулось с мертвой точки. Вместе со своими крупнейшими акционерами из числа банков LCH.Clearnet разработала амбициозный план по запуску клиринговых услуг для деривативов в иностранной валюте, которые преимущественно торговались вне биржи.

Руководство компании не теряло надежды на то, что объемы бизнеса у центрального контрагента группы по CDS в еврозоне начнут расти, несмотря на то что DTCC ICE первая начала работать

на этом рынке. LCH.Clearnet SA находилась в Париже, и поэтому ей благоволили французские надзорные органы и крупнейшие банки Франции. Почти за шесть месяцев работы SA провела клиринг по 622 контрактам кредитных дефолтных свопов общей номинальной стоимостью 22 млрд евро и суммой открытых позиций в размере 1,6 млрд евро³⁹. В то время как номинальная стоимость сделок с кредитными дефолтными свопами, по которым провели клиринг ICE Trust US и ICE Clear Europe, составляла 7,4 трлн долл. и 3,5 трлн евро соответственно, а общая сумма открытых позиций – 497 млрд долл. и 441 млрд евро соответственно⁴⁰.

И хотя клиринговый бизнес был печально знаменит тем, что порождал далекие от реальности ожидания, группа вполне могла утверждать, что в прекращении сотрудничества с NYSE Euronext есть свои плюсы. Благодаря собственной клиринговой системе Synapse, первоначально разработанной для LME, в распоряжении LCH.Clearnet имелись все ресурсы, чтобы успешно конкурировать в сфере клиринга по сделкам с деривативами за любое смелое решение в попытке подорвать доминирующее положение на европейском рынке двух компаний – LIFFE и Eurex.

В отношении клиринга по сделкам с акциями утешением был тот факт, что этот бизнес в Европе оказался неприбыльным. Тем временем решение NYSE Euronext и неопределенность намерений LSE породили столько слухов и домыслов, что казалось возможным все, даже грандиозное воссоединение европейских компаний, о котором давно мечтали сторонники европейской интеграции, а именно объединение клиринговых палат Парижа и Франкфурта.

В ежедневных операциях центральный контрагент группы работал надежно, практически без сбоев. Помимо создания Synapse, группа много вкладывала в обновления системы, и эти инвестиции принесли свои плоды.

Поэтому, когда в июле 2010 года Роджер Лиддел объявил о своем решении уйти в следующем году в отставку, это не вызвало такой тревоги, которая сопровождала уход Дэвида Харди в 2006 году.

С апреля 2011 года CEO компании был назначен Иэн Экс, бывший директор по операциям в Barclays Capital. Заранее объявленный уход Лиддела подтвердил один из принципов корпоративного управления Криса Тапкера: чтобы управлять изменениями, компаниям типа LCH.Clearnet необходима регулярная смена руководства.

А на повестке дня клиринговой индустрии в 2010 году стояли очень серьезные изменения. Не успела она разобраться с внутренними пертурбациями, как почта руководителей клиринговых компаний буквально разбухла от новых законодательных инициатив, когда сначала США, а потом и ЕС подготовили свои меры против кризиса, чуть было не уничтожившего экономики самых развитых стран мира.

21. Движение вперед

21.1. Закон Додда – Франка

21 июля 2010 года президент Обама подписал закон, которому суждено было инициировать самые масштабные изменения в финансовом регулировании США со времен Великой депрессии.

Как и заявлено в его названии, «Закон Додда – Франка о реформировании Уолл-стрит и защите потребителей» затрагивал весьма широкий спектр вопросов¹. Этот пухлый фолиант объемом в 2319 страниц, названный в честь сенатора Кристофера Додда и конгрессмена Барни Франка, которые продвигали его в Конгрессе, должен был послужить инструментом борьбы с доктриной системообразующих финансовых учреждений, крах которых имел бы катастрофические последствия для экономики.

Принятию закона Конгрессом предшествовали бурные переговоры, лоббирование и компромиссы, не прекращавшиеся вплоть до самого голосования. Законодатели пытались примирить версии законопроекта от Сената и Палаты представителей и сорвать планы республиканцев из северо-восточных штатов, пытавшихся оттянуть его утверждение. Законопроект был принят сенатским большинством 60 голосами против 39.

Несмотря на целенаправленное лоббирование со стороны финансового сектора и попытки в последнюю минуту выторговать уступки, закон оказался более крепким орешком, чем думалось еще год назад, когда Министерство финансов США опубликовало его проект. Тут сыграла свою роль волна общественного недовольства ситуацией на Уолл-стрит, которая получала огромные доходы и бонусы в то время, когда «Мэйн-стрит» – то есть все остальные Соединенные Штаты – захлестнула волна безработицы.

Стремясь обратить вспять последствия трех десятилетий финансового дерегулирования, авторы закона Додда – Франка

хотели, чтобы крупные банки Америки никогда больше не смогли привести мир на грань экономического и финансового коллапса, американские потребители были лучше защищены в финансовом отношении, а «дырки» в регулировании рынков капитала, обнаружившиеся во время кризиса, надежно заделаны.

Хотя закон Додда – Франка и не был первой послекризисной законодательной инициативой G20 (например, в марте 2010 года Агентство финансовых услуг Японии представило в парламент страны законопроект о круге полномочий центрального контрагента, хранении коммерческих данных и требованиях к отчетности), новый американский закон вызвал мировой резонанс и стал эталоном в области изменений в регулировании финансового сектора среди стран G20 и за ее пределами.

В Титуле VII устанавливалось, что сделки с деривативами на внебиржевом рынке подлежат регулированию в первую очередь. Законодательство, имеющее целью создать новую инфраструктуру регулирования своп-операций, своп-рынков и их игроков, было достаточно сложным. Оно содержало 73 раздела и занимало почти пятую часть всего закона.

Чтобы предотвратить появление еще одной AIG и не допустить цепной реакции банкротств среди участников клиринга, закон предписывал в виде общего правила, что своп-операции подлежат клирингу с представлением маржи, если такое решение принимается соответствующей комиссией – CFTC или SEC. Чтобы сделать прозрачным установление цен и содействовать управлению рисками на рынках внебиржевых деривативов, закон устанавливал общее правило, гласившее, что подлежащие клирингу свопы должны исполняться в электронном виде на бирже или на площадке исполнения свопов – новой регулируемой платформе, созданной в рамках этого закона, – а отчет об этом должен направляться в торговый репозиторий.

Закон Додда – Франка поделил все свопы на две части, что отражало раздел полномочий в области регулирования между CFTC

и SEC в зависимости от характера соответствующих свопов и рынков. Такое деление обусловило различные правила и наименования рынков, финансовых инструментов и функций участников рынка в зависимости от того, относилось ли законодательство к «свопам», регулируемым CFTC, или «свопам на ценные бумаги», регулируемым SEC.

Таким образом, в юрисдикции CFTC находились 22 категории свопов, в том числе на процентные ставки, валюты, товары, государственные ценные бумаги, погодные условия, энергию, металлы, эмиссии акций и кредитные дефолтные свопы на обобщенные индексы ценных бумаг. В сфере ответственности SEC находились свопы на единичные ценные бумаги или займы, специальные индексы ценных бумаг и единоименные кредитные дефолтные свопы. Смешанные свопы, когда контракты включали в себя элементы обеих своповых категорий, входили в сферу ответственности обеих комиссий.

Рыночные игроки должны были проходить регистрацию. Они разделялись на «дилеров по свопам» и «основных участников рынка свопов» (регулятор – CFTC) и «дилеров по свопам на ценные бумаги» и «основных участников рынка свопов на ценные бумаги» (регулятор – SEC). В дальнейшем для простоты понимания в этой книге будут использоваться термины «свопы», «дилеры по свопам» и «основные участники рынка свопов», вне зависимости от регулятора (CFTC или SEC), если не возникнет особой необходимости в уточнении.

Установив порядок регулирования основных участников рынка свопов, закон Додда – Франка распространялся на компании:

- которые занимали значимые позиции на своповых рынках;
- чья подверженность рискам могла оказать серьезное негативное воздействие на экономику, банковскую и финансовую систему США;

- с большой долговой нагрузкой, но при этом не подпадающие под действие требований о достаточности банковского капитала.

Подобно дилерам, эти организации обязаны были проводить клиринг по своим сделкам со свопами.

Одно из важных исключений из клиринговых требований относилось к коммерческим конечным пользователям, которые использовали свопы для хеджирования или снижения коммерческих рисков. По определению, конечный пользователь не мог быть финансовой компанией, если только не являлся так называемой кэптивной компанией – финансовым филиалом производственной компании, которые использовали свопы для хеджирования, но деятельность которых более чем на 90 % относилась к коммерции или производству материнской компании или группы компаний.

Когда закон Додда – Франка обсуждался в Конгрессе, то и в Белом доме, и вне его бурно обсуждались некоторые поправки, привлекая к себе пристальное внимание прессы. Возможно, самой животрепещущей из них стало «правило Волкера», названное по имени бывшего главы ФРС Пола Волкера, которое воспрещало банкам вести торговые операции на собственные средства и ограничивало для них возможности инвестирования в хедж-фонды и фонды прямых инвестиций.

По важности – в особенности для своповых рынков и клирингового бизнеса – с ним соперничала «статья Линкольн», названная по имени сенатора от Арканзаса, председателя сенатского комитета по сельскому хозяйству Бланш Линкольн. Сенатор хотела принудить банки прекратить столь прибыльные для них своповые операции, запретив оказание государственной поддержки в форме чрезвычайной финансовой помощи любым компаниям, осуществляющим торговлю свопами.

В процессе подковерных политических переговоров в Конгрессе «запрещающие» предложения сенатора Линкольн подверглись существенным изменениям. Однако закон Додда – Франка в качестве общего правила полностью воспретил предоставление

государственной финансовой поддержки дилерам по свопам и основным участникам рынка свопов. Хотя и были сделаны исключения для банков, осуществлявших законные хеджевые операции или торговые сделки со свопами, относившиеся к активам, в которые национальный банк мог делать вложения, статья Линкольн, как ожидалось, должна была заставить банки, желавшие продолжать торговлю свопами, создавать отдельные дочерние компании с собственным капиталом для ведения такого рода бизнеса.

Пока внимание было приковано к этим двум статьям, из закона исчезла поправка Линча, согласно которой дилерским банкам и основным участникам рынка свопов могло принадлежать не более чем 20 % любой клиринговой палаты по свопам. Вместо этого вопрос об ограничениях на участие в капитале был передан в юрисдикцию CFTC и SEC и весьма скоро возник в проекте CFTC, который детализировал правила ввода закона в действие.

Хотя закон Додда – Франка наметил пути развития клиринга, оставалось заполнить еще немало лакун. CFTC, SEC и другим федеральным органам было поручено в течение 360 дней сформулировать сотни детальных правил и определений.

В ряде случаев CFTC и SEC работали сообща – например, когда надо было точно определить, что такое «своп», «дилер по свопам» и «основной участник рынка свопов». Еще одним аспектом, требовавшим слаженных действий, были смешанные свопы. В других областях обе комиссии проводили консультации, координировали действия и работали совместно с другими ведомствами, в том числе с советом Федеральной резервной системы, Федеральным банком Нью-Йорка, Министерством финансов США и Федеральной корпорацией страхования банковских вкладов. Все эти организации, образно выражаясь, участвовали в «наращивании плоти на костяк» закона Додда – Франка.

Законодатели не решились сформулировать точное определение «стандартизированных» внебиржевых деривативов, подлежащих клирингу. Клиринговые палаты и регуляторы должны были вместе определить, какие из свопов подлежат клирингу.

Клиринговые палаты должны были представлять в CFTC и SEC свопы, по которым планировали проводить клиринг, а уж те решали, по каким свопам клиринг обязателен. Предполагалось, что, принимая решения по данному вопросу, CFTC и SEC будут учитывать следующие аспекты: номинальная стоимость сделки, ликвидность данного свопа и наличие данных по цене; наличие правил, достаточного операционного опыта и необходимой кредитной инфраструктуры для проведения клиринга по данной сделке; влияние на системные риски и конкуренцию; а также наличие правовой определенности относительно позиций клиента и контрагента по свопу на случай банкротства клиринговой палаты или одного или более участников клиринга.

Закон предписывал клиринговым палатам предоставлять открытый равноправный доступ к своповым контрактам, подлежащим клирингу, чтобы взаимозачеты по контрактам проходили на равных условиях. Тем не менее среди множества проблемных моментов закон содержал положение о том, что в целях минимизации системных рисков ни при каких обстоятельствах клиринговая палата деривативов «не может быть принуждена принимать на себя контрагентский кредитный риск другой клиринговой организации».

Регулирующие органы – в том числе банковские пруденциальные регуляторы – обязаны были установить минимальные требования к размеру капитала и к размеру первичной и вариационной маржи для дилеров по свопам и основных участников рынка, торгующих не подлежащими клирингу свопами. В законе указывалось, что данные требования являются более жесткими, чем требования к подлежащим клирингу свопам, поскольку первые несут бóльшие риски. В то же время данный вопрос служил предметом переговоров

международных банковских регуляторов, работавших совместно в Базельском комитете по банковскому надзору в Банке международных расчетов над так называемыми предложениями «Базель III», суть которых заключалась в обновлении стандартов достаточности банковского капитала.

Закон Додда – Франка предписывал CFTC и SEC ввести требования о раскрытии данных по сделкам со свопами и ценам на них в режиме реального времени, чтобы повысить прозрачность ценообразования. Также закон ввел требование по регистрации репозитория данных по свопам и разрешил клиринговым палатам регистрироваться в качестве репозитория.

Обе комиссии должны были разработать новые этические стандарты ведения бизнеса для дилеров по свопам и основных участников рынка свопов касательно ведения учета, действий в ситуациях мошенничества, манипулирования и других нарушений.

Помимо клиринговых палат, регуляторами которых являлись CFTC и SEC, закон ввел третью категорию: Совет по надзору за финансовой стабильностью (FSOC) – новый ведущий форум регуляторов, учрежденный законом, имел право объявлять отдельные клиринговые палаты деривативов «системно значимыми».

В состав Совета, первое заседание которого состоялось 1 октября 2010 года, входят ведущие финансовые регуляторы США, в том числе Федеральная резервная система, CFTC и SEC. Его председателем является министр финансов США. Совет может придавать клиринговым палатам и другим финансовым инфраструктурам статус «специальных учреждений финансового рынка», которые должны соответствовать более высоким стандартам по критериям финансовых ресурсов, управления рисками и пруденциальных правил.

Основная цель Совета по надзору за финансовой стабильностью состояла в идентификации рисков и предотвращении ситуаций, когда крупные связанные между собой банки и другие финансовые

институты могли бы угрожать американской экономике новым Армагеддоном. Одна из задач Совета – способствовать установлению рыночной дисциплины в системно значимых организациях путем устранения, окончательно убедив акционеров, кредиторов или контрагентов в том, что государство не станет защищать их от убытков.

Единственное исключение было сделано для «специальных учреждений финансового рынка». Чтобы снизить последствия системных рисков и поддержать финансовую стабильность, такие учреждения могут в крайних случаях обращаться в Федеральный банк с просьбой о скидках и займах. Такая поддержка будет оказана «только в экстраординарных или неотложных обстоятельствах» после положительного решения, принятого большинством голосов совета управляющих ФРС, и консультаций с министром финансов, при этом соответствующее «специальное учреждение» должно доказать, что оно «не способно получить необходимые кредиты от других банковских организаций».

Этот раздел должен был узаконить введение категории системообразующих финансовых учреждений ради блага Америки и мировой экономики в целом. Другим разделом закона Федеральная корпорация страхования банковских вкладов получала полномочия на принятие решений по упорядоченной ликвидации системообразующих финансовых институтов, чтобы их крах не мог оказать негативного воздействия на экономику.

Несмотря на всю свою многоплановость, закон Додда – Франка не мог охватить все требующие внимания аспекты финансовой системы США. Например, с его страниц исчезли новые правила касательно Федеральной национальной ипотечной ассоциации (Fannie Mae) и Федеральной корпорации жилищного ипотечного кредита (Freddie Mac). Так что вряд ли стоит считать его последним словом в финансовом законодательстве США.

Сразу после того, как президент Обама поставил свою подпись под законом Додда – Франка, CFTC определила 30 ключевых сфер

нормотворчества, необходимых для претворения закона в действие. Говоря о стоящих перед комиссией задачах, председатель CFTC Гари Генслер разъяснил, как именно «группы сотрудников комиссии распределяют между собой работу над отдельными нормами и будут отвечать за весь процесс от анализа требований к правовым нормам и консультаций до представления рекомендаций по предлагаемым нормам и опубликования итоговых формулировок»². Шесть групп занялись правилами, относящимися к клирингу.

Согласно первичным прогнозам, по словам Генслера, более 200 компаний должны были зарегистрироваться в качестве дилеров по свопам. Он заявил, что по закону Додда – Франка от 20 до 30 фирм будут зарегистрированы в качестве площадок исполнения свопов или «специальных рынков контрактов», помимо 16 фьючерсных бирж, уже регулируемых CFTC. Более того, ожидалось, что количество зарегистрированных в США клиринговых палат деривативов возрастет с 14 до примерно 20³.

Наблюдатели в Вашингтоне получили необычную возможность наблюдать, как CFTC и SEC – которые с трудом уживались на протяжении своего существования – теперь дружно работают вместе. Через сутки после того, как президент подписал закон, более двадцати руководителей групп CFTC, занимавшихся нормотворчеством, приехали в SEC на встречу со своими коллегами.

Но при всем при том воплощение в жизнь закона Додда – Франка отнюдь не было формальным и легким занятием. Предложенные поправки были вынесены на общественное обсуждение. В самих комиссиях отсутствовало единство подходов, что подтвердила первая нормотворческая сессия CFTC 1 октября 2010 года.

На этой сессии Генслер поддержал правила управления клиринговыми палатами по деривативам, которые позволяли CFTC ограничивать права голоса участников клиринговых палат. В частности, для отдельных случаев вводился совокупный предельный уровень в 40 %, а если структура собственности на право голоса была более диверсифицированной, предел

составлял 5 % на каждого члена клиринговой палаты или на каждую организацию⁴. Однако Джил Саммерс, один из членов комиссии от республиканской партии, высказалась против на том основании, что ограничения на права голоса противоречат принципу конкуренции. В поддержку своей позиции она напомнила, что подобные меры были отвергнуты Комиссией ЕС на заседании 15 сентября 2010 года. Третий член комиссии, Скотт О'Малия, призвал к более гибкому подходу⁵.

Что касается лоббистов в Вашингтоне, то принятие закона, образно выражаясь, послужило первым залпом, ознаменовавшим наступление нового года бурной деятельности по отшлифовке окончательных формулировок закона.

А для законодателей по всему миру закон Додда – Франка, несмотря на все имеющиеся неопределенности, стал эталоном для выработки собственных норм регулирования рынков кредитных дефолтных свопов.

21.2. EMIR. Проект правил регулирования инфраструктуры европейского финансового рынка

Менее чем через два месяца после того, как президент Обама подписал закон Додда – Франка, Европейская комиссия утвердила широкомасштабные детальные предложения по законодательству в сфере регулирования рынка внебиржевых деривативов и деятельности центральных контрагентов.

Эти предложения⁶, представленные комиссаром ЕС по внутренним рынкам Мишелем Барнье 15 сентября 2010 года, имели форму проекта Регламента – одного из видов законов ЕС, который после принятия применяется без исключения во всех двадцати семи странах – членах ЕС.

Обнародование этого документа по прошествии двух лет со дня банкротства Lehman являло собой первый этап процедуры, в результате которой Европейский парламент и страны – члены ЕС должны были выработать окончательную редакцию Регламента в ходе процесса, именуемого «совместное решение». Проект Регламента с рабочим названием EMIR (Правила регулирования инфраструктуры европейского финансового рынка) был представлен после сложных и во многом показательных консультаций с сектором постторговых операций странами – членами ЕС и ведущими парламентариями.

Желая снизить риск регуляторного арбитража, комиссия привлекла к активному предварительному обсуждению американские ведомства, а также изучила клиринговое законодательство и практики, используемые в далеких от Европы странах: например в Бразилии и Японии. Кроме того, были учтены закон Додда – Франка и другие меры, принятые в этой области, чтобы достичь поставленной «большой двадцаткой» цели – осуществления клиринга всех «стандартизированных» внебиржевых

деривативов при посредстве центральных клиринговых контрагентов к концу 2012 года.

Проект Правил был первым законодательным предложением, подготовленным под надзором Барнье. Оно же явилось плодом девятимесячных напряженных усилий Патрика Пирсона, в конце 2009 года получившего от Комиссии поручение заняться финансовой инфраструктурой. Поскольку Регламент должен был применяться в 27 суверенных странах – членах ЕС, проект его был намного более подробным, чем соответствующие разделы закона Додда – Франка.

Чтобы выполнить к концу 2012 года обязательства, принятые лидерами стран «большой двадцатки» на саммите 2009 года в Питтсбурге, предложения Комиссии:

- содержали требование клиринга с участием центрального контрагента для внебиржевых деривативов, соответствующих заранее определенным критериям;

- устанавливали конкретные цели по их стандартизации с юридической и операционной точек зрения;

- содержали условия (некоторые из них по-прежнему требовали уточнения в ходе разработки «Базеля III») для проведения двустороннего клиринга сделок с внебиржевыми деривативами;

- требовали от рыночных игроков предоставления «всей необходимой информации» по своим портфелям внебиржевых деривативов в торговый репозиторий в целях обеспечения прозрачности бизнеса, который ранее был несколько запутанным.

По ряду важных аспектов предлагаемый законопроект охватывал более широкий круг вопросов, чем Питтсбургское соглашение по клирингу сделок с внебиржевыми деривативами. В первый раз центральные контрагенты и торговые репозитории стали регулироваться ЕС, а проект правил, устанавливающих полномочия и надзорные процедуры для центральных контрагентов, применялся ко всем клиринговым палатам, а не только к тем из них, которые занимались клирингом внебиржевых деривативов. В предложениях содержались правила, обеспечивающие надежное

функционирование торговых репозиторий, а также достоверность и безопасность содержащейся в них информации.

Тем не менее часть соглашения G20, согласно которому контракты на внебиржевые деривативы должны были «торговаться на биржах или электронных торговых платформах соответственно», не была охвачена проектом. Решение по этому вопросу собирались принять позже, когда Комиссия опубликует свои предложения по пересмотру директивы MiFID.

Проект Правил устанавливал единые требования к финансовым контрагентам в сделках с внебиржевыми деривативами, к нефинансовым (или корпоративным) контрагентам, превышающим определенные лимиты, а также ко всем категориям внебиржевых деривативных контрактов.

В нем детально излагались процедуры определения стандартных внебиржевых деривативных контрактов в целях выполнения обязательств «большой двадцатки» на конец 2012 года и подгонки данной отрасли под общие терминологические рамки.

Стандартизация контрактов должна была приспособить их к клирингу с участием центрального контрагента. Для выполнения этой задачи был применен двусторонний подход, целью которого было сделать максимальное количество внебиржевых деривативных контрактов пригодными для клиринга с участием центрального контрагента, но при этом не вынуждать центральных контрагентов проводить клиринг по тем контрактам, где они не могли управлять рисками, чтобы не создавать угрозу для стабильности финансовой системы. Таким образом, указанный подход состоял из двух процессов:

– подход «снизу вверх», при котором центральный контрагент принимал решение о клиринге определенных контрактов, а затем получал на это полномочия от своего национального регулятора. Регулятор (в терминологии Комиссии ЕС – «компетентный орган» центрального контрагента) был обязан информировать Европейскую организацию по ценным бумагам и финансовым рынкам (ESMA) –

новый орган ЕС, учрежденный в январе 2011 года⁷. ESMA уже решала бы, подлежат ли клирингу все контракты этого типа на территории ЕС.

– Подход «сверху вниз», согласно которому ESMA вместе с другим новым органом – Европейским советом по системным рискам (ESRB) – определяет, какие контракты потенциально подлежат клирингу. Это положение включено в целях обнаружения и отслеживания на рынке контрактов, по которым центральные контрагенты ни разу не проводили клиринг.

Принимая решения о том, подлежит ли клирингу тот или иной контракт на внебиржевые деривативы, ESMA (как и регуляторы США) должна учитывать потенциальное снижение системного риска, ликвидность дериватива, доступность информации о ценах на него, способность центрального контрагента обслужить такой объем контрактов, а также уровень клиентской защиты, обеспечиваемый клиринговой палатой.

Комиссия настаивала на необходимости обоих подходов, поскольку выполнение обязательства G20 в области клиринга нельзя было отдавать на откуп финансовому сектору. Кроме того, данная процедура должна была обеспечить проверку регуляторами на европейском уровне приемлемости запланированных клиринговых практик.

У контрагентов, на которых распространялось обязательство проводить клиринг внебиржевых деривативов, не должно быть возможности обойти это требование, уклоняясь от участия в центральном контрагенте. Компании, не заинтересованные или не имеющие возможности стать участниками центральных контрагентов, должны будут проводить клиринг через действующих участников центрального контрагента.

Чтобы сохранить глобальный характер внебиржевого рынка деривативов, создать равные условия для всех и поддержать конкуренцию, центральные контрагенты должны были осуществлять

клиринг соответствующих контрактов на деривативы на недискриминационной основе, вне зависимости от места их исполнения. То есть никаких эксклюзивных вертикально интегрированных структур больше не должно быть на рынке клиринга внебиржевых деривативов в Европе: центральным контрагентам будет запрещено проводить клиринг только по сделкам, заключенным на площадках, с которыми они связаны теми или иными эксклюзивными отношениями или которые входят в ту же группу, что и сами контрагенты.

В проекте законодательства устанавливалось, что на нефинансовых или корпоративных контрагентов не будут распространяться требования об обязательном клиринге, если только объемы их позиций по внебиржевым деривативам не достигнут системно значимого уровня. Правила предполагали, что операции с деривативами для подобных компаний в целом связаны скорее с коммерческой деятельностью, а не с биржевыми спекуляциями. Такое разграничение знаменовало собой серьезное достижение корпоративного лобби, например Европейской ассоциации финансовых директоров корпораций, которые проводили активную кампанию за то, чтобы законные операции их клиентов по хеджированию рисков не попадали под действие этой части обязательств в отношении клиринга, взятых на себя G20.

Однако Комиссия не полностью освободила нефинансовые компании от необходимости проводить клиринг по их контрактам на внебиржевые деривативы. Корпорациям, особо активно работающим на рынках внебиржевых деривативов, все равно придется проводить клиринг по своим сделкам. Как утверждала Комиссия, это необходимо, чтобы снизить риски для финансовой системы, избежать регуляторного арбитража и привести предлагаемое законодательство ЕС в соответствие с законом Додда – Франка. Другая цель состояла в том, чтобы не дать финансовым компаниям возможности обойти требования

по клирингу, учредив новые нефинансовые компании для ведения через них бизнеса с внебиржевыми деривативами.

Комиссия предложила установить (после консультаций с ESMA и другими органами) два пороговых значения объемов позиций по контрактам на внебиржевые деривативы и на основании этих пороговых значений определять, когда объем позиций у нефинансовых контрагентов достигает системно значимого уровня и когда на них начинают распространяться требования об обязательном клиринге:

- «информационный пороговый уровень», требующий от нефинансовых корпораций, превысивших данный уровень, информировать о своих позициях «компетентный орган», назначенный соответствующим государством – членом ЕС;
- «клиринговый пороговый уровень», превысив который компания обязана проводить клиринг по всем своим контрактам на деривативы.

При определении пороговых значений учитывались объемы позиции после неттинга и не принимались в расчет контракты, которые заключались для «покрытия рисков, возникающих при осуществлении объективно измеримой коммерческой деятельности».

На практике это означало, что требования обязательного клиринга применялись только к тем контрактам нефинансовых компаний, которые заключались в спекулятивных целях. Предполагалось, что в эту категорию попадут некоторые из крупных европейских участников энергетического рынка.

Поскольку не все внебиржевые деривативы подлежали клирингу, необходимо было усовершенствовать процедуры работы и надежность контрактов, которые по-прежнему заключались в двустороннем порядке.

В этих случаях Правила требовали, где это возможно, электронного подтверждения контрактных условий, а также наличия

процедур управления рисками с ежедневной рыночной переоценкой контрактов, «своевременного, точного и соответствующим образом обособленного» обмена залогами и «соблюдения требований необходимого капитала, пропорционального рискам». Предполагалось, что Комиссия утвердит технические стандарты, устанавливавшие необходимый уровень залогового обеспечения и капитала, ближе к моменту вступления Правил в действие.

Чтобы обеспечить большую прозрачность рынка внебиржевых деривативов для регуляторов, политиков и других участников рынка, финансовые контрагенты должны будут сообщать в зарегистрированный торговый репозиторий все данные по заключаемым контрактам на деривативы, а также по любым изменениям условий данных контрактов, например данные по новациям или прекращению контракта. В обязанности Комиссии входило определение содержания, типа, формата и периодичности такой отчетности для различных классов деривативов в соответствии с техническими стандартами, которые должна будет разработать ESMA.

Особое внимание в Правилах уделялось подробной процедуре авторизации деятельности центрального контрагента. Надзор за его деятельностью по-прежнему будут осуществлять национальные регуляторы (так называемые компетентные органы), однако из-за системной значимости клиринговых палат и международного характера их деятельности было решено, что ESMA также должна играть важную роль в данном процессе. Для достижения этого планировалось:

- разработать законодательные Правила, где бы разъяснялась центральная роль ESMA и обязанности по их единому применению;
- обязать ESMA разработать ряд технических стандартов, чтобы обеспечить корректное применение Правил;
- включить ESMA, наряду с национальными регуляторами, в процесс авторизации центральных контрагентов.

В 2009 году Комиссия предложила предоставить ESMA полные надзорные полномочия в отношении центральных контрагентов на всей территории ЕС. Однако ей пришлось отозвать свое предложение, так как Великобритания и другие страны настаивали, чтобы указанные полномочия оставались в той стране, где находится центральный контрагент, поскольку ее налогоплательщикам, возможно, придется оказывать экстренную финансовую помощь в случае банкротства клиринговой палаты.

Поскольку центральные контрагенты переходили в категорию системообразующих организаций, их национальные регуляторы совместно с ESMA и другими регулирующими органами должны будут сформировать «коллегии» с целью выработки плана действий в чрезвычайных обстоятельствах. Поскольку Комиссия в то время была занята подготовкой законодательных предложений по антикризисному управлению, ей было поручено разработать отдельную политику антикризисного управления в системообразующих организациях, таких как центральные контрагенты.

ESMA будет отвечать за авторизацию клиринговых палат из третьих стран после того, как Комиссия подтвердит соответствие правовой и надзорной систем таких стран требованиям ЕС, а также после того, как ESMA установит правила сотрудничества с регуляторами конкретной страны и удостоверится в наличии удовлетворительных стандартов управления рисками для их центральных контрагентов.

Согласно проекту, у центральных контрагентов должен быть доступ к достаточной ликвидности либо через центральный банк, либо через «кредитоспособный и надежный коммерческий банк». В ранних редакциях проекта говорилось, что Комиссия должна обязать центральных контрагентов получить статус банка с доступом к ликвидности центробанков, однако это требование было смягчено после откровенного недовольства Великобританией и США, которые

опасались, что оно будет интерпретировано как требование к центральному контрагенту находиться в еврозоне.

Итоговая редакция разочаровала Европейский центральный банк (ЕЦБ), поскольку представленные предложения умаляли роль центральных банков в целом и ЕЦБ в частности, особенно во время кризиса. Член исполнительного совета ЕЦБ по финансовой инфраструктуре Гертруда Тумпель-Гугерелл подчеркнула, что любые вопросы касательно доступа к средствам центральных банков находятся полностью в юрисдикции ЕЦБ и никоим образом не должны влиять на монетарную политику, а применительно к ЕЦБ и еврозоне такой доступ может быть гарантирован только тем центральным контрагентам, которые являются банками⁸.

Проект Правил уделял пристальное внимание надежности центральных контрагентов и вопросам их регулирования. Правила требовали от центральных контрагентов создать такую систему управления, которая сможет эффективно решить любые потенциальные конфликты интересов между собственниками, руководством, членами клиринговых палат и непрямыми участниками, особенно в части клиринга внебиржевых деривативов. Особый упор делался на функции независимых членов совета директоров клиринговых палат, а также четко определялись функции и обязанности комитетов по управлению рисками. В проекте подчеркивалось, что комитеты по управлению рисками центральных контрагентов должны напрямую подчиняться совету директоров и другие бизнес-подразделения не имеют права как-либо влиять на их работу. Также Правила требовали, чтобы центральные контрагенты опубликовали принципы своего управления и чтобы их ИТ-системы, а также операционные и административные процедуры подлежали независимому аудиту.

Поскольку центральные контрагенты брали на себя риск неисполнения обязательств любого из контрагентов, а контрагенты – риск банкротства самой клиринговой палаты, в Правилах уделялось особое внимание необходимости снижения центральным

контрагентом кредитных рисков своих контрагентов. Для этого в проекте содержалось положение о том, что центральные контрагенты должны выработать строгие, но недискриминационные правила участия для своих членов и иметь в своем распоряжении достаточные финансовые ресурсы и другие гарантии.

Сообразуясь с новыми обязательствами стран G20, Комиссия заключила, что практически любой случай банкротства центрального контрагента представляет потенциальную угрозу для финансовой системы. Таким образом, Комиссия особо настаивала на необходимости строгого пруденциального регулирования центральных контрагентов на уровне ЕС, аргументируя это тем, что существующие национальные законы, регулирующие деятельность центральных контрагентов, значительно различаются в странах – членах ЕС, что создает неравные условия конкуренции, снижает надежность международных услуг центральных контрагентов, делает их более дорогими и является препятствием для интеграции европейского финансового рынка. «Базель III» и текущая работа Комитета по платежным и расчетным системам и Международной организации комиссий по ценным бумагам (CPSS – IOSCO) по пересмотру международных стандартов управления рисками в центральном контрагенте также должны были послужить заполнению пробелов в этой области.

Каждый центральный контрагент обязан был иметь паевый гарантийный фонд на случай дефолта, сформированный за счет взносов членов клиринговой палаты. Правила с особой тщательностью описывали, как центральные контрагенты должны управлять рисками. Например, там говорилось, что центральный контрагент должен требовать маржу в размере, достаточном для покрытия потенциальных убытков при изменении стоимости как минимум 99 % открытых позиций в течение определенного периода времени. При этом гарантийный фонд и другие резервы центрального контрагента должны позволить ему выдержать

последствия банкротств двух членов клиринговых палат с самыми большими портфелями.

Следуя рекомендациям по управлению рисками CPSS – IOSCO и ESCB – CESR, проект предоставлял Комиссии право (точная формулировка была отложена на более поздний срок) «законодательно устанавливать технические стандарты размера маржинальных требований и временного горизонта» для различных классов финансовых инструментов. Аналогичным образом Комиссия получала полномочия устанавливать технические стандарты, определяющие допустимый тип залогового обеспечения участников клиринга потенциальный дисконт, применяемый к оценке такого залога, а также характер «высоколиквидных финансовых инструментов», в которые центральному контрагенту разрешалось инвестировать.

В проекте также вводились важные правила, касающиеся разделения и мобильности позиций и соответствующего залогового обеспечения. Эти правила отражали насущную необходимость равных «условий игры», а также учитывали некоторые уроки банкротства Lehman. Предложения Комиссии очевидным образом защищали клиента, в частности, центральным контрагентам разрешалось переводить клиентские активы и позиции без согласия участников клиринга. Авторы проекта, усвоив уроки из опыта по урегулированию последствий банкротства LBIE временными управляющими PwC, настаивали, чтобы требования по разделению и мобильности активов «имели приоритет в случае любого конфликта законодательств, нормативных требований и административных положений стран – членов ЕС, препятствующего выполнению данных требований».

Как и ранее, Комиссия не стала вмешиваться в дела рыночных структур, утверждая, что предлагаемые меры окажутся более эффективными для разрешения потенциальных конфликтов интересов, чем любая форма регулирования, ограничивающая права собственности центральных контрагентов.

Таким образом, внесенные предложения никак не касались проблемы вертикально интегрированных структур, в которых центральными контрагентами владели биржи. Точно так же речь не шла о том, чтобы ограничить участие банков-дилеров в капитале центральных контрагентов. Тем не менее участникам рынка предписывалось заранее информировать регуляторов об изменениях в составе собственников центральных контрагентов, чтобы «компетентные органы» имели возможность воспрепятствовать приобретению или реализации пакета голосующих акций или долей в капитале клиринговой палаты, достигающих или превышающих 10, 20, 30 или 50 %.

Предложения содержали жесткие ограничения на аутсорсинг функций центрального контрагента, позволяя его лишь в случаях, когда он не влияет на надлежащее функционирование клиринговой палаты и ее способности управления рисками. Комиссия также указала, что центральные контрагенты должны удовлетворять требованиям минимального размера капитала (на практике речь шла о сумме в 5 млн евро) для получения разрешения на свою деятельность, так как собственный капитал клиринговых палат представляет собой «последнюю линию обороны» в случае дефолта одного или более членов клиринговой палаты. При подготовке предложений Комиссии Пирсон с тревогой обнаружил, что размер капитала центральных контрагентов находился в широчайшем диапазоне – от 98 тысяч до более чем 100 млн евро.

Проект также требовал, чтобы любые договоренности об операционном взаимодействии получали одобрение регулирующих органов. Тем самым предполагалось смягчить несовершенства в данной области, присущие Кодексу деловой этики. Заявив, что операционное взаимодействие – это важный инструмент эффективной интеграции рынка посттрейдинговых операций в Европе, Комиссия признала, что это может повлечь за собой дополнительные риски для центральных контрагентов.

Из-за сложной структуры рынков деривативов и базового уровня развития клиринга с участием центрального контрагента для внебиржевых деривативов Комиссия не стала требовать обязательной операционной совместимости для всех классов активов, кроме ценных бумаг. Однако в проекте был установлен крайний срок для принятия ESMA решения о расширении сфер операционной совместимости – 30 сентября 2014 года. При этом клиринговые палаты по деривативам получали возможность договориться об операционном взаимодействии при условии их надежности и соответствия положениям Правил.

В отношении торговых репозиторий проект предоставлял ESMA право регистрировать, отзываться регистрацию и осуществлять надзор над этими организациями. Ключевая роль отводилась ESMA, а не странам – членам ЕС, чтобы гарантировать равные «правила игры» для всех.

Для регистрации в ESMA торговый репозиторий должен «быть создан в ЕС». На момент заявления Барнье компания TriOptima в Стокгольме уже почти пять месяцев использовала глобальный Репозиторий торговой отчетности по процентным ставкам (Interest Rate Trade Reporting Repository), а DTCC только недавно открыла свой Репозиторий отчетности по акционным деривативам (Equity Derivatives Reporting Repository) в Лондоне, где одобренный Службой финансового надзора Великобритании филиал Репозитория деривативов американской группы DTCC также хранил сведения о кредитных дефолтных свопах, аналогичные тем, что содержались в Общей базе данных по сделкам (TIW) DTCC в Нью-Йорке.

Согласно предложениям Комиссии, репозитории третьих стран, такие как TIW, также признавались ESMA – при условии, что они подчинялись схожим правилам и надзорным процедурам. Это означало, что к данным, хранящимся в репозитории третьей страны, должен быть обеспечен беспрепятственный доступ и это должно быть закреплено в международном соглашении. В противном случае ESMA не могла признать соответствующий репозиторий.

Предложения Комиссии отличались гораздо большей детальностью, чем закон Додда – Франка. И все же европейские провайдеры рыночной инфраструктуры по-прежнему так и не получили полную картину будущих норм регулирования.

Проект Правил представлял собой лишь предложение, а следовательно, подлежал изменениям со стороны стран – членов ЕС и Европейского парламента в процессе совместной работы над документом, что давало бизнес-лобби шанс повлиять на итоговый вариант.

Многое зависело от ESMA – новой и еще не проверенной организации, которая должна была прокладывать себе дорогу, лавируя между конфликтующими интересами стран – членов ЕС, среди которых Англия активно старалась ограничить права Комиссии. Кроме того, мнения стран – членов ЕС различались и относительно того, где должны находиться центральные контрагенты.

Политические решения, которые неминуемо должны были повлиять на клиринг и на деятельность центральных контрагентов, пока так и не были приняты. Например, Барнье и его сотрудники только в начале 2011 года подготовили предложения о том, что определенные контракты на деривативы должны торговаться на биржах в соответствии с пересмотренной директивой MiFID. Это позволило европейским биржам и многосторонним торговым системам пролоббировать принятие в ЕС положений закона Додда – Франка.

Разработав общие положения по клирингу внебиржевых деривативов через центральных контрагентов, Комиссия не разъясняла, как будет работать «политика кнута и пряника», а именно – как будут применяться различные требования к капиталу для контрактов, по которым осуществляется клиринг с участием центрального контрагента, и для контрактов, по которым такой клиринг не осуществляется, пока в начале 2011 года ей не пришлось представить проект изменений в Директиву ЕС о требованиях

к капиталу в соответствии с новыми правилами в отношении банковского капитала в рамках «Базеля III».

21.3. «Базель III» и центральные контрагенты

Закон Додда – Франка и проект предложений Комиссии представляли собой важный шаг к достижению поставленных G20 целей по созданию единой посткризисной глобальной регуляторной структуры. Одним из элементов Питтсбургского соглашения G20 по передаче контрактов на внебиржевые деривативы центральным контрагентам стало положение о том, что «к контрактам, по которым не проводится клиринг с участием центрального контрагента, должны предъявляться повышенные требования к капиталу». Определить размер этих требований должен был Базельский комитет по банковскому надзору, который разработал стандарты достаточности банковского капитала, призванные укрепить существующую систему. Они получили название «Базель II» и были позднее заменены на «Базель III».

Как показал кризис, «Базель II» не работал адекватно. В отношении проблемы банковских рисков по сделкам с внебиржевыми деривативами он оценил риск неисполнения обязательств в результате дефолта одного из контрагентов на уровне 20 %. Однако это не смогло обеспечить банкам адекватный размер капитала по отдельным рискам, связанным с внебиржевыми деривативами, которые обнаружились до и после банкротства Lehman. Недостатки «Базеля II» в отношении сделок с внебиржевыми деривативами, не подлежавшими клирингу, были отмечены после кризиса Европейской комиссией, которая нашла, что⁹:

– Пакет «Базель II» под кредитными рисками и рисками неисполнения обязательств понимал риск дефолта одной из сторон и риск кредитной миграции, не учитывая при этом возможную потерю рыночной стоимости вследствие дефолта. В нем отсутствовало прямое требование капитала для покрытия убытков,

вызванных переоценкой по рынку стоимости кредита, хотя примерно две трети убытков контрагенты понесли из-за переоценки кредита и только одну треть – в результате дефолта.

– «Базель II» не смог надлежащим образом решить проблему риска потери направления, когда вероятность дефолта контрагентов находилась в обратной зависимости от общих рыночных факторов риска. Причина риска потери направления заключается в том, что дефолты и ухудшение кредитоспособности контрагентов во время кризиса случаются именно в периоды повышенной волатильности рынка и высокого контрагентского риска.

– Крупные финансовые организации зависят друг от друга намного сильнее, чем признавалось в пакете «Базель II». Во времена спада финансовых рынков риски неисполнения обязательств других финансовых институтов по отношению к банку также растут. Из этого следует, что банки несколько более чувствительны к системным рискам, чем нефинансовые компании, а их кредитное качество ухудшается одновременно с наступлением спада.

– Период ликвидационного неттинга, отведенный для замещения сделок на внебиржевые деривативы с контрагентами, имеющими крупные встречные обязательства или же обязательства, включающие в себя сложные неликвидные сделки, продолжался дольше, чем было позволено для расчета адекватного размера капитала согласно «Базелю II». Таким образом, при исчислении взвешенного с учетом рисков капитала серьезно недооценили понесенные убытки.

– Облигации фонда секьюритизации, используемые в качестве залогового обеспечения, часто относились к той же категории риска, что и корпоративные облигации. Но при этом ценовая волатильность во время посткризисной секьюритизации была намного выше, чем та, что была связана с корпоративными долговыми инструментами.

– Пакет «Базель II» не предусмотрел достаточных стимулов для представления надлежащей первичной маржи на всех этапах трейдинга. Как следствие, первичное маржирование было обычно

очень низким в самом начале кризиса и быстро росло по мере его развития. Повышенная первичная маржа защищала некоторые банки, однако порой вынуждала контрагентов закрывать или сокращать позиции, тем самым обостряя кризис.

Кроме того, кризис выявил существенные недостатки в банковском управлении кредитными рисками контрагентов, в том числе в отношении обратного тестирования и стресс-тестирования. Это также обусловило недооценку потенциальных убытков. Еврокомиссия сформулировала проблемы в области управления залоговым обеспечением, в том числе связанные с надежностью систем и достоверностью данных, недостаточным количеством персонала, оценкой рисков и правовыми условиями гарантийных соглашений, что вызвало еще более напряженные и продолжительные дискуссии в финансовом секторе. Некоторые банки терпели убытки или испытывали дефицит ликвидности из-за повторного использования (например, в процессе перезакладывания или реинвестирования) гарантийных активов, полученных от контрагентов, в случае если их требовалось быстро вернуть.

Установив недостаточные требования к капиталу, «Базель II» не смог стимулировать передачу двусторонних контрактов на внебиржевые деривативы на многосторонний клиринг с участием центрального контрагента. Это означало, что центральных контрагентов редко использовали для клиринга сделок.

Соглашение о повышении в «Базеле III» требований к достаточности банковского капитала было обнародовано управляющими ведущими центробанков 12 сентября 2010 года. Представляя пакет «Базель III», Клод Трише, президент Европейского центрального банка и председатель Группы управляющих и руководителей надзорных ведомств – надзорного органа Базельского комитета, – высоко оценил новое соглашение за «фундаментальное укрепление мировых стандартов достаточности капитала». Воплощение в жизнь проекта «Базель III»

должно было проходить поэтапно в течение многих лет. Трише предсказал, что реформы внесут «существенный вклад в укрепление долгосрочной финансовой стабильности и обеспечение роста рынков»¹⁰.

Опубликованы были лишь основополагающие элементы требований достаточности капитала «Базеля III». Если закон Додда – Франка и предложения EMIR были написаны простым, доступным практически каждому языком, то многие элементы требований достаточности капитала «Базеля III» были сформулированы так, что понять их было крайне затруднительно. Большинство предложений в отношении кредитных рисков контрагентов, центральных контрагентов и внебиржевых деривативов было составлено на профессиональном жаргоне банковских надзорных органов и специалистов по внебиржевым деривативам¹¹.

Авторы пакета «Базель III» впервые предложили установить для банков отличную от нуля степень риска клиринга с участием центрального контрагента, связанную с переоценкой по рынку и залоговым обеспечением. Коэффициент предлагался низкий – на уровне 1–3 %, но это заставляло банки помнить, что у центрального контрагента не нулевая степень риска.

Прочие решения Комитета по сделкам с внебиржевыми деривативами в случае, если по ним не проводился клиринг с участием центрального контрагента, касались рисков, связанных с волатильностью переоценки стоимости кредитов и тесных взаимосвязей внутри банковской системы. Также в «Базеле III» предписывалось, чтобы прогнозные оценки кредитных рисков контрагентов основывались на данных по периодам рыночных стрессов. Таким образом, предполагалось сделать эти оценки более консервативными.

В результате в «Базеле III» устанавливались более высокие требования достаточности капитала для банков, проводящих операции с внебиржевыми деривативами в случае, если по ним не проводился централизованный клиринг или они не подлежали

клирингу. К счастью для тех, у кого подобные решения вызвали много вопросов, Комитет планировал позднее разработать более четкое руководство, которое будет включать коэффициенты риска недостаточности капитала для операций с внебиржевыми деривативами, если по ним не проводился клиринг. Но вначале необходимо было достигнуть соглашения по совместным действиям с группой CPSS – IOSCO, куда входили руководители центральных банков и регулирующих органов по ценным бумагам. Группа в тот момент занималась обновлением своих же рекомендаций по управлению рисками для центральных контрагентов с учетом уроков, вынесенных из кризиса, и планов по введению обязательного клиринга для стандартизированных подлежащих клирингу контрактов на внебиржевые деривативы¹².

А тем временем за кулисами банковские надзорные органы и группа CPSS – IOSCO пристально изучали риски, которые могут крыться в деятельности центральных контрагентов, в особенности на уровне участников клиринга.

Каскад многоуровневой защиты, устанавливающий для центральных контрагентов приоритетность использования финансовых ресурсов в случае дефолта участников клиринга, был подвергнут тщательному анализу. Предметом отдельного обсуждения стал порядок внесения банками взносов в гарантийный фонд на случай банкротства. Согласно «Базелю II» этим взносам присваивался нулевой коэффициент риска, но после кризиса регуляторам стало ясно, что подобные взносы нельзя считать полностью безрисковыми, поскольку средства гарантийного фонда могли использоваться в случае дефолта другого участника клиринга.

Кроме того, обсуждался размер капитала центрального контрагента и его соотношение с первичной маржой и уровнем риска. Чем большим капиталом обладал центральный контрагент, тем меньшую первичную маржу или взносы в гарантийный фонд он мог взимать с участников клиринга. Подобные нюансы влияли как на конкуренцию на рынке, так и на степень рисков. Вставал вопрос,

насколько широко могут применяться правила, согласованные на международном уровне, в различных юрисдикциях и сложившихся практиках.

Проект «Базель III», обнародованный 12 сентября, поставил вопросов едва ли не больше, чем дал ответов. Ясно было одно – он обеспечил регуляторам, надзорным органам, а также департаментам нормативно-правового соответствия банков и центральных контрагентов обширное поле деятельности на ближайшие годы.

21.4. Размышления о банкротствах центральных контрагентов

Закон Додда – Франка, проект Правил регулирования инфраструктуры европейского финансового рынка ЕС (EMIR) и пакет «Базель III» недвусмысленно признавали существование рисков, присущих центральным контрагентам, которые ложатся на участников клиринга. А от размышлений о том, что заставило ужесточить правила, оставался всего один шаг до мысли о возможности дефолта центрального контрагента.

К 2010 году клиринговые палаты играли ведущую роль на таких громадных системно значимых рынках, как рынки государственных облигаций и кредитных дефолтных свопов, и тут возникли новые важные вопросы. Если крах международного инвестиционного банка вроде Lehman Brothers мог поставить мир на грань финансового коллапса, то насколько более серьезные проблемы может вызвать банкротство сразу нескольких банков? Как в мире, где правительства в результате мощного лоббирования вынуждены оказывать экстренную помощь банковским системам (как в 2007–2009 годах), центральные контрагенты смогут выстоять в ситуации множественных банкротств международных банков, входящих в число участников клиринга?

Подобные вопросы обретали все бóльшую остроту перед «прыжком в неизвестность», который центральные контрагенты вынуждены были совершить после фиаско Lehman и AIG. Как заметил один топ-менеджер, отвечавший за клиринговые операции в крупном инвестиционном банке:

Я полностью поддерживаю идею передачи стандартизированных внебиржевых деривативов на клиринг центральному контрагенту. Однако те, кто утверждает, что это полностью безопасно, ошибаются. Мы возлагаем громадный

объем рисков на относительно небольшое число организаций, которые в целом работают по неплохим правилам. Но у нас сравнительно мало опыта в области дефолтов на рынке кредитных деривативов, где структура рисков весьма сложна. И еще у нас мало специалистов, которые могут заниматься экстренным закрытием позиций, иными словами – торговать портфелями¹³.

Выдвижение центрального контрагента на передовые позиции в сфере системных рисков поставило вопрос о том, что случится и что делать правительству, если тот сам окажется банкротом.

Хотя центральные контрагенты неплохо справились с банкротством Lehman, из этой книги видно, что важную роль в успешном разрешении этой ситуации сыграла удача. Более того, история знает случаи банкротства центральных контрагентов – так, кризисы сахарного рынка в Париже в 1974 году и фьючерсного рынка пальмового масла в Малайзии в 1983 году негативно повлияли на небольшие компании на рынках, не имевших системной значимости. Гонконгский кризис 1987 года развивался по иному сценарию, поскольку он затрагивал клиринг финансовых фьючерсов, однако чрезвычайные меры его урегулирования дали свой результат, не потребовав при этом запредельных расходов.

Однако после 2008 года обстоятельства серьезно изменились. И если бы в крупном финансовом центре обанкротился кто-то из центральных контрагентов, работавших с государственными облигациями, взять ситуацию под контроль было бы далеко не так просто.

В тех редких случаях, когда в официальных документах упоминалась возможность банкротства центрального контрагента, о ней говорилось так, чтобы намеренно смягчить опасность подобной ситуации. Тем не менее потенциальное банкротство центрального контрагента все равно пугало возможными последствиями, о чем и заявила группа CPSS – IOSCO, разъясняя,

почему регуляторы и центробанки столь заинтересованы наладить надежное управление рисками центрального контрагента:

Проблемы в управлении рисками центральных контрагентов могут оказать разрушительное воздействие на рынки, которые те обслуживают, а также на прочие элементы расчетных систем, работающих с соответствующими рыночными инструментами, и могут перекинуться на платежные и другие расчетные системы¹⁴.

Уроки кризиса еще были свежи в памяти сотрудников ФРБ Нью-Йорка. Анализируя ситуацию в 2010 году, они были чуть более разговорчивы, чем обычно:

Крах центрального контрагента может моментально привести к убыткам среди многих ключевых участников рынка. Более того, банкротство любого центрального контрагента с большей долей вероятности будет вызвано банкротством одного или нескольких крупных участников рынка, а значит, оно произойдет в период максимальной волатильности рынков¹⁵.

Патрик Пирсон, глава подразделения Еврокомиссии, отвечавшего за инфраструктуру финансовых рынков, высказался еще более категорично. Он предупредил, что крах клиринговой палаты может запустить «финансовый Армагеддон»¹⁶.

Вопрос о необходимости некой «страховочной сетки» для центрального контрагента стал на некоторое время предметом закулисных бесед управляющих клиринговых палат. Многие считали, что проблему можно решить, если центральные банки выступят в качестве кредиторов последней инстанции на случай возникновения трудностей у центральных контрагентов.

Данная проблема была вынесена на открытое обсуждение после того, как глава LSE Ксавье Роле в декабре 2009 года предложил,

чтобы центральные банки «предусмотрели как минимум возможность финансирования клиринговых палат» на случай, если участники клиринга не смогут покрыть требования дополнительной маржи в ситуации дефолта¹⁷.

Предложение Роле шло вразрез с установленным принципом «творческой неопределенности», который позволял центробанкам самим принимать решения о кредитовании конкретных организаций.

К тому же правила и установленные практики в разных странах отличались, что также не облегчало решение вопроса. В тех странах, где центральные контрагенты должны были являться банками (например, во Франции и Германии), они уже обладали доступом к счетам центрального банка и внутрисуточному кредитованию. В Швеции и Швейцарии государственные центральные банки предлагали внутрисуточную ликвидность регулируемым небанковским финансовым организациям, включая центральных контрагентов. А в Великобритании и США картина была намеренно неопределенной, поскольку власти делали все возможное, чтобы не спровоцировать этически некорректную ситуацию.

Однако после 2008 года регулирующие и правовые ведомства вынуждены были признать, что после спасения AIG и дальнейшей финансовой помощи мировой финансовой системе война за этику проиграна – по крайней мере временно.

Служба финансового надзора и Министерство финансов Великобритании выпустили в декабре 2009 года совместный документ по вопросу банкротства центрального контрагента, где признали, что налогоплательщикам, возможно, придется раскошелиться на спасение клиринговых палат. Предупредив об опасности, что в чрезвычайных обстоятельствах банкротство нескольких членов центральных контрагентов может привести к краху самого центрального контрагента, авторы документа отмечали:

Поскольку системная значимость центральных контрагентов будет расти, значит, в ситуации их банкротства государственным органам, скорее всего, придется вмешаться и оказать им поддержку, например, выступая в качестве кредиторов последней инстанции в случае временного недостатка ликвидности. Банкротство центрального контрагента может обернуться дополнительными расходами для налогоплательщиков данного государства¹⁸.

Международный валютный фонд высказал некоторые соображения относительно поддержки центральных контрагентов в Докладе о финансовой устойчивости (апрель 2010 года):

Как минимум у центрального контрагента должны существовать договоренности с банками и другими финансовыми организациями, предпочтительно не являющимися участниками клиринга, о предоставлении экстренных займов для покрытия недостатка ликвидности вследствие временной задержки платежей в целом платежеспособных участников клиринга, а также в качестве дополнительной поддержки для своевременного исполнения контрактов. Подобные кредитные линии должны предоставляться в той же валюте, что и подлежащие клирингу контракты.

В докладе признавалось, что в экстренной ситуации может быть оправдана помощь центробанка:

Таким образом, у системно значимых центральных контрагентов должен быть доступ к ликвидности центрального банка в чрезвычайных обстоятельствах. Однако подобные чрезвычайные займы должны быть обеспечены теми же высококачественными ликвидными ценными бумагами, которые обычно используются как инструменты денежно-

кредитной политики. Кроме того, ни при каких обстоятельствах это не должно противоречить монетарной или валютной политике центробанка¹⁹.

Проблема заключалась в том, что обсуждать любую дополнительную финансовую поддержку в чрезвычайных обстоятельствах, особенно если она ложилась на плечи налогоплательщиков, становилось крайне сложно, особенно в США.

И Генслер из CFTC, и Мэри Шапиро из SEC²⁰ высказывали сомнения относительно идеи предоставления Федеральной резервной системой ликвидности для клиринговых палат в чрезвычайных ситуациях²¹. Выступая на конференции банковских операционистов в мае 2010 года, председатель совета директоров и президент DTCC Дон Донахью предупредил, что ФРС никогда не дала бы DTCC доступ к займам через дисконтное окно даже в ситуации множественного банкротства участников клиринга, несмотря на уже имеющиеся прецеденты с Bear Stearns и AIG:

Помимо давней однозначной позиции ФРС по данному вопросу нам всем известно, насколько негативно относится общественность к идее государственной финансовой помощи частным финансовым организациям. Мы должны самостоятельно найти решение, не надеясь на федеральные власти²².

Подобно многим профессионалам клиринга, глава LCH.Clearnet Роджер Лиддел негативно относился к идее поддержки от центробанков в чрезвычайных обстоятельствах, считая это признанием профнепригодности. На вопрос председателя комитета по делам ЕС Палаты лордов о том, должен ли быть у центральных контрагентов доступ к ликвидности центробанка *in extremis*, Лиддел ответил:

Я полагаю, что имеются две вероятные причины того, почему центральным контрагентам могут понадобиться средства от центробанка. Одна из них – желание потенциально повысить стабильность ежедневных операций, поскольку от этого зависит осуществление внутрисуточных срочных платежей, а этого легче всего добиться, имея безналичный счет в центральном банке. Другой случай, когда может потребоваться доступ к средствам центробанка, – это необходимость обеспечить себе некоторый «запасной» объем ликвидности на случай реального кризиса. Это две совершенно разные ситуации. Если спросить, достаточно ли весома первая причина, ответ определенно будет «да», поскольку это придает системе дополнительную прочность. Что касается второй причины, бывают определенные ситуации, при которых временное наличие излишней ликвидности полезно. На самом деле каждая клиринговая палата разрабатывает свою бизнес-модель таким образом, чтобы не допустить подобной ситуации. Однако в случае необходимости к подобной мере следует прибегнуть. И все же я очень обеспокоен этической стороной предоставления явных гарантий таким организациям, как наша. Я уверен, что мы в принципе не должны рассчитывать на какие-либо гарантии и наша работа должна строиться исходя из этого.

Мы должны строить бизнес, рассчитывая только на то, что находится в нашем распоряжении, а если этого окажется недостаточно, значит мы потерпели неудачу²³.

Но в 2010 году, после того как Сенат возобновил обсуждение материалов, впоследствии ставших законом Додда – Франка, мнения изменились.

Выступая в мае в сенатском подкомитете, Генслер и Шапиро высказались за предоставление в чрезвычайных обстоятельствах клиринговым палатам экстренного доступа к заемным средствам

ФРС. В период с мая по сентябрь их поддержали главы клиринговых палат и бирж США. Терри Даффи из Чикагской товарной биржи, Уэйн Латрингсхаузен из Опционной клиринговой корпорации и Джеффри Шпрехер из Интерконтинентальной биржи призвали в ряде случаев предоставлять доступ к средствам Федеральной резервной системы, особо оговорив, какие обстоятельства будут считаться достаточно экстренными для получения подобной поддержки.

Но, как Жан-Клод Трише напомнил в сентябре 2010 года банкирам, руководителям и регуляторам финансовой инфраструктуры, не стоит рассчитывать на поддержку налогоплательщиков в случае повторения кризиса. Последние и так уже оказали «гигантскую помощь» и спасли ситуацию, заплатив за это сумму, равную 27 % ВВП стран по обе стороны Атлантики. «Если, к несчастью, мы снова окажемся в такой же отчаянной ситуации, я убежден, что больше мы не получим от наших граждан такой же громадной поддержки. Тогда депрессия окажется неминуемой»²⁴.

Закон Додда – Франка, в котором содержалось положение об экстренном финансировании «определенных инфраструктурных компаний на финансовых рынках», а также амбициозный план «режима урегулирования», позволявший американским властям проводить управляемую ликвидацию системно значимых финансовых компаний, не прибегая к помощи налогоплательщиков, казалось, предлагал решение этой сложной задачи. Однако оставался открытым вопрос, не возникнут ли какие-либо непредвиденные проблемы при вводе закона Додда – Франка в действие в Штатах и насколько такая структура пригодна для применения в других странах G20 и за их пределами.

Международное сообщество отреагировало неоднозначно. С одной стороны, представители «большой двадцатки» и Совета по финансовой стабильности²⁵ с 2010 года работали над рекомендациями для Сеульского саммита G20 11–12 ноября, которые касались наилучших способов поддержки

системообразующих финансовых институтов (SIFI) без обращения к налогоплательщикам.

С другой стороны, летом перспективы прийти к консенсусу внутри G20 значительно ухудшились, нарастали трения в области экономики между США и Китаем. США обвиняли Китай в искусственно поддерживаемом низком курсе национальной валюты, а Китай возлагал на США вину за экономическую дестабилизацию развивающегося мира в результате излишне свободной монетарной политики. В такой ситуации сложно стало ожидать быстрого решения важных, но с политической точки зрения второстепенных вопросов, таких как включение центральных контрагентов в категорию системообразующих финансовых институтов со всеми вытекающими последствиями.

21.5. Центральные контрагенты по всему миру

Напряженность среди ведущих стран G20 в 2010 году не смогла замедлить быстрое распространение клиринга с участием центрального контрагента за пределами развитых стран.

Высокие темпы экономического роста, быстрое развитие финансовых рынков и повышенное внимание к управлению рисками способствовали бурному спросу на услуги клиринга в быстроразвивающихся регионах мира, сумевших избежать худших последствий финансового кризиса.

В целом позитивное отношение стран G20 к клирингу и высказанное на саммите в Питтсбурге намерение к концу 2012 года обеспечить обязательный клиринг с участием центрального контрагента по контрактам на стандартизированные внебиржевые деривативы побудили даже такие страны, как Южная Африка и Россия, разработать или по меньшей мере подумать над разработкой законов, регулирующих деятельность центральных контрагентов. Итогом стало быстрое развитие центральных контрагентов за пределами развитых стран и их бурный рост в азиатском регионе.

Как для национальных правительств, так и для международных организаций становление центральных контрагентов стало символом модернизации финансового сектора. Одной из причин, по которым в 2010 году власти Чили учредили клиринговую палату по ценным бумагам, явилось желание вступить в члены Организации экономического сотрудничества и развития – «клуба» передовых стран со штаб-квартирой в Париже²⁶.

Для российского Национального клирингового центра (НКЦ) членство в Европейской ассоциации клиринговых палат – центральных контрагентов (EACH) являлось фактом признания в международном масштабе и в то же время способом получить «ноу-хау» в сфере управления рисками и методов клиринга

от признанных клиринговых палат ЕС. Единственным собственником НКЦ является ММВБ – Московская межбанковская валютная биржа (MICEX). Центр начал осуществлять клиринг валютных сделок в 2007 году, заявив также о намерениях заниматься клирингом сделок с ценными бумагами, форвардных сделок, товарно-сырьевых сделок и сделок с государственными ценными бумагами. Вступление НКЦ в EACH состоялось в ноябре 2009 года.

Что касается «ноу-хау», то здесь обмен порой шел в обоих направлениях. Так, разрабатывая Правила по внебиржевым деривативам и центральным контрагентам, Еврокомиссия взяла на вооружение клиринговые методы Бразилии, признавая ее успехи в создании прочной финансовой инфраструктуры после серьезного банковского кризиса 1999 года.

Географический разброс и быстро растущее количество членов не слишком удачно названной группы клиринговых палат CCP12 стали индикатором стремительного распространения клиринга по всему земному шару.

К середине 2010 года на веб-сайте CCP12 числилось 28 организаций – членов группы, управлявших работой 35 центральных контрагентов в Северной и Южной Америке, Европе и Азиатско-Тихоокеанском регионе, а также в Израиле и Южной Африке. Из 28 членов 13 не входили в число стран «большой семерки». Уже казалось, что в XXI веке учреждение клиринговой палаты становится таким же необходимым ритуальным действием для страны, стремящейся войти в высшую лигу мировой экономики, каким в 1950–1960-е годы являлось создание национальных авиалиний.

В США и Европе крупные биржи и клиринговые палаты в течение долгого времени налаживали деловые связи за пределами своих стран. После краха Lehman организации типа NYSE Euronext, CME Group, Eurex, NASDAQ OMX и LCH.Clearnet стали строить стратегическое партнерство с провайдерами инфраструктуры в странах БРИК, а также в других, меньших, но динамично

развивающихся странах Латинской Америки, Ближнего Востока и Азии.

21.6. Азиатская эра клиринговых палат

После 2008 года развитие клиринга получило новый импульс именно в Азии. Знаком того, что клиринг быстро «прижился» в регионе, стал проведенный в апреле 2009 года на Сингапурской бирже в первый раз в мировой истории клиринг внебиржевого свопового контракта на железную руду. Это произошло за несколько недель до того, как 1 июня 2009 года клирингом аналогичных контрактов занялась LCH.Clearnet.

Тот факт, что первым отреагировал на революционные изменения цен на железную руду именно азиатский рынок деривативов, говорил не только об огромном спросе на сырье со стороны китайской сталелитейной индустрии, но также и о повышении позиции региона в мировых экономических рейтингах в посткризисную эпоху. Это был лишь один из многочисленных примеров сдвига экономической мощи в сфере биржевых и финансовых инфраструктур с Запада на Восток:

– В 2009 году общая сумма сделок по акциям на 16 фондовых биржах из АТР, которые являлись членами Всемирной ассоциации фондовых бирж, превзошла аналогичный показатель для 26 членов Ассоциации из Европы, Африки и Ближнего Востока. За 10 лет, с 2000 по 2009 год, стоимость акций, торгуемых на биржах АТР, увеличилась примерно с 5 до 18,6 трлн долл., по сравнению с падением этого показателя с 17,4 до 13,1 трлн долл. на рынках Европы, Ближнего Востока и Азии²⁷.

– Провайдеры финансовой инфраструктуры, особенно в Европе, стали прилагать усилия по налаживанию деловых связей с быстрорастущими азиатскими рынками. Так, в 2009 году Eurex открыла офисы в Гонконге, Сингапуре и Токио.

– В то же время центральные контрагенты и фондовые биржи Запада повернулись лицом к Азии в поисках новых технологий. В 2008 году, например, LCH.Clearnet привлекла TCS Financial Solutions – филиал индийской компании Tata Consultancy Services – к разработке платформы Synapse, которая прогремела на весь мир как первая трейдинговая платформа для разных классов деривативов, способная работать со всеми биржевыми и с большинством внебиржевых контрактов. В октябре 2009 года Лондонская фондовая биржа приобрела MilleniumIT (Шри-Ланка).

Развитие индустрии в Азии после банкротства Lehman во многом повторяло европейский путь, только шло гораздо быстрее. Появились новые торговые платформы и биржи. Они привнесли с собой конкуренцию, фрагментацию, а зачастую и внешних провайдеров клиринговых услуг.

Например, Гонконгская товарная биржа (HKMEH), основанная в 2008 году, чтобы навести мосты между Китаем и международными товарными рынками, обратилась в 2009 году к LCH.Clearnet с просьбой стать ее центральным контрагентом. Несколько месяцев спустя компания Chi-East – совместное предприятие Chi-X Global и SGX – также привлекла LCH.Clearnet для проведения клиринга по сделкам с котирующимися на бирже австралийскими, гонконгскими и японскими ценными бумагами.

Наглядной иллюстрацией головокружительных перемен в Азиатско-Тихоокеанском регионе могут служить амбициозные планы по слиянию Сингапурской (SGX) и Австралийской фондовых бирж (ASX). Они планировали объединиться до конца октября 2010 года. Хотя попытки создания второй по величине биржевой группы в регионе путем рыночной капитализации натолкнулись в Австралии на существенные препятствия со стороны регуляторов, но все же они подогрели ожидания изменений и консолидации финансовых инфраструктур в Азии и других регионах.

После саммитов G20 2010 года стало очевидно, что азиатские страны также намерены участвовать в клиринге контрактов на внебиржевые деривативы. Из шести стран – членов G20 из АТР²⁸ Китай, Индия, Япония и Южная Корея создали рабочие группы, которые должны были проанализировать все «за» и «против» создания клиринговых палат для внебиржевых инструментов. Среди государств, не входящих в состав G20, аналогичные действия предприняли Сингапур и Тайвань.

Быстрее всех действовала SGX, оператор SGX AsiaClear – центрального контрагента по внебиржевым деривативам на нефть, грузоперевозки и железную руду в Сингапуре. Компания объявила о своих планах по проведению клиринга свопов на процентные ставки в американских и сингапурских долларах начиная с октября 2010 года²⁹. Резервный банк Индии побудил Индийскую клиринговую корпорацию (CCIL) расширить сферу деятельности, включив туда внебиржевые деривативы на процентные ставки и форвардные валютные деривативы «изначально в целях отчетности, а со временем и для расчетов с применением новации»³⁰. В свою очередь, Индийская клиринговая корпорация завершила разработку бизнес-модели, которая включала процедуры управления рисками при расчетах по свопам на процентные ставки в рупиях и по соглашениям о будущей процентной ставке³¹.

Японская клиринговая корпорация по операциям с ценными бумагами (JSCC) сделала «дальнейшее расширение клиринговых услуг» приоритетным пунктом своего бизнес-плана до марта 2012 года³² и совместно с Токийской фондовой биржей (TSE) создала рабочую группу для разработки процедур клиринга кредитных дефолтных свопов и свопов на процентные ставки.

На основании исследования в области посттрейдинговой обработки внебиржевых инструментов в Японии, проведенного в марте 2009 года JSCC, TSE и Японским центральным депозитарием ценных бумаг, а также ведущими трейдерскими фирмами, Агентство

финансовых услуг Японии предложило ввести обязательный клиринг с участием центрального контрагента для классических свопов на процентные ставки и контрактов на кредитные дефолтные свопы³³. Служба финансового надзора Японии даже решилась сделать осторожное приглашение иностранным клиринговым палатам, в частности LCH.Clearnet, подумать о совместной работе с японскими компаниями. Хотя, по мнению регулирующего органа, клиринг свопов в идеале должен осуществляться местными, японскими центральными контрагентами, он разрешил иностранным центральным контрагентам также принимать участие в клиринге, поскольку они уже существуют и ведут операционную деятельность.

Однако оставалось неясным, насколько лояльны будут власти на практике. Были озвучены определенные условия подобного участия. Так, иностранные центральные контрагенты должны были подчиняться регуляторным нормам, принятым в Японии, и учитывать опыт японских центральных контрагентов при клиринге тех деривативов, на которые распространялось действие японских законов о банкротстве, в частности кредитных дефолтных свопов. В функции местных центральных контрагентов входил клиринг крупных, системно значимых контрактов. При этом контракты, включенные в японский индекс кредитных дефолтных свопов iTraxx, в обязательном порядке подлежали клирингу через японского центрального контрагента.

Китай также сделал определенные шаги в направлении клиринга внебиржевых деривативов. Провозглашая официальное учреждение Шанхайской клиринговой палаты, Чжоу Сяочуань, глава Народного банка Китая (НБК), назвал ее «профессиональной и независимой межбанковской клиринговой палатой»³⁴.

Хотя Чжоу Сяочуань высказался несколько туманно о том, по каким именно финансовым продуктам будет проводить клиринг новый центральный контрагент (по его словам, новая организация создана, чтобы «лучше удовлетворять растущие потребности в клиринговых услугах самого широкого спектра»), глава НБК

в своей речи на церемонии открытия упомянул о необходимости проведения централизованного клиринга «в целях обеспечения безопасного и упорядоченного становления рынка внебиржевых деривативов». Он сформулировал положение об «эффективном и экономичном клиринговом сервисе» в контексте повестки дня G20 и усилий НБК «по разрешению глобального финансового кризиса», а также внутренней рыночной реформы и превращения Шанхая в международный финансовый центр.

Развитие клиринга в Азии получило поддержку со стороны мировых игроков данного рынка. Шесть из четырнадцати компаний, участвовавших в работе группы, которая занималась исследованиями в области посттрейдинговой обработки сделок на внебиржевые деривативы в Японии в 2008–2009 годах, являлись дочерними структурами иностранных инвестиционных банков. Была организована встреча, на которой члены группы обменялись мнениями с DTCC. В отчете группы говорилось, что если Япония создаст собственную клиринговую палату для свопов на процентные ставки, то ей потребуется сотрудничество с LCH.Clearnet³⁵.

Церемония открытия Шанхайской клиринговой палаты словно магнит привлекла представителей западной финансовой инфраструктуры, в том числе LCH.Clearnet, Euroclear Bank, CLS Group и Deutsche Börse. Это мероприятие предоставило возможность для подписания соглашения о сотрудничестве между клиринговой палатой и Deutsche Börse³⁶.

Состав аудитории, собравшейся на шанхайской церемонии, показал огромную важность, которую в глазах провайдеров финансовой инфраструктуры имела Азия. Для клиринговых палат и профессионалов клиринга в мире после банкротства Lehman Азия стала континентом, открывшим новые возможности во втором десятилетии XXI века.

22. Выводы и размышления

Эта книга прослеживает историю становления клиринга с участием центрального контрагента на протяжении большого исторического периода, включая события в Азии, где 280 лет назад предшественники сегодняшних центральных контрагентов стали впервые проводить клиринг фьючерсных контрактов на рис.

Когда начиная с 1730-х годов клиринговые палаты Осаки взяли на себя функции по исполнению фьючерсных сделок на рисовом рынке Дэдзима, Азия превратилась в мировой экономический центр.

В 1750 году перед индустриальной революцией на долю Китая приходилось около трети всего мирового производства товаров (на 40 % больше, чем в Европе в то время, и почти вдвое больше нынешней доли Китая – 16 %). Еще четверть всей производимой продукции выпускалась в Индостане. В том же 1750 году на долю Японии приходилось примерно 3,9 % мирового производства товаров – вдвое больше, чем в Британии в доиндустриальную эпоху, и почти в 40 раз больше, чем приходилось на долю североамериканских колоний, ставших потом Соединенными Штатами¹.

Итак, поскольку крепнущая Азия твердо решила вернуть себе часть экономической мощи, которую она уступила Западу во времена индустриальной революции, кажется весьма логичным, что рост, а за ним и инновации в сфере клиринга постепенно смещаются на Восток.

Подобный сдвиг в сегодняшнем глобализованном мире вполне отвечает тенденциям, описанным в книге. Когда в конце XIX века наблюдался экономический рост в Европе и Соединенных Штатах, брокеры и коммерсанты создавали там фьючерсные рынки и клиринговые палаты, чтобы максимально увеличить прибыль от торговли в мире, где только-только делались первые шаги к сегодняшней глобализации. Именно туда, в порты Западной

Европы и торговые центры американского Среднего Запада, а не в клиринговые палаты Дэдзима, уходят корнями сегодняшние центральные контрагенты.

И пусть спрос на клиринговые услуги в развивающемся мире стремительно растет, особенно в Азии, было бы неверно недооценивать потенциал Европы и США.

Развитые экономики Америки и Европы еще не до конца восстановились после сильнейшего за последние 80 лет финансового кризиса, и тем не менее управляющие сегодняшних клиринговых палат намерены зарабатывать на том, что их предшественникам XVIII и XIX веков даже в голову не могло прийти, а именно на волне нового, более жесткого законодательства, которое – как ни парадоксально – будет стимулировать развитие бизнеса, а не сдерживать его.

Поскольку центральные контрагенты были одними из немногих участников финансового рынка, кто неплохо справился с последствиями банкротства Lehman, они стали важным инструментом в руках надзорных органов, с помощью которого те планировали предотвратить повторение финансовых потрясений последних лет.

Благодаря господам Додду и Франку, а также Еврокомиссии сегодня центральным контрагентам отведено ведущее место в стратегии дальнейшего развития индустрии, призванной исключить возможность нового финансового кризиса, подобного разразившемуся в 2007 году. Одного этого достаточно, чтобы обеспечить клиринговой индустрии стабильный рост в обозримом будущем в Европе и США.

Действительно, новые правила регулирования в США, Европе и прочих странах пока еще требуют доработки. Более того, их воздействие, в том числе на экономику клиринга, до конца неясно.

Вот одна из точек зрения на этот вопрос, высказанная членом CFTC Скоттом О'Малия: «Участники рынка не должны питать иллюзий по поводу резкого повышения стоимости услуг клиринга»². О'Малия

уверен, что более жесткие требования достаточности капитала, изложенные в законе Додда – Франка и в «Базеле III», затронут как участников клиринга, так и клиентов американских клиринговых палат по дериватавам (DCO). Если это верно, то данные правила будут применяться и в других странах G20, которые также занимаются регулированием клиринга и внебиржевых деривативов.

Но несмотря на то что финансовый сектор в целом ожидает резкое увеличение затрат в результате введения нового регламента, стоимость клиринга под влиянием некоторых факторов может снизиться. Неуклонный технологический прогресс позволяет получить экономию за счет масштаба, а также обрабатывать большее количество сделок. За счет этого стоимость клиринга каждой сделки будет падать, а это, в свою очередь, будет стимулировать ценовую конкуренцию.

Хотя остается еще много неясного, политики и регуляторы сумели определить направления будущего развития клиринга. При этом сама индустрия находится в постоянном движении. В целом это не сразу заметно. Нынешние дифференцированные модели клиринга по сделкам с фьючерсами и акциями кажутся вполне устоявшимися, в то время как в новой области клиринга внебиржевых деривативов действия, предпринятые в ожидании новых правил регулирования, уже привели к появлению более или менее долговечной структуры.

Задолго до того, как президент Обама подписал закон Додда – Франка, а Еврокомиссия предложила новые правила работы центральных контрагентов, клиринговые организации предприняли определенные шаги, чтобы упрочить или консолидировать свои позиции на ключевых рынках внебиржевых деривативов. Не успела услуга SwapClear компании LCH.Clearnet занять лидирующие позиции на рынке свопов на процентные ставки, как ей уже дышат в спину другие желающие получить свой «кусочек пирога». Точно так же позиции ICE на рынке клиринга кредитных дефолтных свопов в Европе и Америке весьма внушительны; однако это не

препятствует другим клиринговым компаниям, таким как LCH.Clearnet в Париже или группа CME, выступать с конкурентными предложениями.

Важно отметить, что структура, при которой клирингом конкретного класса деривативов заняты два и более центральных контрагента, получила одобрение законодателей и регуляторов США и ЕС. При условии, что количество предложений останется ограниченным, конкуренция между центральными контрагентами отвечает потребностям клиентов, которые опасаются операционных рисков, связанных с тем, что клиринг по всему объему их сделок будет сосредоточен в руках одного провайдера, но при этом не готовы нести расходы и столкнуться с проблемами, вытекающими из работы с несколькими провайдерами. И до тех пор пока на рынке будут появляться новые компании и составлять конкуренцию существующим игрокам, есть все основания полагать, что создаваемые структуры будут эффективными и экономичными.

Что касается клиринга фьючерсов, здесь тенденция к созданию вертикально интегрированных структур носит неуклонный и глобальный характер. Утвердившаяся в США в качестве стандарта модель группы CME стала эталоном для фьючерсных рынков Азии и Латинской Америки. В Европе решение группы NYSE Euronext создать в 2010 году собственные клиринговые палаты по дериватам и ценным бумагам загнало последний гвоздь в крышку гроба «горизонтальной» структуры на рынке клиринга фьючерсов.

Что касается клиринга акций, то необходимо отметить различия между подходами, принятыми в США и в Европе. Успешно победив в 2009 году своего конкурента NASDAQ, DTCC осталась монополистом на рынке клиринговых услуг, которые она оказывает практически по себестоимости для огромного числа интенсивно конкурирующих друг с другом американских трейдинговых площадок. Ее монополия на клиринговые услуги защищена

законодательством в области торговли и клиринга акций и облигаций с середины 1970-х годов.

В Европе, где MiFID отменила регулирование финансовых рынков и стимулировала развитие конкуренции в секторах клиринга и трейдинга, клиринговый бизнес растет как на дрожжах. Растет количество европейских центральных контрагентов, осуществляющих клиринг акций на рынке, где многосторонним торговым площадкам, утвержденным MiFID, удалось обойти препятствия для трансграничной торговли акциями. Вследствие сильной конкуренции центральные контрагенты по акциям в Европе оказались вынуждены снижать цены и бороться за выживание.

Принятое в мае 2010 года решение NYSE Euronext об учреждении собственных клиринговых палат в Лондоне и Париже сыграло роль катализатора. Парадоксально, но это решение возродило идею о консолидации раздробленной инфраструктуры европейского рынка. Внезапно все центральные контрагенты начали вести друг с другом переговоры, опасаясь упустить новые возможности. Вскоре некоторые ведущие мировые биржи вступили в тайные переговоры, результатом которых стали грандиозные планы слияния, и в случае реализации этих планов клиринговый бизнес Европы претерпит кардинальные изменения.

В феврале 2011 года, когда эта книга готовилась к печати, группа Лондонской фондовой биржи и группа Фондовой биржи Торонто объявили о подписании соглашения о слиянии. Через 24 часа после их совместного заявления последовала новость о том, что Deutsche Börse и NYSE Euronext также планируют слияние, в результате которого возникнет крупнейшая в мире по размеру прибыли биржевая группа с мощными расчетно-клиринговыми возможностями. Если этим планам суждено сбыться, то союз Deutsche Börse и NYSE Euronext приведет к отказу от идеи создания центральных контрагентов NYSE Euronext в Европе и использованию вместо них для клиринга и риск-менеджмента инфраструктуры Deutsche Börse. Тем временем LSE и TMX изучали возможность

расширения собственных клиринговых операций с целью наладить операционное взаимодействие через Атлантику.

Аналогичная волна слияний в период с 1999 по 2004 год оставила европейский постторговый сектор в крайне раздробленном состоянии. Но сейчас, в посткризисных условиях, с новыми лидерами делового мира и грядущим новым законодательством ЕС, ситуация кардинально иная. Но даже в этом случае в Европе все равно остались препятствия для консолидации центральных контрагентов – 12 лет спустя после того, как ЕС приняла комплекс мероприятий, целью которого было создание единого рынка финансовых услуг.

В отличие от США, где есть единый рынок, четко разделенный на сектора в зависимости от финансовых продуктов, по которым проводится клиринг, в Европе рынок по-прежнему разделен по национальным границам, внутри которых существуют дополнительные барьеры в виде различий в правовых системах и законах о банкротстве, надзорных практик, а порой – в виде протекционизма и местничества. И барьеры эти пока устойчивы.

Но несовершенство рынков клиринговых услуг и в США, и в Европе, кроме всего прочего, является следствием невмешательства антимонопольных органов в функционирование данного сектора. В какой-то момент казалось, что Генеральный директорат ЕС по вопросам конкуренции выступит против вертикально интегрированных структур; но вся его решимость иссякла в 2006 году, когда Германия ясно дала понять, что заблокирует любые попытки регулирования в сфере расчетно-клиринговых услуг, угрожающие сложившейся вертикальной структуре группы Deutsche Börse. Недавний отчет, содержащий резкую критику вертикальных структур на американском фьючерсном рынке, представленный в 2008 году департаментом Министерства юстиции США, был немедленно отвергнут на высшем уровне.

В целом антимонопольные органы по обе стороны Атлантики демонстративно отошли от участия в проблемах клиринга. Вопрос,

появится ли у них желание или стимул работать в этом направлении в сильно изменившихся посткризисных условиях, все еще остается открытым.

Пока ситуация неоднозначна. Чтобы мотивировать конкуренцию, Еврокомиссия включила положение об операционном взаимодействии европейских рынков акций в свои законодательные предложения по сектору клиринга. На момент их подготовки CFTC выказала определенное намерение предоставить конкуренту группы CME – Электронной бирже ликвидности (ELX) – доступ к открытым позициям CME на основании правил ELX «Об обмене фьючерсов на фьючерсы».

Но в Европе операционное взаимодействие всегда может быть заблокировано регуляторами, как доказала возникшая после октября 2009 года тупиковая ситуация с внедрением соглашений по взаимодействию, принятых в тот год LCH.Clearnet, SIX x-clear, EMCF и EuroCCP. Предлагаемые ЕС Правила также не смогут радикально изменить ситуацию.

В США все говорит о том, что попыткам ELX и других конкурентов подорвать доминирующее положение вертикально интегрированной группы CME не суждено увенчаться успехом, если только Конгресс или кто-либо из регуляторов не сочтет необходимым вмешаться в ситуацию.

Попытки достичь оптимального уровня конкуренции никогда не относились к числу легких задач. Что касается клиринга, то с момента акционирования бирж с их интегрированными центральными контрагентами (при наличии последних) проблемы только нарастали. После превращения бирж в коммерческие структуры в 1990-е годы и в начале XXI века так совпало, к несчастью, что регуляторы заняли нейтральную позицию по отношению к структуре клиринговых палат, а антимонопольные органы не требовали от операторов клиринговых палат создания «единых правил игры». Трансформация клиринговой индустрии –

дело почти нереальное, пока власти отвергают для себя возможность вмешательства в дела бизнеса.

И все же, поскольку воспоминания о финансовом кризисе еще свежи, а суверенный долговой кризис государств еврозоны создает все новые проблемы, трудно обвинять политиков, регуляторов и профессионалов клиринга в том, что они, пытаясь найти адекватный баланс между безопасностью и конкуренцией в клиринговом секторе, отклонились в сторону безопасности.

Кажется просто аномальным – если не нарушением естественного хода вещей – то, что «сдвиг парадигмы» от рыночной либерализации к приоритету безопасности, заявленный регуляторами после банкротства Lehman и описанный в этой части книги, совпал по времени с мощным уравнивающим импульсом. В частности, когда пошла новая волна регулирования деятельности клиринговых палат, европейские центральные контрагенты по акциям все еще пытались справиться с последствиями мер, направленных на усиление конкуренции и конкурентоспособности на финансовых рынках, под флагом которых прошло более двадцати лет дерегулирования – с 1980-х годов до начала финансового кризиса 2007 года.

Окончательно избавиться от рисков не удалось. На сегодняшний день центральные контрагенты пришли к тому, что нельзя конкурировать за счет управления рисками, и это хороший признак. Но, несмотря на протестующие возгласы о том, что «такого не может быть никогда», соблазн клиринговых палат быть втянутыми в «гонку уступок» в сфере стандартов управления рисками еще не преодолен.

Хотя центральные контрагенты хорошо показали себя во время и после дефолта Lehman, определенную роль в этом сыграла простая удача.

С тех пор они успели вступить на неисследованные земли клиринга кредитных дефолтных свопов, что поставило важные вопросы перед руководителями клиринговых палат, участниками клиринга и регулирующими органами. Сможет ли рынок справиться

с ситуацией, если у центральных контрагентов, занимающихся клирингом таких инструментов, как кредитные дефолтные свопы с их нестандартными рисками неожиданного дефолта, возникнут трудности?

Данный вопрос тянет за собой целый ряд неоднозначных моментов. Корректно ли предоставлять центральным контрагентам, работающим на благо общества (и неплохо на этом зарабатывающим), доступ к средствам кредиторов последней инстанции – центробанков – или даже полную поддержку государства на случай кризиса? Или же удар должны принять на себя их владельцы и/или паевые участники гарантийного фонда?

Хотя председатель CFTC Гари Дженсер постоянно напоминает американской аудитории, что еще ни одна клиринговая палата США, обслуживающая фьючерсные рынки, не потерпела крах, ситуация в других странах может быть иной.

Тот важный факт, что центральные контрагенты аккумулируют у себя риски, неоднократно обсуждался в данной книге. Клиринг с участием центральных контрагентов не является гарантией отсутствия риска. Процедура клиринга нацелена на контроль рисков, которые затем аккумулируются у центральных контрагентов и распределяются между членами клиринговой палаты.

В подобных обстоятельствах неудивительно, что менеджеры по системным рискам ряда ведущих финансовых институтов мира внимательно изучают положения о гарантийном фонде центральных контрагентов, которые проводят клиринг для их компаний, чтобы четко понимать степень ответственности центральных контрагентов в случае дефолта. Таким же образом регуляторы, разрабатывающие новые законы для центральных контрагентов, обращают самое пристальное внимание на «каскад защитных мер», пытаюсь разобраться, кто, сколько и когда должен заплатить в случае банкротства.

Поскольку центральные контрагенты не свободны от рисков, каким образом их можно снизить?

Первая линия обороны – это скромность. Клиринг – не панацея для устранения последствий кризиса. Не все внебиржевые инструменты пригодны для клиринга. Безопасность центральных контрагентов может быть поставлена под угрозу, если от них потребуются клиринг комплексных, неликвидных финансовых продуктов, чью реальную стоимость определить довольно сложно. Центральные контрагенты представляют собой лишь один из компонентов оздоровления мировой финансовой системы. Другие инфраструктуры и процессы, в том числе создание общих баз данных по сделкам и сжатие портфелей, также играют важную роль в деле снижения рисков.

Закон Додда – Франка и предложения Еврокомиссии подтверждают, что клиринг – это не магическая серебряная пуля. Дальше важно помнить об этом принципе, применяя законы, которые регулируют обращение внебиржевых деривативов и деятельность центральных контрагентов, и решая, какие деривативы подлежат клирингу.

Следующая линия обороны проходит в области взаимодействия между руководителями центральных контрагентов и их регулируемыми органами. В последние годы произошли революционные перемены и сотрудничество между регуляторами и клиринговыми палатами стало гораздо теснее. Сегодня жизнь руководителей центральных контрагентов, регулирующих и надзорных органов переплетена настолько тесно, как никогда ранее.

Контраст между условиями, существовавшими столетие назад, когда на зарождавшихся товарных рынках Европы стали возникать такие клиринговые палаты, как LPSN, и тем, что происходит сейчас, просто разителен. Если верить протоколам заседаний совета LPSN³, директора клиринговой палаты даже не задумывались о регулирующих органах почти четверть века, начиная с основания LPSN и до Первой мировой войны, когда британские власти взяли на себя контроль над торговлей товарами и сырьем.

Сегодня руководители и члены совета директоров центральных контрагентов вынуждены находиться в постоянном контакте как с национальными, так и с зарубежными регулирующими и надзорными органами. Их взаимодействие стало настолько тесным, что его без преувеличения можно назвать «симбиозом».

Председатель и президент ICE Джеффри Шпрехер рассказывал, как регуляторы толпой стекались в ICE Trust – клиринговую палату группы ICE, чтобы научиться клирингу по кредитным дефолтным свопам. В результате биржа вынуждена была найти новое помещение:

Мы вынуждены были переехать в новый офис, чтобы обеспечить регуляторам достаточно места для работы.< ...> Я думаю, это наглядно демонстрирует, что нас ожидает при работе с каждым биржевым классом активов, проходящим через клиринговые палаты. Это значит, что контроль за соблюдением нормативных требований, осуществляемый сейчас на уровне бирж, должен будет опуститься на уровень клиринговых палат или по меньшей мере дублироваться там. Так что на уровне клиринговых палат также будет осуществляться контроль за соблюдением нормативных требований⁴.

Сегодня топ-менеджеры центральных контрагентов должны не только учитывать интересы клиентов, бирж и других организаций, создающих продукты для клиринга; им также приходится налаживать тесные контакты, основанные на доверии и понимании, с регулирующими и надзорными органами. Более того, поскольку лобби имеет огромное влияние в сфере регулирования и нормотворчества, тот же принцип распространяется и на отношения с политиками, разрабатывающими законы.

Но проблемы, стоящие перед центральными контрагентами, на этом не заканчиваются. Еще одна из них – это поиск талантливых,

опытных лидеров, умеющих видеть «большую картину», что крайне необходимо для управления растущей индустрией в сложных условиях современного мира.

Другая проблема – как отправить на заслуженный отдых подразделения, скомпрометировавшие взаимоотношения между некоторыми клиринговыми палатами, их владельцами и клиентами. Менеджерам необходимо устранить культурную разобщенность между биржами и инвестиционными банками, которая подорвала, а порой и полностью разрушила хрупкие трехсторонние взаимоотношения между клиринговыми организациями, пользователями и торговыми площадками, когда в конце прошлого века и в начале нового биржи превратились из кооперативных в коммерческие структуры.

И все же имеются некоторые обнадеживающие признаки. Ограничения на право голоса для клиринговых палат, предложенные CFTC, получили громкий резонанс во всем мире, сделав предупредительный выстрел в сторону любых авантюр вроде «попытки Lily» и их разрушительных последствий. Хотя в этом направлении не удалось добиться значительных успехов, попытки биржевых лидеров найти общую почву с дилерским сообществом, возродив кооперативную структуру собственности или применяя принцип «шкуры в игре», продемонстрировали правильность общего курса.

Возможно, еще более важным фактором стал обмен бывшими сотрудниками Goldman Sachs между биржами, клиринговыми палатами и инвестиционными банками, в результате которого появилась сеть, охватившая многие организации. Так, в 2007 году пост главы NYSE Euronext занял Дункан Нидерауэр, проработавший 22 года в Goldman Sachs. До того как в 2009 году стать главой Лондонской фондовой биржи, Ксавье Роле восемь лет проработал в Lehman Brothers, а до этого – в Goldman Sachs, где они с Нидерауэром имели возможность хорошо узнать друг друга. Еще

один выходец из Goldman Sachs, Роджер Лиддел, с 2006 по 2011 год возглавлял LCH.Clearnet.

Однако в случае кризиса центральные контрагенты вынуждены будут обходиться собственными ресурсами. И если риск-менеджмент и структура управления центральными контрагентами потерпят крах, их не спасут ни общая ДНК с биржами и пользователями, ни теплые отношения с политиками и регуляторами.

После кризиса фондового рынка в октябре 1987 года в этом направлении были достигнуты серьезные успехи. «Это произошло, когда мы осознали, что занимаемся риск-менеджментом, а не просто обработкой сделок», – вспоминает Рори Каннингем, председатель Европейской ассоциации клиринговых палат – центральных контрагентов (EACH) и директор по связям с общественностью LCH.Clearnet⁵.

За два десятилетия, прошедших с 1987 года, центральные контрагенты извлекли полезные уроки из череды катаклизмов и кризисов на финансовых рынках. Комиссии по разработке стандартов, такие как CPSS – IOSCO, и группы регуляторов, такие как ESCB – CESR, представили рекомендации, в соответствии с которыми необходимо привести существующие практики. Вопросам управления клиринговых палат уделяется большое внимание в нормативных документах, утвержденных или внесенных на рассмотрение в течение 2010 года. Из 72 статей «Требований к центральным контрагентам» целых 27 посвящены предложениям Еврокомиссии от сентября 2010 года по регулированию центральных контрагентов, внебиржевых деривативов и торговых репозиторий.

В то время как мировая экономика в сентябре 2008 года двигалась к пропасти, проделанная в прошлом работа помогла центральным контрагентам выстоять перед лицом катастрофы. Клиринговые палаты успешно пережили банкротство Lehman Brothers. И теперь, когда мир движется вперед в неизведанное будущее, есть надежда, что так оно и будет происходить дальше.

Приложения

Приложение 1. Примечания

Часть I. «Расчищая» последствия кризиса

1. Сомнительные герои

1. Обращение к Форуму руководителей Депозитарной и трастовой клиринговой корпорации, 29 октября 2008 года.
2. Выступление Терренса Даффи перед Комитетом Сената по сельскому хозяйству, продовольствию и лесному хозяйству, 14 октября 2008 года.
3. Беседа с автором, 12 января 2009 года.

2. Клиринговая палата – центральный контрагент нового времени

1. Более подробно об этом см. в разделе 2.5.
2. 2 023 838 000 сделок в 2008 году, включая сделки по производным биржевым инструментам, электроэнергии, перевозкам, межбанковским процентным свопам, ценным бумагам, товарам, а также облигациям и РЕПО, деноминированным в евро и фунтах стерлингов.
3. Это определение содержится в отчете по международным расчетам «Клиринговые операции по биржевым производным инструментам», март 1997 года.
4. Эндрю Холдейн, выступление на форуме Ассоциации студентов финансовых факультетов в Амстердаме «Переосмысление сущности финансовой сети», апрель 2009 года. В докладе мировая финансовая система представлена как «сложная адаптивная система», где «взаимосвязи являются усилителями, а не нейтрализаторами шока, возникающего при каскадном возрастании убытков».

5. Эндрю Холдейн, выступление на тему «Малые уроки, извлеченные из большого кризиса» на 45-й ежегодной конференции «Реформирование финансового регулирования» Федерального резервного банка Чикаго, май 2009 года.

6. Например, ICE – оператор торговых площадок и клиринговых палат – делает взносы в гарантийные фонды ICE Clear Europe (его центрального контрагента в Лондоне) и ICE Trust (его центрального контрагента по кредитным дефолтным свопам, клиринг которых ICE Trust осуществляет с 2009 года). См. разделы 17.4 и 19.2.

7. По данным годового отчета LCH.Clearnet за 2008 год.

8. В марте 2007 года Комитет по системам платежей и расчетов Банка международных расчетов заявил о «нововведениях в системах клиринга и расчетов по внебиржевым деривативам», согласно которым участники SwapClear должны иметь 5 млрд долл. капитала первого уровня и портфель по свопам в размере 1 млрд долл. Для сравнения: клиринговая палата Eurex в IV квартале 2008 года заявила о том, что минимальный размер капитала компании – заявителя о получении лицензии для ведения деятельности в качестве общего участника клиринга на фондовой бирже Франкфурта – должен составлять 25 млн евро.

9. См. часть V.

10. Простой пример свопа – это обмен доходами контрагентов; с одной стороны – доходом по фиксированной процентной ставке, с другой – доходом по плавающей ставке.

11. В мае 2010 года клиринговая палата LCH.Clearnet объявила о том, что ее служба SwapClear впервые осуществила клиринг процентного свопа со сроком погашения 50 лет (LCH.Clearnet Group, 12 мая 2010 года). SwapClear обрабатывает процентные свопы со сроком погашения до 50 лет в долларах США, евро и фунтах стерлингов и до 30 лет – в австралийских и канадских долларах, японских иенах, швейцарских франках и шведских кронах.

12. Deutsche Börse Group. Отчет «Мировой рынок деривативов. Данные за I квартал 2008 года».

13. Термин «акция» имеет несколько значений в зависимости от юрисдикции его применения. Например, в США акция является частью акционерного капитала, а термин «фондовая биржа», как правило, обозначает биржу, где обычно торгуются акции. В Великобритании «заемная акция» является видом облигации (которые также торгуются на фондовых биржах). В настоящей книге термины «акция» и «акционерный капитал» являются взаимозаменяемыми, если не указано иное.

14. Более подробно о роли и развитии международных центральных депозитариев ценных бумаг и центральных депозитариев ценных бумаг на современных финансовых рынках рассказывается в книге автора «Сантехники и провидцы. Расчеты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок» (издана в России: М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012).

15. Morris, Virginia B. and Goldstein, Stuart Z. Guide to Clearance & Settlement: An introduction to DTCC, 2009.

16. Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам гарантирует заключение сделок по корпоративным акциям, корпоративным и муниципальным облигациям. Согласно годовому отчету за 2009 год, DTCC работает над тем, чтобы предоставить гарантию к моменту подтверждения сделки в день торгов (Т) для Национальной клиринговой корпорации, Клиринговой корпорации по ценным бумагам с фиксированным доходом и New York Portfolio Clearing. NSCC проводит неттинг по сделкам, по которым является контрагентом с расчетами по схеме T+2.

17. Структура тарифа, однако, может быть сложной и почти не поддается сравнению по различным клиринговым палатам. В некоторых случаях, когда предпочтительнее низкая плата за услуги, центральный контрагент увеличивает свои доходы за счет взимания штрафов с тех участников клиринга, чьи сделки не проходят. Клиринговые палаты по-разному решают и вопрос с провалом сделок.

18. См. разделы 20.1 и 20.2.

19. Базельский комитет по банковскому надзору, «Международная конвергенция параметров и нормативов капитала», полная версия, июнь 2006 года.

20. Комментарии Европейской ассоциации клиринговых палат на сообщение Еврокомиссии «Повышение надежности внебиржевых рынков деривативов», июль 2009 года.

21. Как отмечается в пресс-релизе Банка международных расчетов, «группа управляющих и высшее руководство надзорных органов достигли соглашения по пакету реформ в отношении требований о достаточности капитала и ликвидности, предложенного Базельским комитетом», 26 июля 2010 года. См. также раздел 21.3.

22. Согласно данным ежегодного отчета DTCC за 2009 год, Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам, подразделение DTCC, доложила о том, что ее коэффициент неттинга составил 99 % в 2008 году, когда объем сделок, нуждающихся в закрытии, сократился до 2,9 с 315,1 млрд долл. В 2009 году неттинг снизил количество финансовых расчетов на 98 % с 209,7 до 5 млрд долл.

23. См. разделы 13.4 и 17.4.

24. Чикагская торговая палата (CBOT) не входила в состав биржи. Но, являясь независимой корпорацией, BOTCC была эффективно интегрирована с CBOT на протяжении всего XX века. См. разделы 7.4 и 7.5, а также главу 13.

25. Например, речь директора Чикагской товарной биржи Крейга Донахью «Эффективные дилерские и расчетные системы – это рыночное решение» на 10-й Европейской конвенции по финансовым рынкам, Цюрих, июнь 2006 года.

26. Семь рынков опционов и пять бирж по фьючерсам в конце 2009 года. Годовой отчет Опционной клиринговой корпорации за 2009 год.

27. См. разделы 8.6 и 8.7.

28. См. главу 20.

29. См. раздел 21.2.

30. CPSS – IOSCO – Комитет по платежным и расчетным системам (CPSS), созданный на базе Банка международных расчетов в Базеле, и Технический комитет Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) в Мадриде. Европейская система центральных банков и Комитет европейских регуляторов по ценным бумагам разрабатывают рекомендации для Евросоюза.

31. Беседа с автором, 7 октября 2008 года.

3. Самое крупное банкротство

1. Согласно утверждениям представителей PricewaterhouseCoopers (Великобритания), этими тремя компаниями были LehmanBros, которая предоставляла услуги в Великобритании и в штате которой работали все сотрудники, Lehman Brothers Holdings PLC – холдинг-посредник, владеющий акциями подразделений, занимающихся инвестиционно-банковской деятельностью и управлением активами, и LB UK RE Holdings – холдинг-посредник, у которого было много проектов по инвестициям в недвижимость.

2. Статья Эндрю Говерса, бывшего руководителя подразделения корпоративных связей с Европой и Азией Lehman Brothers в Sunday Times, 21 декабря 2008 года.

3. Комментарии на конференции, организованной Лондонской школой экономики. Лондон, 19 января 2009 года.

4. LIFFE – первоначальная аббревиатура London International Financial Futures Exchange (Лондонской международной биржи финансовых фьючерсов). Писалась заглавными буквами до того момента, пока в январе 2002 года биржу не приобрела Euronext. Хотя аббревиатура LIFFE продолжала использоваться для целей регулирования, международные рынки деривативов Euronext назывались Euronext.liffe. После слияния Euronext и Нью-Йоркской фондовой биржи в 2007 году название биржи изменилось на NYSELiffe.

5. Беседа с автором, 7 октября 2008 года.

6. Беседа с автором, 9 декабря 2008 года.

7. SwapClear и OTCDerivNet увеличили количество своих участников с момента кризиса, но все равно остаются сравнительно небольшими структурами. См. главу 19.

8. Доклад Роджера Лиддела, директора LCH.Clearnet, в Палате лордов на заседании Комитета по делам Европейского союза

«Будущее регулирование рынков деривативов. На правильном ли пути Евросоюз?», 9 февраля 2010 года.

9. Беседа с автором, 7 октября 2008 года.

10. Беседа с автором, 7 октября 2008 года.

11. Согласно данным Банка международных расчетов, 356,8 трлн долл. на конец июня 2007 года. Отчет «Трехлетние и полугодовые обзоры позиций на международных рынках по внебиржевым деривативам на конец июня 2007 года», ноябрь 2007 года.

12. Годовой отчет LCH.Clearnet за 2007 год.

13. LCH.Clearnet, 8 октября 2008 года: «Ситуация по внебиржевым сделкам по процентным свопам на сумму 9 трлн долл., по которым Lehman Brothers объявил дефолт, успешно разрешена».

14. Все высказывания Кристофера Хемона в этой главе: беседа с автором, 9 декабря 2008 года.

15. См. раздел 16.1 об организационной структуре LCH.Clearnet Group и ее дочерних компаний.

16. Уведомление для биржи и клиринговой палаты о сайте внешнего управляющего LBIE – PwC: www.pwc.co.uk, 25 сентября 2008 года (доступ с 10 декабря 2010 года).

17. Европейская многосторонняя клиринговая палата (EMCF). В это время Fortis продолжал действовать как частный бельгийско-голландский финансовый конгломерат. Через несколько недель Fortis пришлось спасти правительствам Голландии, Бельгии и Люксембурга. Впоследствии они были вынуждены заняться национальными подразделениями. Голландское подразделение, бóльшая часть акций которого принадлежала EMCF, позднее была переведена в ABN AMRO Bank NV.

18. EuroCCP – European Central Counterparty.

19. Беседа с автором, 3 декабря 2008 года.

20. Беседа с автором, 16 сентября 2008 года.

21. Международный идентификационный код ценных бумаг, состоит из 12 цифр и присваивается каждой ценной бумаге.

22. DTCC, пресс-релиз «DTCC успешно закрыла банкротство Lehman Brothers», 30 октября 2008 года.

23. Беседа с автором, 25 сентября 2008 года.

24. Антон Валукас, Отчет о Lehman Brothers Holdings для Суда по банкротству США Южного округа Нью-Йорка, сокращенная версия от 12 марта 2010 года, полная версия от 14 апреля 2010 года.

25. Например, Reuters 'Firms leaped windfalls in Lehman auction examiner', 14 апреля 2010 года.

26. DTCC, 30 октября 2008 года.

27. Беседа с автором, 12 января 2009 года.

28. Презентация на Форуме руководства DTCC, 29 октября 2008 года.

29. 14 млн долл. по обменному курсу на 15 сентября 2008 года.

30. См. раздел 9.4.

31. НКЕх, январь 2009 года.

32. CCP12, «Управление дефолтом центрального контрагента и крах Lehman Brothers», апрель 2009 года.

33. CESR, «Дефолт Lehman Brothers. Оценка воздействия на рынок», 23 марта 2009 года.

34. Доклад на конференции, организованной Лондонской школой экономики, 19 января 2009 года.

35. PwC, «Незакрытые сделки – обзор рынка» – сообщение о ситуации с LBIE (при внешнем управлении), 7 ноября 2008 года.

36. Merrill Lynch Europe, «Лондон лидирует в изменяющемся мире – обзор конкурентоспособности лондонского финансового центра», 12 декабря 2008 года.

37. Автор, стремясь как можно более объективно показать, как внешние управляющие действовали в отношении требований части VII Закона о компаниях в редакции 1989 года, обратился с просьбой об интервью к Тони Ломасу. Г-н Ломас дал свое согласие. Однако позднее его секретариат сообщил по электронной почте, что г-н Ломас не может прийти на встречу. Последующие запросы автора о проведении интервью остались без ответа.

38. Bank of England, «Отчет о контроле систем платежей за 2008 год», вып. № 5, апрель 2009 года.

39. Доклад Роджера Лиддела в Палате лордов на заседании Комитета по делам Европейского союза, 9 декабря 2010 года.

40. Беседа с автором, 22 декабря 2009 года.

Часть II. Клиринг с участием центрального контрагента: становление системы

4. Ранняя история клиринговых операций

1. Swan, Edward. Building the Global Market: A 4000 year history of derivatives, 2000. О становлении городов в регионе «плодородного полумесяца» см.: Leick, Gwendolyn. Mesopotamia: The Invention of the City, 2002.

2. Teweles, Richard J., Harlow, Charles V. and Stone, Herbert L. The Commodity Futures Game, 1974.

3. Conant, Charles A. Principles of Money and Banking. Vol II, 1905.

4. Ярмарки проводились в Пьяченце, Нови-Лигуре и Сестри Леванте. См.: Genoa and the History of Finance: A series of firsts? Доступно на сайте www.giuseppefelloni.it (по состоянию на 3 декабря 2010 года). Краткое содержание этой работы см.: Boland, Vincent. 'Banking: The first chapter'. FT Weekend Magazine, 18–19 апреля 2009 года.

5. Gelderblom, Oscar and Jonker, Joost. Amsterdam as the cradle of modern futures and options trading, 1550 to 1650, 2005. См. также: Chancellor, Edward. Devil Take the Hindmost, 1999.

6. Голландское название компании – Verenigde Oost-Indische Compagnie.

7. Den Heijer, Henk. The VOC and the Exchange, 2002.

8. Автор основывался на издании Confusion des Confusiones, 1996. Перевод текста де ла Веги сопровождается исправленной версией труда Чарльза Маккея «Невероятные иллюзии и безумие толп».

В книге содержится также предисловие Германа Келленбенца к работе де ла Веги, впервые опубликованное в 1957 году.

9. Согласно информации Cheque & Credit dealing Company, www.chequeandcredit.co.uk (по состоянию на 1 декабря 2010 года).

10. Не путать с современной компанией с таким же названием, которая в настоящее время является частью LCH.Clearnet.

11. Jevons, William Stanley. Money and the Mechanism of Exchange, 1875. Джевонс приводит несколько примеров, подтверждающих, что на долю чеков и векселей в то время приходилось от 68 до 97 % банковских платежных операций.

12. История Железнодорожного клирингового дома хорошо задокументирована, поскольку очень скоро компания попала под пристальное внимание Парламента, а деятельность ее начала регулироваться Актом о Железнодорожных дилерских домах, принятым в 1850 году.

13. Город назван по имени реки Дэдзима. Не путать с островом Дэдзима в бухте Нагасаки, который с 1641 года был голландским торговым портом и служил штаб-квартирой компании VOC в Японии (см. раздел 4.2), являясь единственным местом в Японии, куда допускались иностранцы. Воспользовались ли клиринговые палаты города Дэдзимы опытом голландских торговцев, автору неизвестно.

14. Схожие выводы относительно рыночных правил Дэдзимы – в следующих работах: Poitras, Geoffrey. The Early History of Financial Economics: 1478–1776; Teweles, Richard J., Harlow, Charles V. and Stone, Herbert L. The Commodity Futures Game, 1974.

15. Poitras, Geoffrey. The Early History of Financial Economics: 1478–1776.

16. Цифры, отражающие клиринговую активность, взяты из работы Пуатраса The Early History of Financial Economics, а также из статьи Матао Мийямото «Рисовая биржа Дэдзима. Первый в мире рынок товарных фьючерсов», Journal of Japanese Trade and Industry, 1999 и выступления президента и CEO Федерального резервного банка Чикаго Майкла Москоу на Объединенной конференции

Европейского центрального банка и Федерального резервного банка Чикаго «Вопросы деятельности центральных клиринговых контрагентов», Франкфурт.

17. Schaede, Ulrike. 'Forwards and futures in Tokugawa-period Japan. A new perspective on the Dojima rice market'. *Journal of Banking and Finance*. Эту статью также можно найти в книге *The Japanese Economy in the Tokugawa Era, 1600–1868*. Профессор Шеде, изучавшая рисовый рынок Дэдзимы и дилерскую систему в 1980-е года в Институте монетарных и экономических исследований банка Японии, представила автору свои ценные замечания.

18. См.: Sano, Zensaku and Ima, Sentaro. 'Commodity exchanges in Japan'. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 1931. Имеется небольшое различие между торговлей в целях получения прибыли за счет ценовой разницы, где не предполагается поставка товара как такового, и выплатой ценовой разницы при урегулировании торговой сделки в результате неттинга. Это описано ранее в главе, рассказывающей о «гостиничных» торговых клубах Голландии XVII века.

19. Rees, Graham L. *Britain's Commodity Markets*, 1972.

20. Ellison, Thomas. *The Cotton Trade of Great Britain*, 1886.

21. Эллисон постоянно называет этот счет «счетом брокеров» (broker's account), желая дать понять, что в Английском банке существовал единый счет для множества брокеров.

22. К 1836 году все больше зерна доставлялось на восток через Великие озера и Буффало по каналу Эри, а не на юг по Миссисипи в Новый Орлеан. См.: Santos, Joseph. 'A History of Futures Trading in the United States'. *EH Net Encyclopaedia*, 2008. <http://eh.net/encyclopaedia/aiticle/Santos.futures> (по состоянию на 3 декабря 2010 года).

23. Moser, James T. 'Origins of the modern exchange clearinghouse'. *Working Paper Series, Issues in Financial Regulation*, 1994.

24. Thistlethwaite, Frank. *The Great Experiment*, 1955.

25. Lurie, Jonathan. The Chicago Board of Trade 1859–1901. Автор выражает благодарность Деннису Даттереру, который указал на то, что процедуры Чикагской товарной биржи часто приводятся в качестве примеров концепций саморегулирования, установленных законодательством США.

26. См. раздел 7.1.

27. Boyle, James Ernest. Speculation and the Chicago Board of Trade, 1920.

28. Федеральная комиссия по торговле. Отчет о торговле зерном Федеральной комиссии по торговле. Т. 5, 1920.

29. Там же.

30. CCorp. A History: Trusting, Growing, Leading, Clearing, 2006.

31. Moser, James T. 'Origins of the Modern Exchange Clearinghouse'. Working Paper Series, Issues in Financial Regulation, 1994.

32. Слова лорда Стэнли-Олдерли, произнесенные им во время дебатов по фьючерсным рынкам в Палате лордов 1 мая 1896 года и процитированные в Hansard (официальном отчете о заседаниях парламента Соединенного Королевства).

33. «Товарная биржа против Зерновой и Товарной компании Кристи», дело 198 US 236. Решение по делу принято 8 мая 1905 года.

5. Европейские новшества

1. Население Гавра выросло более чем вдвое – с 56 500 жителей в 1853 году до 130 200 в 1901 году.

2. Lacombe, Robert. *La Bourse de Commerce du Havre (Marchés de Cotonnet de Café)*, 1939. Лакомб был служащим отделения Французского банка в Гавре. Он написал свой труд, основываясь не только на собственном опыте, но и на большом количестве документов. К сожалению, они были уничтожены во время бомбардировок немецкой и союзной авиации. Один из экземпляров книги Лакомба хранится в городском архиве Гавра.

3. См. первое издание *Financial Times* от 13 февраля 1888 года и передовую статью *Mincing Lane in feeble form*.

4. См. раздел 7.3.

5. Storry, Richard. *A History of Modern Japan*, 1960.

6. De Lavergne, A. 'Commodity Exchange in France'. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 1931.

7. Возможно, в ее основу легла существовавшая ранее клиринговая палата, которая была основана в 1867 году, до того как возникла торговля фьючерсами, для регистрации и учета операций с хлопком и другими товарами на городских товарных рынках, где операции шли за наличный расчет.

8. В годы перед Первой мировой войной английский фунт стерлингов был ведущей валютой, принятой в мировой торговле, и равнялся 25 франкам.

9. Becker, Ursula. *Kaffee Konzentration: Zur Entwicklung und Organisation des Hanseatischen Kaffeehandels*, 2002.

10. Rufenacht, Charles. *Le Café et les Principaux Marchés de Matières Premières*, 1955.

11. Правила и подзаконные акты клиринговых палат дают возможность получить хорошее представление об операциях европейских дилеров в конце XIX века. Сохранились экземпляры

«Правил ведения фьючерсного кофейного бизнеса» от мая 1888 года Лондонской продуктовой клиринговой палаты, а также «Правил фьючерсных поставок кофе из Рио-де-Жанейро» от июля 1893 года. Методы, принятые на вооружение CLAM и Warenliquidationskasse, были описаны в изданной в США в 1896 году работе Генри Кросби Эмери *Speculation on the Stock and Produce Exchanges of the United States*, а также в немецком энциклопедическом словаре *Brockhaus Konversationslexikon* (14-е издание), вышедшем в 1892–1895 годах.

12. Eberhardt, Jörg and Mayrhofer, Thomas. 'Die Entwicklung der Magdeburger Börse'. Jahresbericht, Studentischer Börsenverein Magdeburg e V, 2001–2002.

13. Geljon, P. A. 'Termijnhandel in Nederland', 1988. Опубликовано в *Termijnhandel en termijnmarkten*, Deventer, Kluwer. Данные о функционировании клиринговых палат в Нидерландах также базируются на информации, полученной в телефонном разговоре с Пьетом Гелионом 4 июня 2009 года и следующих документальных источниках: 50-й Ежегодный отчет Клиринговой палаты Амстердама за 1937 год; Ежегодный отчет Банка Mees & Hope NV за 1987 год. В ознаменование столетней годовщины клиринговых палат Амстердама и Роттердама Гелион составил сводную справку о событиях 1887–1888 годов.

14. Оплаченный капитал Клиринговой палаты Амстердама увеличивался поэтапно – с 500 000 флоринов в 1895 году до 3 млн в 1912-м и 8 млн в 1926 году. Позднее палата занялась клирингом других товаров и в итоге превратилась в банковское учреждение, сменив в 1940 году свое название на Амстердамский товарный банк.

15. Becker, Ursula. *Kaffee Konzentration: Zur Entwicklung und Organisation des Hanseatischen Kaffeehandels*, 2002.

16. Weber, Max. *Die Börse. Gesammelte Aufsätze zur Soziologie und Sozialpolitik*, 1988.

17. Цитируется по ежегодному отчету банка Mees & Hope NV за 1897 год.

18. Baehring, Berndt. Börsen-Zeiten, 1985.

19. Emery, Henry Crosby. 'Speculation on the Stock and Produce Exchanges of the United States'. Studies in History, Economics and Public Law. Vol. 7. № 22, 1897. Там же содержится подробное описание Börsengesetz.

20. Например, баланс наличных средств Магдебургской ликвидационной кассы, дилерского учреждения, обслуживавшего магдебургский сахарный рынок, упал с 5,5 млн марок в 1895 году до 1,3 млн в 1903 году. См.: Eberhardt, Jörgand Mayrhofer, Thomas. 'Die Entwicklung der Magdeburger Börse'. Jahresbericht, Studentischer Börsenverein Magdeburg e V, 2001–2002.

21. Оставшиеся в силе ограничения включали в себя правило, согласно которому фьючерсные контракты с участием частных инвесторов приравнивались к азартными играм и, следовательно, любые обязательства по ним считались недействительными. См.: ежемесячный отчет Немецкого федерального банка «Роль и значимость процентных деривативов» за 2003 год.

22. В 1890 году городское население Великобритании составляло 11,2 млн человек – 29,9 % всего населения страны. 9,6 млн американцев, проживавших в крупных и небольших городах США в том же году, составляли 15,3 % населения страны. В Германии насчитывалось 5,6 млн городских жителей, или 11,3 % всего населения. См.: Kennedy, Paul. The Rise and Fall of the Great Powers, 1988.

23. Hansard, 1 мая 1896 года.

24. Cranston, Ross. Law Through Practice: London and Liverpool Commodity Markets in 1820–1975.

25. Компании разделены по категориям, как в Post Office London Directory за 1880 год. В «Банковском альманахе» за 1888 год компании Baling Brothers и N. M. Rothschild также названы «частными банкирами». Несколько из перечисленных, в том числе Hambros and Schrodgers, скорее стоит рассматривать как банки.

26. Цитаты из Daily News воспроизведены в брошюре «100 лет Лондонской продуктовой клиринговой палате», выпущенной в 1988 году в ознаменование 100-летия этого учреждения. Автор выражает благодарность Майклу Марчу из LCH.Clearnet за информацию о данных комментариях.

27. Одним из немногих изданий, сообщавших о планах Лондонской продуктовой клиринговой палаты без истеричных ноток, была газета Liverpool Mercury. Отражая, без сомнения, опыт этого города в сфере фьючерсной торговли, в выпуске от 27 февраля 1888 года газета утверждала, что «Лондонская продуктовая клиринговая палата уже давно необходима всем, кто заинтересован в подобного рода операциях».

6. Лондонская продуктовая клиринговая палата

1. Mincing Lane in Feeble Form. A Proposed Innovation. Financial Times, 13 февраля 1888 года.

2. Составить общую картину ранних дней существования Лондонской продуктовой клиринговой палаты непросто. Информация о том периоде обрывочна. Пять томов протоколов заседаний совета управляющих за период с 1888 по 1922 год сохранились в архивах библиотеки Лондонской ратуши. Также имеются годовые отчеты за период до 1950 года, когда Лондонская продуктовая клиринговая палата числилась в списках Лондонской фондовой биржи. Правда, эти документы содержат главным образом голые факты и цифры. Проспект Лондонской продуктовой клиринговой палаты и Меморандум об учреждении от февраля 1888 года также сохранились в библиотеке Ратуши. В протоколах содержится упоминание о решении, принятом советом управляющих в октябре 1930 года, о том, что все старые книги и записи за период до 1914 года «подлежат уничтожению, за исключением протоколов и реестров акционеров». В 2008 году в лондонском офисе LCH.Clearnet были обнаружены два старых гроссбуха и реестр

акционеров раннего периода. Гроссбухи по краям повреждены – свидетельство бомбежки Лондона во время Второй мировой войны. Осталось несколько экземпляров положений раннего периода. Автор обнаружил экземпляр «Регламентов для фьючерсных поставок кофе» за май 1888 года в Британской библиотеке. Протоколы заседаний содержат «Регламенты для фьючерсных поставок кофейных бобов из Рио-де-Жанейро» за июль 1893 года и «Регламенты для поставок свекловичного сахара 88-й категории» за июнь 1913 года.

3. До 15 февраля 1971 года в Великобритании существовала денежная система, построенная по двенадцатикратному принципу. В одном фунте было 20 шиллингов, один шиллинг равнялся 12 пенсам. Таким образом, фунт стоил 240 старых пенсов. 2 фунта 10 шиллингов стоили бы сегодня 2 с половиной фунта.

4. The Times, 31 января 1914 года.

5. Согласно протоколам заседаний совета управляющих Лондонской продуктовой клиринговой палаты за период с 1888 по 1932 год. В состав совета директоров также входили: Фрэнсис Огастин Браун, Александр Патрик Камерон, Герман Фортлаг, Чарльз Селон, Смелали Гатри, Генри Джон Джордан, Эдвард Огастес Рукер, Роберт Рири и Бенджамен Диксон Табор.

6. Orbell, John. 'Czarnikow, (Julius) Caesar (1838–1909)'. Oxford Dictionary of National Biography, 2004.

7. Медведь пробыл в зверинце Царникова недолго. Попав туда около 1877 года, он был убит после того, как прогрыз дверцу четырехколесного кэба, в котором ехал со своим хозяином по Лондонскому мосту. Janes, Hurford and Sayers, H. J. The Story of Czarnikow, 1963.

8. The Times, 21 апреля 1909 года.

9. В ценах конца 2007 года это составляло 93 670 фунтов стерлингов, согласно инфляционному калькулятору Английского банка.

10. Лондонская продуктовая клиринговая палата, «Общие предварительные условия членства», апрель 1888 года.

11. Лондонская продуктовая клиринговая палата, «Предварительные правила приема брокеров, уполномоченных вести дела в Лондонской продуктовой клиринговой палате в области фьючерсных поставок кофе», апрель 1888 года.

12. Согласно поправке, внесенной в протокол заседания Совета от 16 мая 1888 года.

13. Из тех же протоколов видно, что к 1896 году Лондонская палата имела внушительное количество членов. Майер из фирмы «Майер и сын» был принят под номером 707 в марте 1896 года; Леман, серебряный брокер, – под номером 719 в июле 1896 года и Энгельгардт, сахарный брокер, стал 725-м членом палаты в октябре 1896 года.

14. Лондонская палата не использовала термин «новация» вплоть до 1921 года. Впервые он прозвучал на заседании Совета 25 июля во время обсуждения новых правил сахарного рынка. В протоколе того заседания говорится, что Совет одобрил формулировку статьи относительно термина «новация».

15. The Times, 5 февраля 1916 года.

16. По данным немецкой сахарной компании F. O. Licht (Hutcheson, John M. Notes on the Sugar Industry, 1901), в 1899–1900 годы жители Великобритании потребляли примерно 91,65 фунта сахара на душу населения. Следующими в списке шли Соединенные Штаты – 65,21 фунта на душу населения. Средний объем потребления 19 ведущих стран мира составлял 33 фунта на душу населения.

17. Chalmin, Philippe. The Making of a Sugar Giant, 1990.

18. Rees, Graham L. Britain's Commodity Markets, 1972.

19. Точный статус полномочных агентов на основании протоколов определить сложно. Тем не менее протест брокеров-оппозиционеров в марте 1889 года позволяет предположить, что

в их число входили главным образом представители крупных торговых фирм.

20. Цифры взяты из протоколов заседаний совета директоров Лондонской палаты.

21. Восьмимесячный учетный период нужен был для того, чтобы привести финансовый год Лондонской продуктовой клиринговой палаты в соответствие с календарным годом.

22. Между 1 мая 1889 года и 31 декабря 1889 года. Лондонская палата зарегистрировала контракты на 572 000 половинных ящиков чая, 2600 тюков шелка, 55 000 четвертей муки и 3000 четвертей маиса.

23. Chalmin, Philippe. The Making of a Sugar Giant, 1990.

24. Данные по операциям Лондонской продуктовой клиринговой палаты взяты из: Rees, G. L. Britain's Commodity Markets. Paul Elek Books, London, 1972.

25. Выпуск от 25 июня 1897 года.

26. По тем временам это была огромная сумма. Когда журналист задал ему вопрос о понесенных потерях, Царников ответил, что он по-прежнему может позволить себе закуривать фирменные сигары пятифунтовыми банкнотами. Реальная сумма убытков составила почти 55 000 фунтов. Источник: Janes, Hurford and Sayers, H. J. The Story of Czarnikow, 1963.

27. И столетие спустя замечания Царникова по поводу «далеко идущих последствий финансового кризиса в США», сделанные на ежегодном заседании Лондонской продуктовой клиринговой палаты в феврале 1909 года, остаются вполне уместными. Газета The Times в номере от 12 февраля 1909 года сообщала, что, выступая по поводу конца эпохи дешевых денег, необходимых для стимулирования посткризисного восстановления, Царников заметил, что «удар по кредитной системе был слишком силен», а «капиталисты продемонстрировали заметное нежелание предпринимать какие-либо действия, содержащие хоть малейший элемент риска».

28. Фортлаг являлся одним из самых активных директоров Лондонской палаты со времени основания компании. Вместе с Царниковым в 1888 году он вел переговоры с гамбургской сахарочистительной компанией Schultz и (также с Царниковым) учредил первый офис Лондонской палаты на Минсинг-лейн. В феврале 1913 года Фортлаг взял отпуск, мотивировав это необходимостью уехать за границу для поправления здоровья. Этот отпуск несколько раз продлевался. В августе 1915 года Совет «с большим сожалением» принял его заявление об отставке и попросил председателя «написать об этом господину Фортлагу». Неясно, оставался ли Фортлаг германским подданным в свою бытность директором Лондонской продуктовой клиринговой палаты.

29. Джон Рэмси Дрейк и Чарльз Герман Рунге. В 1907 году Фрэнсис Джонстон покинул пост председателя Лондонской продуктовой клиринговой палаты.

30. International Commodities dealing House. 100 Years of ICCH, 1988. В 1973 году Лондонская продуктовая клиринговая палата (LPCN) стала называться Международной товарной клиринговой палатой (ICCH).

31. The Times, 1 января 1913 года.

32. Рунге, наследник сахарного торгового дома Tolme & Runge, являлся секретарем и управляющим Английской королевской комиссии по поставкам сахара во время Первой мировой войны. В 1921 году он стал членом совета директоров сахарочистительной компании Abram Lyle and Sons, которая после слияния с Henry Tate and Sons стала называться Tate & Lyle.

33. The Times, 25 октября 1921 года. В 1922 году Лондонская палата осуществила клиринг контрактов на 495 т резины, в следующем году – на 450 т.

34. Активы и обязательства на балансе Лондонской продуктовой клиринговой палаты на конец 1939 года стоили 461 123 фунта. В ценах 2007 года это составило бы 21,72 млн фунтов – ненамного больше в реальных ценах. В фунтах стерлингов 2007 года стоимость

активов на балансе компании составляла: на конец 1918 года – 12,7 млн; на конец 1913 года – 59,47 млн; на конец 1889 года – 20,63 млн. Стоимость инвестиционного портфеля Лондонской палаты (также в фунтах стерлингов 2007 года) составляла: 14,34 млн на конец 1913 года, 4,23 млн на конец 1918-го и 21,14 млн на конец 1939 года.

35. 12,43 млн фунтов в ценах 2007 года.

7. Полный клиринг в Северной Америке

1. Протокол заседания совета управляющих Лондонской продуктовой клиринговой палаты от 21 мая 1888 года. Переговоры с де Сен-Круа завершились в середине июня.

2. Henry Crosby. *Speculation on the Stock and Produce Exchanges of the United States*, 1896. В своем классическом труде Эмери описал, как ликвидационные кассы брали на себя ответственность за исполнение контрактов, отметив в примечании: «Не стоит сожалеть об отсутствии таких структур на американских биржах». Как сказано в главе 5, дилерские методы Нью-Йоркской кофейной биржи были изучены Ленорманом во время поездки в США с исследовательскими целями, после чего и была основана Caisse.

3. Kenney, Dave. *The Grain Merchants: An Illustrated History of the Minneapolis Grain Exchange*, 2006.

4. Согласно данным сайта Зерновой биржи Миннеаполиса (www.mgex.com) от 6 декабря 2010 года. В 1947 году палата сменила название, став Зерновой биржей Миннеаполиса.

5. Отчет о торговле зерном Федеральной комиссии по торговле за 1920 год. См. табл. 4.1.

6. 'The grain clearing house'. *Minneapolis Tribune*, 24 июля 1891 года.

7. Протокол заседания Совета Торговой палаты от 24 августа 1891 года. Экземпляр протокола любезно предоставлен автору книги Зерновой биржей Миннеаполиса.

8. 'They voted it down. St Paul Daily Globe'. *St Paul Daily Globe*, 3 сентября 1891 года. 'They don't want it: The Chamber of Commerce Clearing House Scheme dies a 'bornin''. *Minneapolis Tribune*, 3 сентября 1891 года.

9. Фотокопии оригиналов статей любезно предоставлены автору Миннеаполисской исторической ассоциацией Миннесоты.

10. Информация взята из протоколов заседаний совета директоров Торговой палаты, переданных автору Зерновой биржей Миннеаполиса.

11. Автор не смог найти ни одного экземпляра ранних правил и подзаконных актов клиринговой ассоциации Миннеаполиса, чтобы с уверенностью утверждать, что это учреждение функционировало как «палата полного клиринга» с первых дней своего существования. Согласно библиотечному онлайн-каталогу WorldCat, Национальная сельскохозяйственная библиотека США в Белтсвилле обладает ранним экземпляром «Учредительских положений и общих правил Клиринговой ассоциации Торговой палаты города Миннеаполис». Тем не менее этот документ числился в пропавших. Когда автор в первый раз обратился в Национальную сельскохозяйственную библиотеку и позднее приехал туда в 2009 году, найти его не удалось.

12. «Такую маржу могли потребовать внести в день заключения контракта или позднее, а также время от времени, если это было необходимо в целях полной защиты требующей ее стороны». Правила Чикагской товарной биржи, принятые в 1865 году и процитированные в докладе FTC от 1920 года, т. 5, с. 28.

13. Harris, Siebel. 'The Methods of Marketing the Grain Crop'. The Annals of the American Academy of Political and Social Science, 38.

14. В 14:30 по будним дням и в 13:00 по субботам.

15. Отчет о торговле зерном Федеральной комиссии по торговле. Т. 2, с. 146, 1920.

16. Например, Financial Times и Liverpool Mercury.

17. A Perfect Clearing House. Minneapolis Tribune, 2 ноября 1891 года.

18. 'The Annals of the American Academy of Political and Social Science'. The Exchanges of Minneapolis, Duluth, Kansas City, Mo., Omaha, Buffalo, Philadelphia, Milwaukee and Toledo, 1911.

19. 'Board of Trade to vote again on changing clearing methods'. Chicago Journal of Commerce, 26 августа 1925 года. В выпуске Journal

of Commerce от 30 июля 1925 года в статье под заголовком Pit clearing house plans hit obstacle рассказывалось, что реформаторы Чикагской товарной биржи пожелали, чтобы «клиринговая палата функционировала по методу Виннипега».

20. Похоже, что именно в 1920 году клиринговая система Миннеаполиса и способы ее функционирования получили широкое признание. См.: James Ernest. Speculation and the Chicago Board of Trade, 1920, а также Отчет Федеральной комиссии по торговле о торговле зерном за 1920 год.

21. Список договоров и подписчиков Дилерской ассоциации Зерновой и продуктовой биржи Виннипега (март 1901 года). Архивы Дилерской ассоциации Зерновой и продуктовой биржи Виннипега находятся в Виннипеге в Университете Манитобы. По просьбе автора Департамент архивов и специальных коллекций этого университета любезно предоставил фотокопии.

22. Учредительское свидетельство Зерновой и продуктовой биржи Виннипега (28 июня 1901 года).

23. Раздел 1 Положения 13 Общих регламентов и правил ассоциации.

24. Клиринговая ассоциация Зерновой и продуктовой биржи Виннипега.

25. Согласно истории ассоциации, опубликованной 12 июля 1921 года под названием «Организационная структура и история». К сожалению, в ней не содержится никаких подробностей или объяснений природы упомянутых убытков. Возможно, они стали следствием событий 1908 года, который оказался весьма неустойчивым для зернового рынка Виннипега. Под давлением недоброжелательно настроенного сообщества фермеров ориентированная на получение прибылей Зерновая и продуктовая биржа Виннипега была вынуждена на несколько месяцев прекратить торги и провести реорганизацию. После этого она стала называться Зерновой биржей Виннипега, превратившись в некоммерческую неакционерную организацию с добровольным членством. Помимо

этого, в протоколах заседаний совета ассоциации за июль 1908 года упоминается о существенных потерях вследствие краха некой сделки на овес. Однако этот случай не помешал карьере Фрэнка Фаулера, управляющего клиринговой ассоциации, который был олдерменом Виннипега на протяжении четырнадцати лет, а в 1922 году стал мэром города. См.: Levine, Allan. The Exchange: 100 Years of Trading Grain in Winnipeg, 1987.

26. Emery, Henry Crosby. 'Speculation on the Stock and Produce Exchange of the United States'. Studies in History, Economics and Public Law. Vol. 7, № 22, 1896.

27. Ссылки на цепочку расчетов содержатся в правилах биржи от 1885 года с последующими поправками от 1894, 1902 и 1914 годов. Правила Нью-Йоркской кофейной биржи и затем Кофейной и сахарной биржи хранятся в виде микрофильмов в Нью-Йоркской публичной библиотеке.

28. С 1916 года раздел 88 правил Нью-Йоркской кофейной и сахарной биржи стал включать следующее положение: «... участники могут предлагать свои контракты для клиринга в Нью-Йоркскую кофейную клиринговую ассоциацию (все члены которой являются участниками биржи), *которая может выступать представителем соответствующей стороны вместо участников...*» (курсив автора).

29. Конституция, подзаконные акты и правила клиринговой палаты Чикагской товарной биржи, 15 июня 1921 года. Предоставлено автору библиотекой Корнеллского университета.

30. Moser, James T. Origins of the Modern Exchange Clearinghouse, 1994.

31. Письмо от 17 июля 1917 года комитета Чикагской товарной биржи по дилерским операциям членам Торговой палаты. Автор благодарен Деннису Даттереру, который любезно предоставил копии этого письма и другие материалы из своего архива, касающиеся Клиринговой корпорации Товарной биржи.

32. Из речи, произнесенной перед фермерами в Мандати 4 июля 1925 года. Цитируется по: Falloon, William D. Marketmaker: A sesquicentennial look at the Chicago Board of Trade, 1998.

33. 'Pit clearing house plans hit obstacle'. The Chicago Journal of Commerce, 30 июля 1925 года.

34. Заглавный шрифт использован в оригинале письма. Фотокопия документа любезно предоставлена Деннисом Даттерером.

35. Беседа с автором книги 23 января 2009 года.

36. Свидетельство об учреждении Клиринговой корпорации торговой палаты, предоставленное автору Библиотекой Дэли Университета штата Иллинойс.

37. Внутренние регламенты Клиринговой корпорации Товарной биржи, предоставленные автору Библиотекой Дэли Университета штата Иллинойс.

38. Письмо от 3 ноября 1925 года специального комитета Клиринговой корпорации Товарной биржи совету директоров. Предоставлено Деннисом Даттерером.

39. Boyle, James E. 'The New York Burlap and Jute Exchange'. The Annals of the American Academy of Political and Social Science, 1916. Бойл был профессором экономики сельского хозяйства в Сельскохозяйственном колледже штата Нью-Йорк Корнеллского университета в Итаке.

40. Boyle, James E. 'Cottonseed Oil Exchanges'. The Annals of the American Academy of Political and Social Science, 1931.

41. Внутренние регламенты Клиринговой корпорации Товарной биржи, глава 7, раздел 200. Положения о клиринге ценных бумаг в Клиринговой корпорации Товарной биржи. Предоставлено автору Библиотекой Дэли Университета штата Иллинойс.

42. Emery, Henry Crosby. 'Speculation on the Stock and Produce Exchange of the United States'. Studies in History, Economics and Public Law. Vol. 7, № 22, 1896.

43. В августе 1896 года, согласно Эмери, их количество составляло 43.

44. Ежегодно все большее количество ценных бумаг оставалось непроданным. В 1952 года общий объем продаж ценных бумаг на Чикагской бирже сократился всего до 35 акций компании Atlantic Oil Corp. рыночной стоимостью всего 73,75 долл. В 1954 и 1955 годы ценные бумаги не продавались вовсе, после чего рынок был закрыт.

45. Gidel, Susan Abbott. '100 Years of Futures Trading: From Domestic Agricultural to World Financial'. Futures Industry Magazine, 2000.

46. Согласно материалу Trusting Glowing, Leading Clearing: a History, опубликованному Клиринговой корпорацией Товарной биржи в 2002–2003 годах.

47. Во время Первой мировой войны Франция оттеснила Германию с позиции второго в мире потребителя кофе (после США).

48. Becker, Ursula. Kaffee Konzentration: Zur Entwicklung und Organisation des Hanseatischen Kaffeehandels, 2002.

49. Еженедельный прайс-лист компании C. Czarnikow, 15 сентября 1938 года. Хотя компания была названа в честь своего основателя, семейство Царниковых потеряло к ней интерес вскоре после смерти самого Цезаря Царникова.

50. Kenney, Dave. The Grain Merchants: An Illustrated History of the Minneapolis Grain Exchange, 2006.

51. Между тем в изданиях правил и регламентов Торговой палаты от 1902, 1915, 1917, 1920, 1922, 1926 и 1934 годов не упоминается о клиринговой ассоциации. Эти документы имеются в Национальной сельскохозяйственной библиотеке США в Белтсвилле.

Часть III. Годы становления

8. Распад Бреттон-Вудской системы и изобретение финансовых фьючерсов

1. Gidel S. A. '100 years of futures trading: From domestic agricultural to world financial'. Futures Industry Magazine, 2000.

2. Rufenacht Charles. Le Café et les Principaux Marchés de Matières Premiere, 1955.

3. Генеральное соглашение по тарифам и торговле (ГАТТ) было предшественником Всемирной торговой организации (ВТО).

4. Из книги 100 Years of ICCH, опубликованной Международной товарной клиринговой палатой к 100-летию основания LPCH.

5. На основании электронной переписки автора в декабре 2008 года и январе и марте 2009 года.

6. В соответствии с ежегодным отчетом UDT за 1965 год.

7. Считалось как сумма количества сделок купли и продажи или общее количество проданных фьючерсных контрактов, умноженное на два.

8. По данным, опубликованным в Trusting, Growing, Leading, Clearing: a History, стоимость контракта в 1963 году составляла 5 центов по сравнению с 25 центами в 1941 году.

9. Диаграмма построена автором по материалам Лондонской продуктовой клиринговой палаты, опубликованным в Britain's Commodity Markets, 1972.

10. По данным отчета о ежегодной встрече UDT, август 1966 года.

11. Britain's Commodity Markets, 1972.

12. The Times, 4 декабря 1969 года.

13. The Times, 3 ноября 1971 года.

14. Международная система вопросов-ответов для товарных рынков.

15. The Times, 16 мая 1972 года. В начале 1970-х годов эта газета была проевропейски ориентированной.

16. Melamed Leo. 'The way it was – An oral history', Institutional Investor magazine, 1987.

17. «Большая десятка» включала в себя наиболее финансово значимые в то время страны: Бельгию, Канаду, Францию, ФРГ, Италию, Японию, Нидерланды, Швецию, Швейцарию, Великобританию и США.

18. Английские фунты, канадские доллары, немецкие марки, японские иены, мексиканские песо и швейцарские франки.

19. «Международные разработки в области банковского дела и финансового рынка и статистическое приложение». Ежеквартальный отчет Банка международных расчетов, март 2010 года. Информация об условной стоимости проданных контрактов на производные товарные инструменты недоступна.

20. Часть биржевого зала, предназначенная для торговли определенными видами товаров.

21. Black F., Scholes M. 'The pricing of options and corporate liabilities'. The Journal of Political Economy, 1973.

22. Для американского рынка это было новшество, но в 1980 году Сиднейская фьючерсная биржа впервые провела контракт за наличный расчет (в долл.), который был учтен Международной товарной клиринговой палатой.

23. Melamed L. 'Evolution of the International Monetary Market'. Cato Journal, 1988.

24. Value Line Index Average – индекс, составляемый консультационным агентством Value Line.

25. Gidel, 2000.

26. Miller M. Financial innovation: The last twenty years and the next, 1986.

27. Интервью с автором на 30-й встрече SFOA, Швейцария, 10 сентября 2009 года.

28. CCorp, 2006.

29. Беседа с автором, 26 сентября 2008 года.
30. Melamed, 1988.
31. Беседа с автором, Чикаго, 20 октября 2009 года.
32. Из Пояснительной записки об организации клиринга и расчетов на рынке США, подготовленной Международным подкомитетом Ассоциации участников индустрии ценных бумаг для Европейской комиссии, май 2005 года.
33. Согласно докладной записке SEC от 19 октября 1976 года, доля выручки от услуг центральных контрагентов в валовом доходе бирж в первой четверти 1976 года составила: AMEX – 11,49 %; Бостонская фондовая биржа – 41,32 %; Фондовая биржа Среднего Запада – 11,28 %; Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг – 42,01 %; NYSE – 15,81 %; Тихоокеанская фондовая биржа – 24,05 %; Фондовая биржа Филадельфии – 52,66 %.
34. Лондонская опционная биржа была потеснена Европейской опционной биржей, первой опционной биржей в Европе, которая была открыта Амстердамской фондовой биржей в 1978 году.
35. «Финансовые фьючерсы в Лондоне?» Доклад, представленный для Международной товарной клиринговой палаты, 21 ноября 1979 года.
36. Беседа с автором, Чикаго, 23 сентября 2009 года.
37. 'Interest Futures'. The Times, 3 декабря 1979 года.
38. 'UDT backs Savings Bank's bid', The Times, 31 января 1981 года.
39. 'Disposing of ICCH is tough and tricky. The Times, 12 октября 1981 года.
40. В составе Королевского банка Шотландии с сентября 1985 года.
41. Беседа с автором, 9 июля 2008 года.
42. Беседа с автором, 14 августа 2008 года. Во времена упадка Брюс был старшим стратегическим советником LIFFE в NYSE Euronext. В начале своей карьеры он работал на биржах, в клиринговых палатах, включая Лондонскую клиринговую палату.

43. Согласно статье Dealers in Paris Sugar Market get Injunction to Stop Payments, опубликованной в The Times 18 декабря 1974 года, и выпускам Czarnikow Review с 5 декабря 1974 года по 29 января 1976 года.

44. 'Central counterparty clearing houses and financial stability'. Financial Stability Review, 1999.

45. См. раздел 16.8.

46. Подробности о скандале на парижском рынке сахара в 1905 году см. в разделе 6.4.

47. По сообщениям Банка Англии, 1999.

9. Крах 1987 года, регулирование и центральные контрагенты

1. Беседа с автором, 26 сентября 2008 года.

2. Луврское соглашение от 22 февраля 1987 года названо в честь дворца в Париже, в котором в то время размещались часть подразделений Министерства финансов Франции, а также всемирно известный музей. Соглашение было достигнуто между министрами финансов стран «семерки» для стабилизации курса доллара по отношению к другим ведущим валютам. Соглашение денонсировало прежнее соглашение, достигнутое в отеле «Плаза» в Нью-Йорке 22 сентября 1985 года представителями стран «пятерки» (США, Япония, Германия, Франция и Великобритания), о постепенном снижении курса доллара после пяти лет завышенного курса.

3. В общей сложности Меламед насчитал 77 различных статей и исследований, посвященных кризису, и утверждал, что наиболее важные из них сосредоточены на фьючерсных рынках и Чикагской товарной бирже: Melamed Leo, Tamarkin Bob. Escape to the Futures, 1996.

4. Комиссия Брэйди. «Доклад Президентской рабочей группы по рыночным механизмам», январь 1988 года.

5. Комиссия по торговле товарными фьючерсами. «Заключительный доклад по торгам индексными фьючерсами и наличными в октябре 1987 года», 1987–1988 годы.

6. Комиссия по ценным бумагам и биржам. «Октябрьский кризис рынка», февраль 1988 года.

7. Контрольно-счетная палата. «Доклад комитетам Конгресса: реформа клиринга и системы расчетов», апрель 1990 года.

8. Bernanke Ben. 'Clearing and settlement during the crash'. *The Review of Financial Studies*, 3 (1), 1990.

9. Международный валютный фонд. «Доклад о глобальной финансовой стабильности», сентябрь 2003 года. См. главу 3, «Приложение: примеры».

10. Bernanke, 1990.

11. Беседа с автором, Чикаго, 26 сентября 2008 года.

12. В ответ на отчет GAO от 29 января 1990 года. Комиссия по торговле товарными фьючерсами заявила: «Проблема была в значительной степени обусловлена тем, что расчетные банки не получали точных указаний в обычное время, так как определенные безналичные внутрисуточные платежи, внесенные 19 октября 1987 года, не были учтены имеющимся программным обеспечением и, следовательно, не были отражены в расчетах отклонений 20 октября».

13. Помимо личных воспоминаний также имеется по меньшей мере три опубликованных отчета, в которых представлены мнения о различной роли противостоявших сил и приводятся отличающиеся друг от друга показатели некоторых платежей. Их можно найти в следующих источниках: Tamarkin, Bob. *The Merc* 1993; Melamed, Leo, Tamarkin, Bob (1996) и Rodengen, Jeffrey. *Past, Present and Futures: Chicago Mercantile Exchange*, 2008.

14. На момент написания книги (март 2010 года) это был единственный случай, когда Опционная клиринговая корпорация обратила внимание на гарантийный фонд.

15. Беседа с автором, 20 октября 2009 года.

16. Объяснение дано в издании Federal Reserve Bank of New York, май 2006.

17. Melamed Leo. 'Black Monday: What we know a year after the fact'. Chicago Enterprise, октябрь 1988 года.

18. Bernanke, 1990.

19. В ответ на отчет GAO от 29 января 1990 года.

20. Ответы, опубликованные в приложении к отчету GAO (1990), поступили от Комиссии по ценным бумагам и биржам, Комиссии по торговле товарными фьючерсами, Национальной клиринговой корпорации по ценным бумагам, Опционной клиринговой корпорации и Чикагской товарной биржи. Эти организации чаще выступали как конкуренты, нежели соглашались друг с другом, но в целом их ответы демонстрировали более позитивное отношение к прогрессу, чем сам отчет GAO.

21. В соответствии с ответом Национальной клиринговой корпорации по ценным бумагам (NSCC) на отчет GAO, в состав SCG входили NSCC, Опционная клиринговая корпорация, Депозитарная трастовая компания, Клиринговая корпорация Среднего Запада, Клиринговая палата Филадельфии, Клиринговая корпорация Среднего Запада, Траст ценных бумаг Среднего Запада, Фондовая клиринговая корпорация Филадельфии и Депозитно-трастовая компания Филадельфии.

22. Ответ OCC на проект отчета GAO от 8 декабря 1989 года.

23. Беседа с автором, 20 октября 2009 года.

24. Беседа с автором, 26 сентября 2008 года.

25. Встреча с автором, Чикаго, 25 сентября 2008 года.

26. См. опубликованный LCH.Clearnet 12 февраля 2010 года «Отчет о соглашении по кросс-маржированию». LCH.Clearnet прекратила свое соглашение с Чикагской товарной биржей, Нью-Йоркской фондовой биржей и Лондонской международной биржей финансовых фьючерсов, так как стоимость необходимых изменений в схеме работы «была несоизмерима с затратами на текущее использование и выгодами от него». Такое решение доказывает, что,

хотя кросс-маржирование иногда может быть выгодно, оно не является панацеей.

27. Соответствует 1,42 млн долл. по тогдашнему курсу доллара.

28. Соответствует 256 млн долл. по тогдашнему курсу доллара.

29. Доклад Хэя Дэвисона из Ревизионной комиссии по ценным бумагам «Операции и регулирование гонконгской индустрии ценных бумаг», май 1988 года.

30. Меморандум Банка Англии «Центральные контрагенты, клиринговые палаты и финансовая стабильность». Financial Stability Review, июнь 1999 года.

31. Владельцы ICSS упомянуты в разделе 8.8.

32. Как с точки зрения оборотов, так и с точки зрения суммы задолженности Банку международных расчетов. См. отчет Комитета по платежным и расчетным системам центральных банков «большой десятки» «Механизмы клиринга для производных биржевых инструментов», март 1997 года.

33. Предисловие к докладу «большой тридцатки» «Системы клиринга и расчетов на мировых рынках ценных бумаг», март 1989 года.

34. «Большая тридцатка»: «Деривативы: практика и принципы», июль 1993 года.

35. Банк международных расчетов, март 1997 года.

36. Расследование Советом банковского надзора обстоятельств краха Barings, 18 июля 1995 года.

37. Kuprianov Anatoli. 'Derivatives Debacles Case Studies of Large Losses in Derivatives Markets'. Economic Quarterly, 81(4), 1995.

38. Глобальная целевая группа FIA по финансовой безопасности, «Рекомендации регулирующим органам, биржам, клиринговым палатам, составляющие часть рекомендаций фьючерсным и опционным рынкам и участникам рынка», июнь 1995 года.

39. США, Великобритания, Австралия, Австрия, Франция, Германия, Гонконг, Ирландия, Италия, Нидерланды, Квебек, Сингапур, ЮАР и Испания.

40. Банк международных расчетов, март 1995 года.

10. Континентальная Европа: центральные контрагенты и стремительное развитие бирж

1. Французская срочная финансовая биржа.
2. Парижская биржа обращающихся опционов.
3. Швейцарская биржа финансовых фьючерсов и опционов.
4. Мистер «Площадь финансов».
5. Meier Richard, Sigrist Tobias. Der helvetische Big Bang, 2006.
6. Melamed Leo, Tamarkin Bob. Escape to the Futures, 1996.
7. Беседа с автором, 25 июля 2006 года.
8. Регламент поставки и оплаты ценных бумаг.
9. Seifert Werner, Voth Hans-Joachim. Invasion der Heuschrecken, 2006.
10. Беседа с автором, 12 октября 2005 года, подробно изложенная в книге Питера Нормана «Сантехники и провидцы» (М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012).
11. Беседа с автором, 9 декабря 2008 года.
12. Relit Grande Vitesse – высокоскоростная компьютерная система поставки и оплаты.
13. Пресс-релиз MATIF от 24 января 1997 года «MATIF выбирает NSC для торгов после закрытия бирж. Парижская фондовая биржа и MATIF создадут совместную дочернюю структуру для работы по фьючерсным индексам».
14. Deutsche Börse, MATIF, MONEP, SBF-Bourse de Paris и SWX-Swiss Exchange, совместный пресс-релиз от 17 сентября 1997 года «Франкфуртская, Парижская и Цюрихская биржи расширяют свой альянс».
15. Пресс-релиз Парижской фондовой биржи от 1 июня 1999 года «Группа SBF перестраивается для более эффективной конкуренции на международном рынке».
16. См. главу 13.

11. Пользователи и расчетные организации

1. International Commodities Clearing House. 100 years of ICCN, 1988.

2. Беседа с автором, 9 июля 2008 года.

3. Комиссия по ценным бумагам. «Отчет о расследовании Комиссии по ценным бумагам фьючерсных сделок по новозеландским пятилетним государственным облигациям на Новозеландской фьючерсной и опционной бирже», 1 ноября 1990 года.

4. Данные взяты из журнала Лондонской расчетной палаты Open House, октябрь 1992 года.

5. Фрост был главным управляющим Национального Вестминстерского банка и стал председателем LCH 1 сентября 1993 года.

6. К тому времени биржа LCH имела в числе акционеров три биржи.

7. Комиссия по ценным бумагам. «Клиринговая корпорация по государственным ценным бумагам: извещение о предлагаемом изменении правил относительно формирования и участия в Клиринговой корпорации европейских ценных бумаг», 28 декабря 1999 года. Провал ESCC явился предвестником проблем, которые сопровождали несостоявшиеся планы по объединению DTCC, Euroclear и LCH.Clearnet в 2007–2008 годы. См. разделы 17.5 и 19.3–19.5.

8. Согласно 68-му ежегодному отчету Банка международных расчетов номинальная сумма процентных свопов в обращении на конец 1997 года составила 22 115 млрд долл.

9. Беседа с автором, 18 июня 2009 года.

10. См. разделы 8.6 и 8.7.

11. Беседа с автором, 14 октября 2009 года.

12. DTCC, «Как мы служим индустрии финансов», 1999 год. Брошюра DTCC, в которой рассказывается о новой группе

и причинах интеграции NSCC и DTCC.

13. Прежде чем стать президентом Нью-Йоркской ассоциации дилерских организаций в 1993–1998 годы, Консидайн с 1991 по 1993 год была управляющим директором, главным администратором и членом совета правления банка American Express. Ранее, с 1985 по 1991 год, Консидайн являлась главой банковского департамента Нью-Йорка.

14. Речь в Лас-Вегасе 29 июня 2006 года при получении звания CEO года по версии Six Sigma.

15. Общий доход DTCC в 2006 году составил 1,3 млрд долл., при этом 580 млн долл. были возвращены пользователям в виде компенсационных выплат, скидок и процентов.

16. По данным годового отчета DTCC за 2008 год, средняя стоимость односторонней сделки на обыкновенную акцию была самой низкой в мире – в среднем она составляла один цент за сделку.

17. В годовом отчете DTCC за 2006 год указывается, что в конце 2005 года NYSE принадлежало 27 %, а NASD и AMEX – по 4 % акций DTCC. В то же время, в соответствии с годовым отчетом DTCC за 2008 год, NSCC принимала финансовые потоки от бирж и торговых платформ, «количество которых превышало 50».

18. 'Teaching a gorilla to tap-dance'. Financial Times, 5 июля 2006 года.

19. Пресс-релиз DTCC от 1 июня 2006 года «Дональд Донахью избран президентом и CEO DTCC».

20. Министерство юстиции США. «Антимонопольный комитет против AMEX, CBOE, Тихоокеанской биржи и биржи Филадельфии: гражданский иск № 00-CV-02174(EGS)», ноябрь 1998 года. Документы включают окончательное решение, жалобы и заявление о наличии конкуренции.

21. Пресс-релиз Министерства юстиции США от 11 сентября 2000 года «Министерство юстиции США возбуждает судебное дело

в связи с препятствующим конкуренции соглашением опционных бирж».

22. Binder Jim. 'Seven exchanges, one clearing house, intense competition', Swiss Derivatives Review, 2008.

23. AMEX, CBOE, ISE, Тихоокеанская биржа и Фондовая биржа Филадельфии.

24. Беседа с автором, 26 сентября 2008 года.

25. Беседа с автором, Чикаго, 20 октября 2009 года.

Часть IV. Центральные контрагенты в десятилетие бума и краха

12. Факторы перемен

1. По словам одного из ведущих лейбористских политиков Питера Мендельсона (ныне лорда Питера).

2. Непререкаемым авторитетом пользовались исследования американских ученых, утверждавших, что источником процветания США в 1990-е годы стала финансовая система, основанная на ценных бумагах. В феврале 2001 года «совет мудрецов» ЕС во главе с бароном Ламфалусси, одним из создателей единой валюты, подготовил план ускорения финансовых инноваций с помощью новых, модернизированных форм общеевропейского законодательства. Документ опирался на работы: Raghuram Rajan, Luigi Zingales 'Financial dependence and growth'; Ross Levine, Sara Zervos 'Stock markets, banks and economic growth', опубликованные в American Economic Review в июне 1998 года, а также на статью: Thorsten Beck, Ross Levine, Norman Loayza 'Finance and the growth', которая вышла в Journal of Financial Economics в 2000 году.

3. Беседа с автором, 27 марта 2006 года.

4. OM – аббревиатура Optionsmarknaden (опционный рынок).

5. См. в 15.2.

6. Комиссия ЕС, май 1999 года. «Финансовые услуги, обеспечивающие основу финансовых рынков, – план действий».

7. Более полный обзор корпоративных слияний и поглощений в европейском расчетно-клиринговом секторе и последствий этих слияний и поглощений см. в: Норман П. «Сантехники и провидцы. Расчеты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок» (М.: Манн, Фербер, Иванов, 2012).

8. См. 15.3 и 15.5.

9. Алан Гринспен. «Перенос рисков и финансовая стабильность», комментарий к 41-й Ежегодной конференции Федерального резервного банка Чикаго по банковским структурам, 5 мая 2005 года.

10. Закон о модернизации товарных фьючерсов, HR5660, Раздел 2, §§ 6 и 8.

11. Банк международных расчетов. «Рыночная активность внебиржевых деривативов в первой половине 2009 года», ноябрь 2009 года.

12. Закон о модернизации товарных фьючерсов, HR 5660, Раздел 2, § 7.

13. Для клиринга и расчета по контрактам по внебиржевым энергетическим деривативам в Хьюстоне была создана EnergyClear.

14. ESCB состояла из Европейского центрального банка и национальных центральных банков государств – членов ЕС.

15. Устный комментарий, данный перед конференцией Еврокомиссии по теме «Регулирование внебиржевых деривативов». Брюссель, 25 сентября 2009 года.

16. Банк международных расчетов, Базельский комитет по надзору за банками. «Итоги совместного форума по специализированным подразделениям», сентябрь 2009 года. В суммы, приведенные в табл. 7 этого отчета, включены залоговые обязательства, обеспеченные активами (ABS), ценные бумаги, обеспеченные ипотекой (MBS), и облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (CDO).

17. Банк международных расчетов. «Трехлетние и полугодовые обзоры положения на глобальном внебиржевом рынке деривативов» на конец июня 2004 года и конец июня 2007 года; «Активность внебиржевого рынка деривативов в первой половине 2008 года».

18. «Обновление финансовой сети», речь перед Ассоциацией студентов-экономистов в Амстердаме, апрель 2009 года.

19. Беседа с автором, 4 декабря 2006 года.

13. Чикагские горки

1. Данные 67-го и 69-го Ежегодного отчета Банка международных расчетов.

2. alliance/cbot/eurex.

3. Deutsche Börse, 2 февраля 2001 года.

4. См. раздел 7.4.

5. 23 января 2009 года в беседе с автором Даттерер указал, что работал в БОТСС (позднее The Clearing Corporation) с 1985 по 2005 год. С 1999 по 2005 год он занимал должности председателя и CEO, а в 2000–2001 годы был также временным председателем и CEO СВОН. С 1992 по 1998 год Даттерер занимал пост исполнительного вице-президента и руководителя администрации БОТСС, после того как с 1985 по 1991 год проработал в должности главного советника и секретаря корпорации.

6. См. раздел 7.5.

7. Перед круглым столом CFTC по вопросам клиринга 1 августа 2002 года.

8. Беседа с автором, Чикаго, 26 сентября 2008 года.

9. Melamed Leo, Tamarkin Bob. Escape to the Futures, 1996.

10. 'CME and CBOT fight foreign rivals', Financial Times, 19 июня 2003 года.

11. По данным Берни Дэна, председателя и CEO СВОН (письмо в CFTC от 14 июня 2003 года).

12. БОТСС, электронное письмо в CFTC от 14 июля 2003 года.

13. «Особое мнение члена комиссии Шарон Браун-Хруска». Автору предоставил копию один из участников рынка. На сайте CFTC это заявление отсутствует.

14. После того как Clearing Corp вышла из состава СВОН, она сначала именовалась ТСС, а позднее приняла в качестве сокращенного названия CCorp. С тех пор оба названия фигурируют

на равных правах. Чтобы избежать путаницы, автор использует обозначение SCorp.

15. 'Eurex sues its rivals in Chicago: Open warfare breaks out over plans of world's largest derivatives exchange to enter the US market', Financial Times, 15 октября 2003 года.

16. Интервью Чарльза Кэри, Financial Times, 15 марта 2005 года.

17. Сведения об изменениях тарифов основаны на документе Министерства юстиции США от 31 января 2008 года «Ответ Министерства юстиции США на запрос Министерства финансов по поводу регулирующих органов финансовых институтов». В нем Министерство юстиции обобщило данные отчетов, опубликованных в прессе с октября 2003-го по август 2006 года.

18. Bank of America, BearS tears, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, MF Global, Morgan Stanley, UBS.

19. 'Merger bolsters Chicago's business profile', Financial Times, 17 октября 2006 года.

14. Риски и новые возможности

1. См.: Фукуяма Фрэнсис. Конец истории и последний человек (М.: АСТ, 2004). Вначале Фукуяма в 1989 году изложил свои мысли в отдельном эссе, а затем развил их в книге.

2. Беседа с автором, 1 февраля 2008 года.

3. CFTC, 11 марта 2002 года.

4. 7 апреля 2003 года Совет управляющих Федеральной резервной системы США издал межведомственную инструкцию «О рациональных действиях, направленных на укрепление финансовой системы США».

5. Банк международных расчетов. «Рекомендации системам расчетов по ценным бумагам, CPSS – IOSCO», ноябрь 2001 года.

6. Банк международных расчетов. «Рекомендации центральным контрагентам, CPSS – IOSCO», ноябрь 2004 года.

7. Комитет по платежным и расчетным системам ведущих центральных банков (CPSS) и Технического комитета Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO). «Рекомендации центральным контрагентам», ноябрь 2004 года.

8. Shimoda, Tomoyuki. Exchanges and CCPs Communication, governance and risk management, 2006.

9. Соответственно Bank of India Shareholding, основанный в 1989 году, и National Securities Clearing Corporation (не путать с американской NSCC), которая начала осуществлять клиринг с апреля 1996 года.

10. Тремя другими представителями Азиатско-Тихоокеанского региона были: Австралийская фондовая биржа (ASX), Сингапурская биржа / Центральный депозитарий (SGX/PTE) и Токийская фондовая биржа (TStE).

11. Семь азиатских участников токийской встречи: Clearing Corporation of India, HKEx, JSCC, Korea Exchange, National Securities Clearing Corp (of India), SGX / The Central Depository (PTE) и TSE.

12. Roy Siddhartha. India's Experiment with a New Settlement System for its Domestic Foreign Exchange Market, 2006. Рой возглавляет управление рисками CCIL.

13. В обращении к слушателям колледжа Global Energy Management Institute, Университет Хьюстона, 9 июля 2003 года.

14. Банк международных расчетов, март 2007 года.

15. «К большей финансовой стабильности: перспективы частного сектора», CRMPG II, 25 июля 2005 года.

16. По данным Банка международных расчетов, март 2007 года.

17. Беседа с автором, 12 января 2009 года.

18. Выступление заместителя директора отдела исследований и статистики Федеральной резервной системы Патрика Паркинсона перед комитетом Сената США по ценным бумагам, страхованию и инвестициям и комитетом по банкам, строительству и городскому хозяйству 9 июня 2008 года.

19. Например, в «Заявлении о политике по развитию финансовых рынков», опубликованном Рабочей группой при президенте США 13 марта 2008 года, отсутствуют отдельные упоминания о клиринге. Созданную в марте 1988 года рабочую группу возглавляет министр финансов США; в нее входят председатель совета Федерального резерва, председатель Комиссии по ценным бумагам и биржам и председатель Комиссии по торговле товарными фьючерсами.

20. Федеральный резервный банк Нью-Йорка. «Заявление по поводу встречи 9 июня, посвященной внебиржевым деривативам».

21. Выступление Тимоти Гайтнера в Экономическом клубе Нью-Йорка на тему «Сокращение системных рисков в динамической финансовой системе», 9 июня 2008 года.

22. «Обязательства Operations Management Group по внебиржевым деривативам», 31 июля 2008 года.

23. Пресс-релиз CCorp и DTCC от 29 мая 2008 года «Клиринговая корпорация и Депозитарная трастовая и клиринговая корпорация объявляют о том, что центральный контрагент CCorp по кредитным дефолтным свопам получил доступ к Общей базе данных по сделкам DTCC».

24. Показания Клиринговой корпорации перед комитетом Сената США по ценным бумагам, страхованию и инвестициям и комитетом по банкам, строительству и городскому хозяйству 9 июля 2008 года.

25. Заявление Eurex Clearing. «Eurex Clearing планирует создать европейского центрального контрагента для обслуживания внебиржевых деривативов», 22 июля 2008 года.

26. Доклад CRMPG III «Сдерживая системные риски: путь реформы», 6 августа 2008 года.

15. Международный клиринг в Европе

1. Европейский валютный институт. «Платежные системы Евросоюза [Синяя книга]», 1996 года.

2. Европейский форум по ценным бумагам, о котором речь пойдет ниже, сообщал в документе «EuroCCP: проект ESF единого панъевропейского центрального контрагента» от 2 декабря 2000 года, что тарифы NSCC не превышали 0,032 долл. за проведение сделки по акциям, варрантам и правам. Эта цифра относилась к «зафиксированным» сделкам, которые проверялись до того, как передавались на клиринг в NSCC.

3. Беседа с автором, 25 июля 2006 года.

4. Беседа с автором, 21 октября 2005 года.

5. Со слов CEO Clearnet Патриса Рено, цитируемых в Clear News, выпуск № 1 за апрель 2000 года.

6. На конец 2000 года в число связанных с Clearnet IDBs и многосторонними трейдинговыми платформами входили Euro-MTS, E-Speed, BrokerTec, SLAB, MTS France, Prominnofi и ETCMS.

7. Совместный пресс-релиз LCH и Clearnet SA от 4 апреля 2000 года «Clearnet и LCH создают консолидированную европейскую клиринговую палату».

8. Беседа с автором, 14 декабря 2009 года.

9. Clear News, апрель 2000 года.

10. Автору сообщил об этом Дэвид Харди 14 декабря 2009 года.

11. BXS-Clearing, AEX-Effectenclearing и AEX-Optieclearing соответственно.

12. За исключением товарных деривативов, клиринг которых в Амстердаме осуществляла самостоятельная компания Euronext Amsterdam Commodity Clearing NV. Она стала филиалом Clearnet 1 февраля 2001 года.

13. Согласно письму Euronext от 5 июля 2001 года в связи с дополнительной эмиссией 24 533 772 акций в пользу

институциональных инвесторов, доходы Clearnet в 2000 году составили €164,5 миллионов, из которых €113,1 миллиона приходились на клиринг по сделкам с акциями и €51,4 миллиона – на клиринг по сделкам с деривативами.

14. Беседа с автором, 9 сентября 2008 года.

15. Пресс-релиз Европейского форума по ценным бумагам от 15 июня 2000 года.

16. Речь Пена Кента, произнесенная на конференции Международной юридической ассоциации в Амстердаме 19 сентября 2000 года.

17. Беседа с автором, 1 августа 2005 года.

18. Европейский форум ценных бумаг, 2 декабря 2000 года.

19. Группа CCP12 последовала странному обычаю международных финансовых организаций выносить в название неверную цифру. В пресс-релизе от июля 2001 года, объявляющем о создании группы, перечислены 13 участников (CME присоединилась с опозданием). К декабрю 2009 года в группу уже входило 25 членов, контролирующих более трех десятков центральных контрагентов в Северной и Южной Америке, Европе и Азии.

20. Reuters News 17 июля 2001 года сообщало: «Банки не видят возможности для панъевропейского контрагента по трейдингу акций».

21. Дэвид Харди, CEO LCH, и Патрис Рено, CEO Clearnet, в предисловии к руководству для пользователей Creating the Central Counterparty of Choice, 2003 год.

22. Euronext NV. «Примечания к консолидированной финансовой отчетности: регистрационные документы и годовой отчет за 2005 год».

23. Годовые отчеты и примечания LCH Clearnet Group к консолидированной финансовой отчетности, годовой отчет за 2005 год.

24. Из заявления Управления по добросовестной торговле Великобритании от 11 августа 2003 года о намерении не

рекомендовать предполагаемое слияние британской Антимонопольной комиссии.

16. Посттрейдинговая политика Европы

1. Документ Министерства финансов Великобритании «Предварительные требования к финансовым и рыночным услугам инвестиционных бирж и клиринговых палат», февраль 1999 года.

2. Первоначально в коллегия входили Центральный банк Франции, Комиссия по банковской деятельности, Совет французских финансовых рынков (по закону от августа 2001 года вошел в AMF), Национальный банк Бельгии, Бельгийский комитет по банкам и финансам, Голландское управление финансовых рынков и Центральный банк Голландии. В 2003 году к коллегии присоединились Банк Португалии и португальская Комиссия по рынку ценных бумаг (CMVM).

3. Под общим названием Joint Regulatory Authorities.

4. Доклад Европейского центрального банка «Политика в области консолидации клиринга с участием центрального контрагента», 27 сентября 2001 года.

5. См. два отчета группы Ламфалусси: «Предварительный доклад совета мудрецов по регулированию европейских рынков ценных бумаг», ноябрь 2000 года, и «Заключительный доклад совета мудрецов по регулированию европейских рынков ценных бумаг», февраль 2001 года.

6. Отчет группы Джованнини «Международные сделки и расчеты в Евросоюзе», ноябрь 2001 года.

7. Второй отчет группы Джованнини о системах клиринга и расчетов в Евросоюзе, апрель 2003 года.

8. Из предисловия к отчету группы Джованнини, апрель 2003 года.

9. Европейский центральный банк и Комитет европейских регуляторов ценных бумаг. Рекомендации по системам расчетов

по ценным бумагам и рекомендации по центральным контрагентам в Евросоюзе, май 2009 года.

10. Доклад Еврокомиссии «Основные политические проблемы и будущие вызовы в сфере сделок и расчетов в Евросоюзе», 2002 года.

11. Законодательная инновация, предложенная «советом мудрецов» Ламфалусси.

12. «Система клиринга и расчетов в Евросоюзе – путь в перед», 28 апреля 2004 года.

13. Группа юридической поддержки (LCG) и Группа экспертов по соответствию налоговому законодательству (Fisco) были сформированы спустя несколько месяцев. Sesame оказывал давление на ключевых игроков сектора, побуждая их к принятию решения в пользу объединения, а группы LCG и Fisco, в составе которых присутствовали эксперты из университетов, профессиональные юристы и специалисты по налогам, решали вопрос об устранении тех законодательных налоговых барьеров, за которые отвечают общественные институты.

14. На конференции Комитета европейских регуляторов ценных бумаг в Париже, 6 декабря 2004 года.

15. На XIV Ежегодном форуме инвестиционных банков Европы и США, 11 сентября 2005 года.

16. Исследование «Интеграция инфраструктур рынка ценных бумаг в еврозоне», проведенное Европейским центральным банком в 2005 году.

17. 7 января 2005 года.

18. Отчет Комиссии по конкуренции о предварительном расследовании соблюдения правил и процедур Комиссии по конкуренции в случае: а) предполагаемого приобретения Лондонской фондовой биржи Deutsche Börse AG и б) предполагаемого приобретения Лондонской фондовой биржи Euronext NV, 29 июля 2005 года. А также пресс-релиз «Комиссия по конкуренции считает, что слияние повредит конкуренции».

19. «Трейдинг ценных бумаг, клиринг, центральные контрагенты и системы расчетов в ЕС 25 – обзор текущего состояния», 30 июня 2005 года.

20. Документ назывался «Проблемы конкуренции в трейдинге и посттрейдинге в ЕС».

21. «Проект рабочего документа по посттрейдингу», а также «Приложение I: Анализ исследований посттрейдинговых расходов в Европе».

22. Еврокомиссия, Генеральный директорат по конкуренции, май 2006 года.

23. Европейский круглый стол по вопросам предоставления финансовых услуг «Системы клиринга и расчетов по ценным бумагам в Европе», декабрь 2003 года.

24. Заявление на XIV Ежегодном форуме инвестиционных фондов Европы и США, 13 сентября 2005 года.

25. Французская ассоциация инвестиционных фондов (AFEI), Итальянская ассоциация финансовых посредников (ASSOSIM), Французская федерация банков (FBF) и Лондонская ассоциация инвестиционных банков (LIBA). См. также совместное заявление «Европейские ассоциации трейдинга: призыв к ЕС начать действия по реформе европейских бирж и рыночной инфраструктуры», выпущенное AFEI и LIBA 20 февраля 2006 года.

26. Марио Нава, глава подразделения Генерального директората по вопросам единого рынка, отвечающего за инфраструктуру финансового рынка, на семинаре Европейского центрального банка «Проблемы клиринга с участием центральных контрагентов», 4 апреля 2006 года.

27. Еврокомиссия, Генеральный директорат по конкуренции, май 2006 года.

28. «Глобальная система клиринга и расчетов: план действий», январь 2003 года.

29. На X Конференции европейских финансовых рынков в Цюрихе.

30. Выступление Маккриви 11 июля 2006 года, в котором он представил Кодекс Комитету Европарламента по экономическим и финансовым вопросам.

31. Выступление Маккриви «Европейский кодекс деловой этики в секторе клиринга и расчетов» на пресс-конференции EACH, ECSDA, FESE, 7 ноября 2006 года.

32. См. раздел 8.9. Список соглашений, приведенный в данной главе, не исчерпывающий.

33. Пресс-релиз LCH.Clearnet Group от 9 августа 2007 года «Запрос LCH.Clearnet об установлении корреспондентских отношений с Deutsche Börse и Borsa Italiana в соответствии с Кодексом деловой этики».

34. На биржевом форуме Mondo Visione Exchange Forum в Лондоне, 4 июня 2008 года.

35. На европейской финансовой конференции «Приоритеты ЕС и рекомендации индустрии финансовых услуг Совету ECOFIN», 12 сентября 2008 года.

17. LCH.Clearnet под угрозой

1. Отчет LCH.Clearnet Group за первое полугодие 2006 года.
2. Беседа с автором, 11 сентября 2008 года.
3. Интервью с Дэвидом Харди, 25 июня 2003 года.
4. Встреча с автором, 9 сентября 2008 года.
5. Совместный пресс-релиз NYSE Group и Euronext NV от 1 июня 2006 года «NYSE Group и Euronext NV договорились о партнерстве».
6. Пресс-релиз Euroclear от 20 июля 2006 года «Сэр Найджел Уикс займет с 1 августа 2006 года должность председателя Euroclear».
7. Пресс-релиз LCH.Clearnet Group от 20 сентября 2007 года «LCH Clearnet будет применять Кодекс деловой этики внутри компании».
8. По данным Генерального директората Еврокомиссии по конкуренции, май 2006 года.
9. Пресс-релиз ICE от 14 сентября 2006 года «Межконтинентальная биржа заключает соглашение о приобретении NYBOT».
10. Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley и UBS.
11. Беседа с автором, 16 января 2006 года.
12. Беседа с автором, 4 декабря 2006 года.
13. Совместное заявление LCH.Clearnet и Euronext от 12 марта 2007 года.
14. Ежегодный отчет DTCC за 2006 год. Квадриллион – это миллион миллиардов, иными словами, годовой оборот DTCC в 2006 году превысил 1 500 000 000 000 000 долл.
15. Выступив 24 мая 2007 года на биржевом форуме Mondo Visione Exchange Forum в Лондоне, Донахью получил повышение и с августа 2007 года занял должность председателя и CEO DTCC.
16. Беседа с автором, Нью-Йорк, 1 февраля 2008 года, и последующая электронная переписка.
17. Беседа с автором, 21 февраля 2008 года.

18. Пресс-релиз LCH Clearnet и NYMEX от 6 марта 2008 года «NYMEX и LCH.Clearnet заявляют об историческом клиринговом альянсе».

19. «Ходатайство ICE Clear Europe о получении статуса авторизованной клиринговой палаты», 30 июня 2008 года.

20. Пресс-релиз LCH.Clearnet и NYMEX от 6 марта 2008 года «NYMEX и LCH.Clearnet заявляют об историческом клиринговом альянсе».

21. Сообщено автору 22 декабря 2009 года.

22. Заявление председателя LCH.Clearnet Group на основании консолидированной финансовой отчетности, 2007 года.

23. 'Banks mull European derivatives exchange', Financial News, 28 января 2008 года.

24. Пресс-релиз NYSE Euronext от 15 марта 2008 года «LIFFE создает LiffeClear».

25. Пресс-релиз LCH.Clearnet Group от 31 октября 2008 года «LCH.Clearnet и LIFFE заключают новое клиринговое соглашение».

26. Пресс-релиз LCH.Clearnet Group от 29 апреля 2008 года «Результаты и новые объявления».

27. Проект слияния London Stock Exchange Group и Borsa Italiana SpA, 23 июля 2007 года.

28. Беседа Криса Тапкера с автором 8 сентября 2008 года. См. в гл. 13 о начале программы CCorp по созданию центрального контрагента для кредитных деривативов, а о последствиях этого замысла см. в главах 18 и 19.

29. Группа приняла бренд SIX Group в августе 2008 года, сменив прежнее название Swiss Financial Market Services, под которым холдинг начинал функционировать с января. После ребрендинга центральный контрагент SISx-clear стал называться SIXx-clear.

30. Комментарий Министерства юстиции США в ответ на запрос Министерства финансов по поводу структур, регулирующих финансовые институты, 31 января 2008 года.

31. Из речи, произнесенной на форуме Mondo Visione Exchange Forum в Лондоне, 24 мая 2007 года.

32. Беседа с автором, 9 сентября 2008 года.

33. Совместный пресс-релиз DTCC и LCH.Clearnet от 22 октября 2008 года «DTCC и LCH.Clearnet объявляют о планах слияния и создания ведущей клиринговой палаты».

34. Отчет CEO, годовой отчет и консолидированные финансовые отчеты LCH.Clearnet Group за 2008 год.

Часть V. Новая парадигма: клиринг после кризиса

18. Снижение рисков на внебиржевом рынке

1. Юридическая процедура, в рамках которой управление одной организацией по решению суда или законодательного контролирующего органа передается другой организации – внешнему управляющему. Внешнее управление, как правило, рассматривается как возможность избежать публичной национализации. В случае с Fannie и Freddie 7 сентября 2008 года управление обеими компаниями перешло к Федеральному агентству жилищного финансирования, после чего они получили финансовую помощь от Казначейства США.

2. В основе краткого изложения кризисной ситуации в AIG лежит обсуждение автором указанных событий с участниками рынка, а также материалы Комитета Палаты представителей США по надзору и правительственным реформам (7 октября 2008 года), свидетельства руководителя страхового департамента штата Нью-Йорк, Эрика Диналло (его доклад «Восстановление AIG после финансовой помощи»); Роберта Виллюмштада – руководителя и председателя совета директоров AIG во время кризиса; бывшего президента и руководителя AIG и Европейского центрального банка (август 2009 года) Мартина Салливана (доклад «Кредитные дефолтные свопы и риск невыполнения обязательств»).

3. Например, Гари Генслер, председатель Комиссии по торговле финансовыми фьючерсами, заявил, что кредитные дефолтные свопы «сыграли ключевую роль» в развитии финансового кризиса. Именно они привели к тому, что AIG понадобилась срочная финансовая помощь в размере 180 млрд долл. См.: Программная речь «Перспективы развития рынков внебиржевых деривативов», 9 марта 2010 года.

4. Цитируется по материалам Европейского центрального банка, август 2009 года.

5. Так утверждает Генслер в своих заметках, подготовленных для конференции Комиссии по торговле товарными фьючерсами, которая прошла в Брюсселе 25 сентября 2009 года.

6. Как отмечали в Международном валютном фонде: «Если бы эти контракты проводились через центрального контрагента, требования залогового обеспечения все равно создали бы для AIG определенные проблемы, но они появлялись бы быстрее и чаще. И, таким образом, необеспеченные риски не достигли бы того уровня, когда они стали критичными для стабильности всей системы». Отчет МВФ «О мировой финансовой стабильности», глава 3: «Повышение надежности внебиржевых деривативов – роль центральных контрагентов», апрель 2010 года.

7. Письменные показания Комитету по сельскому хозяйству Палаты представителей. Комиссия по торговле товарными фьючерсами, 15 октября 2008 года.

8. В заседаниях «большой двадцатки» принимают участие министры финансов и главы центральных банков следующих стран: Аргентины, Австралии, Бразилии, Германии, Индии, Индонезии, Италии, Канады, Китая, Мексики, России, Турции, Франции, Саудовской Аравии, Соединенного Королевства, США, Южной Африки, Южной Кореи, Японии, а также ЕС (его представляют председатели Европейского совета и Европейского центрального банка). Также на встречах присутствуют управляющий директор МВФ и президент Всемирного банка.

9. Об этом рассказал один из высокопоставленных участников встречи на брифинге для прессы в Белом доме.

10. Резолюция встречи на высшем уровне по проблемам финансовых рынков и мировой экономики, 15 ноября 2008 года.

11. «Отчет Форума финансовой стабильности о результатах работы по повышению надежности рынка и финансовых институтов», 10 октября 2008 года.

12. Заявление комиссара Еврокомиссии Маккриви 17 октября 2008 года о проведении до конца года анализа рынка деривативов. Из заявления видно, насколько изменилось направление работы Еврокомиссии. До банкротства Lehman Комиссия работала над тем, чтобы котирующиеся на бирже деривативы подпали под действие Кодекса деловой этики, чьи положения о совместимости направлены на стимулирование конкуренции между центральными контрагентами.

13. Пресс-релиз Министерства финансов США от 14 ноября 2008 года «Президентская рабочая группа выступила с инициативой по усилению надзора за внебиржевым рынком деривативов и укреплению его инфраструктуры».

14. «Основные задачи по рынку внебиржевых деривативов», 14 ноября 2008 года.

15. Пресс-релиз Федерального резервного банка Нью-Йорка от 10 октября 2008 года «Федеральный резервный банк Нью-Йорка собирается провести встречу по вопросу создания центрального контрагента для сделок с кредитными дефолтными свопами».

16. Совместный пресс-релиз Интерконтинентальной биржи и Клиринговой корпорации от 10 октября 2008 года «Отраслевая группа компаний подписала письмо о намерениях по созданию глобального центрального контрагента, работающего с кредитными дефолтными свопами».

17. Совместный пресс-релиз Интерконтинентальной биржи и Клиринговой корпорации от 30 октября 2008 года «Интерконтинентальная биржа, Клиринговая корпорация и девять

крупнейших дилеров объявили о новом повороте в создании глобального клирингового решения для сделок с кредитными дефолтными свопами. В рамках реализации этого проекта Интерконтинентальная биржа приобретает Клиринговую корпорацию», а также беседа автора с участниками рынка. Девятью крупнейшими дилерами являлись: Bank of America, Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan, Merrill Lynch, Morgan Stanley and UBS. Позднее к ним присоединился Barclays Capital.

18. Пресс-релиз Федерального резервного банка Нью-Йорка от 31 октября 2008 года «Федеральный резервный банк Нью-Йорка одобряет дальнейшие шаги представителей индустрии в отношении внебиржевых деривативов». Вместе с пресс-релизом были опубликованы копия письма-обязательства и двадцать три страницы Приложений с подробным изложением всех деталей. См. также: пресс-релиз DTCC от 31 октября 2008 года «Депозитарная трастовая и клиринговая корпорация опубликует данные по кредитным дефолтным свопам из общей базы данных по сделкам».

19. Данные ISDA приведены здесь в качестве примера. Другие источники, включая Банк международных расчетов и общую базу данных по сделкам Депозитарной трастовой и клиринговой корпорации, дают иные цифры. Однако общая тенденция резкого снижения объемов прослеживается везде.

20. Пресс-релиз DTCC от 11 октября 2008 года «Депозитарная трастовая и клиринговая корпорация сообщает о неправильной оценке рынка кредитных дефолтных свопов».

21. Очередные заявления и письма-обязательства были опубликованы 2 июня, 8 сентября 2009 года и 1 марта 2010 года.

22. Заявление Федерального резервного банка Нью-Йорка «Участники рынка готовы расширить централизованный клиринг на внебиржевые деривативы», 8 сентября 2009 года. С октября 2009 года 15 банков обязались проводить через центрального контрагента клиринг 95 % новых стандартизированных сделок по кредитным дефолтным свопам и совместно проводить клиринг не

менее чем по 80 % всех своих стандартизированных сделок. Что касается деривативов по процентным ставкам, то дилеры договорились, что к декабрю 2009 года каждый из них будет проводить клиринг по 90 % новых стандартизированных сделок, а все вместе – по 70 % новых и по 60 % прошлых стандартизированных сделок. Цифры индивидуальных обязательств базируются на номинальных объемах, в то время как совместное количество сделок, по которым будет проведен централизованный клиринг, рассчитывалось на основе средневзвешенного номинального объема прошлых стандартизированных сделок с каждым контрагентом 15 внебиржевых дилеров. Стандартизированными считались сделки между любыми двумя подотчетными 15 внебиржевым дилерам контрагентами, у каждого из которых существовали клиринговые отношения с одним или более соответствующим центральным контрагентом. Это означало, что под указанные обязательства попадали только сделки между дилерами. Однако дилеры пообещали расширить круг соответствующих контрагентов, а также спектр деривативов, по которым будет проводиться централизованный клиринг, и увеличить намеченные цифры по мере того, как контрагенты будут совершенствовать свои клиринговые возможности.

23. Заявление Федерального резервного банка Нью-Йорка «Федеральный резервный банк Нью-Йорка одобряет новые обязательства представителей финансовой индустрии в отношении внебиржевых деривативов», 1 марта 2010 года. Вместе с заявлением были опубликованы копия письма участников от 1 марта и краткий обзор их обязательств.

24. Возмущение проявилось во время встречи министров финансов стран «большой семерки» в Вашингтоне 10 октября 2008 года. Позже его красочно описал тогдашний министр финансов США Хэнк Полсон в своей книге *On the Brink*, опубликованной в 2010 году.

25. Данные презентации для встречи Контактной группы Европейского центрального банка по вопросам инфраструктуры рынка ценных бумаг в евро, состоявшейся 14 ноября 2008 года. Eurex дает ссылку на следующий источник: «Отчет по кредитным дериватам Британской банковской ассоциации за 2006 год».

26. См. документ, выпущенный Еврокомиссией 18 декабря 2008 года, «Обязательства представителей финансовой индустрии перед Еврокомиссией по организации клиринга с участием центрального контрагента по сделкам с кредитными дефолтными свопами в Европе». Документ подписали Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley и UBS.

27. Письмо комиссару Маккриви «О предыдущих обязательствах представителей финансовой индустрии перед Еврокомиссией по организации клиринга с участием центрального контрагента по сделкам с кредитными дефолтными свопами в Европе», 17 февраля 2009 года. К подписавшим первое письмо позднее присоединились Barclays Capital и Nomura International. Информация также основана на беседах автора с официальными лицами и участниками рынка.

28. «Выводы Совета по экономическим и финансовым вопросам ЕС в отношении расчетно-клиринговых операций», 2 декабря 2008 года.

29. См. решения управляющего совета Европейского центрального банка (в дополнение к решениям, устанавливающим процентные ставки), 18 декабря 2008 года.

30. Конфиденциальный отчет Банка Франции «К вопросу о клиринге во Франции и европейских подходах к вопросам клиринга внебиржевых деривативов», 16 января 2009 года.

31. Jones, Linton. Issues affecting the OTC derivatives market and its Importance to London, 2009.

32. 'Paris toughens regulation line with call for clearing system'. Financial Times, 30 января 2009 года.

33. «Декларация об укреплении финансовой системы», принята на встрече G20 2 апреля 2009 года.

34. Пресс-релиз LCH.Clearnet от 13 февраля 2009 года «LCH.Clearnet планирует запустить клиринговые услуги для еврозоны по сделкам с кредитными дефолтными свопами».

35. Пресс-релиз ISDA от 8 апреля 2009 года «ISDA объявляет об успешном внедрении протокола «Большой взрыв» по кредитным дефолтным свопам».

36. Пятая по счету встреча, состоявшаяся 1 апреля 2009 года, собрала представителей 10 надзорных органов и зарубежных центробанков, 12 американских регулирующих органов (включая организатора встречи – ФРБ Нью-Йорка), 4 отраслевых групп США, 8 американских инвесторов и 15 крупнейших внебиржевых дилеров.

37. Пресс-релиз Банка международных расчетов от 20 июля 2009 года «О пересмотре “Рекомендаций для центральных контрагентов” рабочей группой CPSS – IOSCO».

38. Пресс-релиз ФРБ Нью-Йорка от 24 сентября 2009 года «Программа международного сотрудничества в области регулирования деятельности центральных контрагентов и торговых репозиторий по сделкам с внебиржевыми деривативами» для форума, на котором были представлены 35 международных финансовых регуляторов из 13 стран и ЕС, а также международные группы, занимающиеся разработкой стандартов: Комитет по платежным и расчетным системам и Международная организация комиссий по ценным бумагам.

39. «Пересмотр CPSS – IOSCO-стандартов для платежных, торговых и расчетных систем», 2 февраля 2010 года.

40. Письмо Тимоти Гайтнера лидеру демократического большинства в Сенате Гарри Рейду и другим, 13 мая 2009 года.

41. Министерство финансов США: «Реформа финансовой нормативной базы. Новые принципы», 17 июня 2009 года.

42. Пресс-релиз Министерства финансов США от 11 августа 2009 года «Предложенная администрацией реформа нормативной базы вышла на новый уровень. Итоговые предложения по внесению изменений в законодательство отправлены на Капитолийский холм».

43. Выступление министра финансов США Тимоти Гайтнера на совместных слушаниях по регулированию обращения внебиржевых деривативов в комитетах Палаты представителей по финансовым услугам и по сельскому хозяйству, 10 июля 2009 года.

44. Сообщение Еврокомиссии «О мерах по обеспечению эффективной, надежной и стабильной работы рынков деривативов», 3 июля 2009 года.

45. Замечания Чарли Маккриви на ужине для участников конференции по деривативам «Деривативы и распределение рисков», 24 сентября 2009 года.

46. Заявление глав «большой двадцатки» на саммите в Питтсбурге, 25 сентября 2009 года.

47. Пресс-релиз Еврокомиссии от 20 октября 2009 года «План действий по обеспечению эффективной, надежной и стабильной работы рынков деривативов», а также пресс-релиз от 20 октября 2009 года «Комиссия по регулированию рынков финансовых услуг предлагает план действий по обеспечению большей надежности рынков деривативов».

48. Регулируемые рынки (то есть биржи), многосторонние трейдинговые системы и систематические интернализаторы.

49. Выступление на форуме MondoVinone Exchange Forum, Лондон, 3 июня 2009 года.

50. Duffie Durrell and Zhu Haoxiang. Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk? 9 марта 2009 года.

51. Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure, январь 2010 года. Как и в любом служебном документе Федерального резервного банка, позиция банка не обязательно совпадала с точкой зрения авторов.

52. Заявление Управления по финансовому регулированию и надзору и Министерства финансов Великобритании «Реформирование рынка внебиржевых деривативов. Позиция Великобритании», декабрь 2009 года.

53. Комментарии в ходе дискуссии на Eurofi Financial Forum в 2009 году в Гётеборге, Швеция.

54. Материалы к встрече в Королевском институте международных отношений: Гари Генслер, «Реформа внебиржевых деривативов», 18 марта 2010 года.

55. Комментарии председателя Комиссии по торговле товарными фьючерсами Гари Генслера для Конференции по регулированию внебиржевых деривативов, организованной Еврокомиссией в Брюсселе, 25 сентября 2009 года.

56. 'The Gensler Agenda, an interview Will Acworth'. Futures Industry Magazine, сентябрь 2009 года.

57. Свидетельство Гари Генслера в Сенате перед Комитетом по сельскому хозяйству, 18 ноября 2009 года.

58. Материалы к встрече в Королевском институте международных отношений. Gensler, Gary. OTC Derivatives Reform, 18 марта 2010 года.

19. Клиринг свопов

1. По данным Банка международных расчетов, во второй половине 2008 года номинальный размер непогашенных обязательств по всем внебиржевым контрактам снизился примерно на 20 %, до 547,4 трлн долл., в то время как рынок биржевых контрактов, чей объем был значительно меньше, сокращался быстрее – на 29 %, то есть 57,9 трлн долл. В первой половине 2009 года оба рынка – и биржевой, и внебиржевой – отыграли назад 10 %. Но значительно меньший объем биржевой торговли означал, что к концу июня 2009 года номинальный объем непогашенных обязательств по контрактам, заключенным через биржи, был намного ниже уровня конца 2007 года, в то время как объем непогашенных обязательств на мировом рынке внебиржевых деривативов вернулся к показателям 2007 года. См. данные Банка международных расчетов за ноябрь 2009 года «Рынок внебиржевых деривативов в первой половине 2009 года».

2. Данные по номинальным объемам, приведенные в этом и предшествующем абзацах, относятся к концу июня 2009 года.

3. Пресс-релиз Депозитарной трастовой и клиринговой корпорации от 12 января 2009 года «Депозитарная трастовая и клиринговая корпорация окажет поддержку всем центральным контрагентам по сделкам с внебиржевыми кредитными деривативами».

4. Совместное заявление LCH.Clearnet и Liffe NYSE Euronext «Liffe и LCH.Clearnet первыми запускают обслуживание кредитных дефолтных свопов через Vclear», 22 декабря 2008 года.

5. Комментарии к финансовому форуму Eurofit-2009. Гётеборг, Швеция, 1 октября 2009 года.

6. Информационные выпуски Интерконтинентальной биржи от 4, 5, 6, 9 и 10 марта 2010 года и от 2 июля 2009 года, а также результаты работы за июнь и второй квартал. Также см. «Приказ

Федеральной резервной системы об одобрении заявления о членстве ICE US Trust LLC, Нью-Йорк». Вступил в силу с 4 марта 2009 года.

7. Позднее переименован в ICE Link.

8. Пресс-релиз Eurex Clearing от 24 июля 2009 года «Eurex Credit Clear – европейское внебиржевое клиринговое решение для кредитных дефолтных свопов начинает работать с 30 июля 2009 года».

9. В ноябре 2009 года специализированное издание по рынкам с фиксированной доходностью – журнал Credit – присудило Eurex Credit Clear награду за технологические инновации Technology Innovation Award.

10. Данные по Eurex от 18 марта 2010 года, по ICE Clear Europe от 22 марта 2010 года.

11. Среди ожидаемых участников новой услуги группы CME в начале декабря 2010 года были названы Barclays Capital, Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, UBS, а также Bank of America, Merrill Lynch, Nomura Group и Royal Bank of Scotland. См. пресс-релиз CME Group от 3 декабря 2009 года «Группа CME называет участников – основателей клиринговой платформы для кредитных дефолтных свопов».

12. Данные с сайта CME Group, 24 марта 2010 года, www.cmegroup.com.

13. Изначально BNP Paribas, Société Générale, Natixis и Crédit Agricole.

14. По данным Банка международных расчетов, ноябрь 2009 года.

15. Презентация Дональда Донахью на Форуме для руководства DTCC «Создавая уверенность, открывая возможности, управляя рисками», 29 октября 2008 года.

16. Упомянуто в совместном пресс-релизе DTCC и LCH.Clearnet от 22 октября 2008 года «DTCC и LCH.Clearnet объявили о планах по слиянию и созданию крупнейшей в мире клиринговой палаты».

17. Пресс-релиз LCH.Clearnet от 3 февраля 2009 года «HSBC и JP Morgan вошли в число акционеров OTCDerivNet и объединили усилия для поддержки сервиса SwapClear LCH.Clearnet».

18. После всех потрясений 2008 года и включения в число акционеров JP Morgan и HSBC в OTCDerivNet входило 13 банков: Bank of America, Merrill Lynch, Barclays Capital, BNP Paribas, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, Société Générale и UBS. Источник: www.otcderivnet.com.

19. Пресс-релиз NYSE Euronext от 12 мая 2010 года «Группа NYSE Euronext объявляет о стратегии проведения клиринга в Европе». См. также раздел 20.5.

20. Комментарии на XV Ежегодном отраслевом форуме ISITC в Бостоне, 23 марта 2009 года.

21. Пресс-релиз DTCC от 29 апреля 2009 года «Предполагаемое слияние LCH.Clearnet и Депозитарной трастовой и клиринговой корпорации не состоится».

22. Заявление LCH.Clearnet «LCH.Clearnet вернет своим акционерам до 444 млн евро»; совместное заявление группы LCH.Clearnet и Euroclear «LCH.Clearnet и Euroclear будут совместно работать над улучшением посттрейдинговых услуг», 29 сентября 2009 года; «Годовой отчет и консолидированная финансовая отчетность за 2008 год» группы LCH.Clearnet.

23. Пресс-релиз LCH.Clearnet от 6 ноября 2009 года «LCH.Clearnet успешно провела реорганизацию базы акционеров».

24. Годовой отчет и консолидированная финансовая отчетность LCH.Clearnet за 2009 год.

25. Ранее услуга центрального контрагента называлась LiffeClear.

26. Данные взяты из различных пресс-релизов LCH.Clearnet, посвященных сервису SwapClear, за 2009 и 2010 годы.

27. Подробно показано в разделе 18.3.

28. Сообщение LCH.Clearnet «LCH.Clearnet запускает клиринговые услуги для инвесторов по глобальным внебиржевым свопам

на процентные ставки», 17 декабря 2009 года.

29. Сообщение LCH.Clearnet «За первый месяц работы проведен клиринг по сделкам с государственными облигациями Испании на общую сумму в 130 млрд евро», 9 сентября 2010 года.

30. См. раздел 18.8.

31. Новость стала известна 11 марта 2010 года на конференции представителей Фьючерсной ассоциации США в Бока-Ратон, когда Марта Тириннанци, глава рабочей группы по вопросам клиринга Федерального агентства жилищного финансирования, раскрыла информацию о том, что Fannie и Freddie провели пробный клиринг «теневых портфеля» свопов через Международную клиринговую палату по деривативам, LCH.Clearnet, а также через находящуюся в стадии разработки клиринговую платформу Чикагской товарной биржи.

32. «Разгорается война за клиринговый бизнес Fannie и Freddie: руководитель LCH.Clearnet назвал своего конкурента “безответственным”», 15 апреля 2010 года.

33. Раскин участвовал в дискуссии «Новый ландшафт посредничества по фьючерсным сделкам» на Международной конференции International Derivatives Expo – 2010, проходившей 8 июня 2010 года в Лондоне.

34. Сообщение Чикагской товарной биржи «Чикагская товарная биржа начинает проводить клиринг по внебиржевым сделкам со свопами на процентные ставки» от 18 октября 2010 года.

35. Беседа с Доном Донахью, Лондон, 12 января 2009 года.

36. Комментарии, сделанные 8 июня 2010 года в ходе дискуссии «Рождение клиринговой модели» на конференции International Derivatives Expo – 2010 в Лондоне.

37. Чикагская товарная биржа объявила о запуске клиринговой услуги 1RS, когда работа над книгой уже была завершена.

38. Комментарии, сделанные 8 июня 2010 года в ходе дискуссии «Рождение клиринговой модели» на конференции International Derivatives Expo – 2010 в Лондоне.

20. Перемена мест

1. Согласно годовому отчету DTCC за 2007 год (именно в этом году вступили в силу правила Reg NMS), объемы клиринга у DTCC, являвшейся подразделением NSCC, возросли с 34 млн сделок в день в 2006 году до 54 млн сделок в день в 2007 году. В целом за 2007 году корпорация провела клиринг по 13,5 млрд сделок. Это на 59 % превысило показатель предыдущего года (8,5 млрд сделок). До неттинга стоимость сделок возросла со 175 трлн долл. в 2006 году до 283 трлн долл. в 2007 году, когда в ходе неттинга стоимость сделок, подлежащих клирингу, сократилась на 98 %, до 5,2 трлн долл.

2. См. раздел 19.4.

3. В 2009 году планировали начать работу венгерская многосторонняя торговая площадка QUOTE, региональная многосторонняя торговая площадка для скандинавских ценных бумаг Burgundy и NASDAQ OMX Europe, также известная как NEURO NASDAQ. В мае 2010 года из-за отсутствия поддержки со стороны рынка NASDAQ закрыла NEURO, которая являлась компанией, независимой от NASDAQ OMX Nordic.

4. Годовой отчет и консолидированная финансовая отчетность группы LCH.Clearnet за 2009 год. О гудвиле на балансе группы LCH.Clearnet см. раздел 15.5.

5. На финансовом форуме Eurofit-2009 в Гётеборге, Швеция, 30 сентября 2009 года.

6. Отчет и финансовая отчетность EuroCCP за 2009 года.

7. Годовой отчет Европейской многосторонней клиринговой палаты «Клиринговые решения для всех» за 2009 год.

8. Комментарии Бодсона, 7 сентября 2010 года.

9. Flash crash создал паевой инвестиционный фонд, который решил продать 75 000 фьючерсных контрактов E-Mini S&P500 общей стоимостью в 4,1 млрд долл. на крайне волатильном

рынке, используя алгоритмический трейдинг. Алгоритм выполнил программу продажи за 20 минут, отправив рынок E-Mini, а также других фьючерсных контрактов и отдельных акций в падающую спираль. См. «Отчет Комиссии по торговле товарными фьючерсами и Комиссии по ценным бумагам и биржам о событиях на фондовом рынке 6 мая 2010 года».

10. У LCH.Clearnet, к примеру, после краха Lehman число требований об увеличении маржи при клиринге сделок по акциям в Лондоне увеличилось до пяти-восьми в день.

11. См. разделы 12.4 и 15.2.

12. Это соглашение не дотягивало до стандартов операционного взаимодействия, как они были определены в Кодексе. Тем не менее оно являлось еще одним шагом на пути к внедрению и распространению клиринга по сделкам с акциями в Европе.

13. Исторически сложилось, что центральные контрагенты появились в скандинавских странах сравнительно поздно. Крупные региональные депозитарии, владевшие акциями скандинавских центральных депозитариев по ценным бумагам, а также крупные банки на протяжении многих лет решительно сопротивлялись созданию центрального контрагента по акциям, видимо, опасаясь, что неттинг через него приведет к снижению объемов бизнеса и сокращению доходов скандинавских центральных депозитариев. В 2008 году брюссельский оператор центральных депозитариев Euroclear купил Скандинавский центральный депозитарий, который владел и управлял финскими и шведскими центральными депозитариями. И противодействие созданию в Скандинавии центрального контрагента практически сразу сошло на нет.

14. «Краткий обзор результатов 18-го заседания Контактной группы Европейского центрального банка по вопросам инфраструктуры рынка ценных бумаг в евро (COGESI)», 19 июня 2008 года.

15. «Стандарты управления рисками при взаимодействии центральных контрагентов», май 2008 года.

16. Беседа с Дайаной Чен, 3 июня 2009 года, а также пресс-релиз EuroCCP от 17 июня 2009 года «EuroCCP предлагает “Европейскую конвенцию по операционному взаимодействию”». Теоретически такая конвенция могла бы использоваться вместо растущего количества двусторонних конфиденциальных соглашений в тех случаях, когда несколько центральных контрагентов договариваются об операционном взаимодействии. Как отметила Д. Чен, чем больше центральные контрагенты взаимодействовали друг с другом, тем больше требовалось заключать двусторонних контрактов. Так, если об операционном взаимодействии договаривались четыре центральных контрагента, необходимо было заключить шесть двусторонних контрактов. Взаимодействие между шестью центральными контрагентами требовало заключения пятнадцати контрактов и так далее. Это грозило правовыми конфликтами, о которых заинтересованные стороны на начальном этапе могли даже не подозревать.

17. По материалам EuroCCP «Рекомендации по снижению рисков среди взаимодействующих центральных контрагентов», январь 2010 года.

18. По материалам EMCF «Операционное взаимодействие для центральных контрагентов. Путь вперед», 29 декабря 2009 года.

19. Согласно краткому изложению Соглашения о взаимодействии между LCH.Clearnet и SIX x-clear AG, опубликованному 8 февраля 2010 года, оговаривалось, что на чистые позиции одного центрального контрагента по отношению к другому должны распространяться примерно такие же требования по марже и залоговому обеспечению, какие этот центральный контрагент применяет к своим участникам.

20. 6 сентября 2010 года.

21. Управление по финансовому регулированию и надзору, Комиссия по регулированию финансовых рынков, Голландский национальный банк, Служба надзора за финансовыми рынками Швейцарии и Швейцарский национальный банк. «Позиция

надзорных органов по вопросам операционного взаимодействия», 12 февраля 2010 года.

22. Пресс-релиз NYSE Euronext от 12 мая 2010 года «Группа NYSE Euronext объявляет о стратегии проведения клиринга в Европе».

23. Выступление Деклана Уорда в рамках дискуссии «Рождение клиринговой модели» на конференции International Derivatives Expo – 2010 в Лондоне.

24. Ответ Пола Макгрегора на вопрос автора книги на форуме Mondo Visione Exchange Forum, 2 июня 2010 года.

25. Объявленные доходы LCH.Clearnet SA за 2009 год составили 179,5 млн евро, из которых 89 млн евро пришлось на доходы от клиринга.

26. По материалам LCH.Clearnet «Клиринговые услуги группы NYSE Euronext», 12 мая 2010 года.

27. Сообщение агентства Associated France Press «S&P снижает кредитный рейтинг NYSE Euronext» от 13 мая 2010 года.

28. Совместный пресс-релиз NYSE Euronext и DTCC от 18 июня 2009 года «NYSE Euronext и DTCC создают совместное предприятие, чтобы повысить эффективность клиринга по сделкам с ценными бумагами и деривативами с фиксированным доходом».

29. Выступление Макгрегора на форуме Mondo Visione Exchange Forum – 2009 в Лондоне.

30. Речь Уолтера Лаккена на приеме, организованном NYSE Euronext 9 сентября 2009 года во время конференции Burgenstock в Интерлакене. Лаккен пришел в юридический департамент NYSE Euronext 13 июля 2009 года на должность старшего вице-президента по вопросам структуры мировых рынков.

31. Письмо Мюне Позмантера в газету Financial Times «Почему именно конкуренция – наше будущее» 10 сентября 2009 года. Позмантер являлся управляющим директором Группы по расчетам и клирингу продуктов с фиксированной доходностью, принадлежавшей DTCC.

32. По данным прессы, среди них были: Citigroup, Citadel Investment Group, Deutsche Bank, Merrill Lynch, Bank of America, Barclays Capital, Credi tSuisse, eSpeed, Getco, JP Morgan Chase, Peak6 и Royal Bank of Scotland.

33. Пресс-релиз ELX Futures от 14 октября 2009 года «Комиссия по срочной биржевой торговле разрешила ELX применять правило EFF».

34. По сообщению Клиринговой корпорации по опционам, а также по данным годового отчета за 2009 год, этими пятью фьючерсными биржами были CBOE (Чикаго), ELX Futures (Нью-Йорк), NASDAQ OMX (Филадельфия), NYSE Liffe US (Нью-Йорк) и OneChicago (Чикаго).

35. Совместный пресс-релиз NYSE Euronext и DTCC от 13 октября 2009 года «NYSE Euronext и DTCC подписали договор о создании совместного предприятия New York Portfolio Clearing».

36. Негативное влияние высокой стоимости посттрейдинговых услуг на результаты работы Лондонской фондовой биржи было лейтмотивом выступлений директора биржи Ксавье Роле. В качестве примера можно привести его программную речь на форуме Mondo Visione Exchange Forum в Лондоне 1 июня 2010 года.

37. Пресс-релиз Лондонской фондовой биржи от 18 января 2010 года «Назначен новый директор по посттрейдинговым услугам Лондонской фондовой биржи».

38. Приветственная речь на конференции IDX, International Derivatives Expo – 2010 в Лондоне 8 июня 2010 года.

39. Пресс-релиз LCH.Clearnet от 5 октября 2010 года «LCH.Clearnet отмечает рост объемов клиринга по сделкам с кредитными дефолтными свопами за период с 31 марта по 24 сентября 2010 года».

40. Сообщение ICE «ICE отмечает рекордные объемы клиринга по фьючерсным сделкам. За период с начала работы и по 30 сентября 2010 года ICE Trust и ICE Clear Europe провели клиринг по сделкам с кредитными дефолтными свопами на общую сумму в 121 трлн евро», 4 октября 2010 года.

21. Движение вперед

1. Закон Додда – Франка о реформировании Уолл-стрит и защите потребителей. Принят Конгрессом 111-го созыва (2009–2010).

2. Пресс-релиз CFTC от 21 июля 2010 года «CFTC публикует перечень сфер нормотворчества, касающихся внебиржевых деривативов».

3. Заявление председателя Комиссии Гари Генслера перед региональной конференцией Международной ассоциации по свопам и дериватам, 16 сентября 2010 года.

4. Для LCH.Clearnet предложение установить ограничения на голосование представляло меньшую угрозу, чем поправка Линча, поскольку клиринговая палата уже применяла к своим собственникам «правило пяти процентов».

5. Заявления Генслера, Саммерс и О’Малия по вопросу управления клиринговыми палатами деривативов опубликованы на сайте CFTC (www.CFTC.gov) в разделе «Пресс-центр, выступления и свидетельства».

6. Комиссия ЕС. «Предложение Правила по внебиржевым дериватам, центральным клиринговым контрагентам и торговым репозиториям», 15 сентября 2010 года.

7. ESMA – один из трех европейских надзорных органов, который вместе с Европейским советом по системным рискам образует Европейскую систему финансового надзора (ESFS). ESFS, созданную как ответ на кризис, практикует жесткий режим финансового надзора в рамках ЕС, следуя рекомендациям доклада Жака де Лауазьера, бывшего управляющего директора МВФ и управляющего Государственного банка Франции. ESMA заменила собой Комитет европейских регуляторов ценных бумаг. Два других органа заменили комитеты регуляторов банковского и страхового секторов.

8. Заявления к Eurofi Financial Forum – 2010 в Брюсселе, 28 сентября 2010 года.

9. «Рабочий документ European Commission Services по возможному внесению дальнейших изменений в Директиву о требованиях к капиталу», январь 2010 года.

10. Пресс-релиз и Приложение к нему Базельского комитета по банковскому надзору Банка международных расчетов от 12 сентября 2010 года «Группа управляющих и руководителей надзорных ведомств обнародовала повышенные глобальные требования к минимальному размеру капитала».

11. Базельский комитет Банка международных расчетов опубликовал свои пресс-релизы и Приложения к ним 26 июля и 12 сентября 2010 года. В них содержалась сводная информация по «основным структурным элементам» соглашения «Базель III» на каждую из указанных дат. Каждое из приложений включало в себя раздел, озаглавленный «Контрагентский кредитный риск», в котором имелись четыре ключевых параграфа с указанием мер по стимулированию банков, подверженных рискам, связанным с неподлежавшими клирингу внебиржевыми деривативами, использовать услуги центрального контрагента. Четвертый параграф содержал ссылку на предложение установить банкам некоторый коэффициент риска, связанный с их залоговым обеспечением у центрального контрагента и переоценкой по рынку. Данное предложение содержалось в основном тексте. Три других ключевых параграфа содержали предложения о повышении требований к капиталу для банков, работавших с неподлежавшими централизованному клирингу внебиржевыми деривативами, а именно:

«– Изменить облигационно-эквивалентный подход к хеджированию, учету рисков, реальным срокам погашения и двойным счетам.

– Обратить внимание на избыточную категоризацию переоценки кредитов, отменить пятикратный умножающий коэффициент, предложенный в декабре 2009 года.

– Установить уровень корреляции стоимости активов в 25 %, чтобы учесть повышенные риски, присущие другим финансовым организациям, и помочь решить проблему взаимозависимости, при этом поднять пороговую сумму с 25 до 100 млрд долл.»

Несмотря на отправленные запросы, во время написания книги никаких более детальных разъяснений от Банка международных расчетов автором получено не было.

12. См. раздел 18.5.

13. Беседа с автором, март 2010 года.

14. Рекомендации Банка международных расчетов центральным контрагентам, ноябрь 2004 года.

15. Duffle, Darrell, Li. Ada, Lubke, Theo. Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure, январь 2010 года.

16. Это выражение Пирсон использовал, выступая на конференции в Лондоне 11 мая 2010 года.

17. 'Rolet urges safeguards on clearing houses', Financial Times, 29 февраля 2009 года.

18. Заявление Службы финансового надзора и Казначейства Ее величества «Реформирование рынков внебиржевых деривативов – перспективы для Великобритании», декабрь 2009 года. Английские власти привели данный аргумент, выступая против идеи предоставления организациям ЕС дальнейших надзорных полномочий Европейской комиссии по ценным бумагам и финансовым рынкам над функционированием центрального контрагента в Великобритании.

19. Доклад Международного валютного фонда о глобальной финансовой устойчивости, глава 3: «Сделать внебиржевые деривативы безопаснее – задача центральных контрагентов», апрель 2010 года.

20. Шапиро, как и Генслер, была назначена на свой пост администрацией президента Обамы 27 января 2009 года, став первой женщиной – председателем Комиссии по ценным бумагам.

21. Сообщение агентства Reuters «CFTC и SEC требуют большей “сетки безопасности” для дилеров», 28 апреля 2010 года.

22. На ежегодной конференции операционистов Ассоциации индустрии ценных бумаг и финансовых рынков, 5 мая 2010 года.

23. Выступление перед Комитетом по делам ЕС палаты лордов 9 февраля 2010 года.

24. Вступительное слово президента Европейского центрального банка Жана-Клода Трише на Европейском финансовом форуме в Брюсселе «Поддержать темп финансовой реформы», 29 сентября 2010 года.

25. Совет по финансовой стабильности образован в апреле 2009 года на саммите G20. Его задачами являются координация и продвижение эффективной регуляторной и надзорной политики. Позже обновился и расширился, в его состав вошли представители стран «большой двадцатки», Гонконга, Нидерландов, Сингапура, Испании и Швейцарии, ведущих международных финансовых организаций и ключевых международных комиссий-регуляторов.

26. ‘Clearing reforms for Chile’s Exchange’, Financial Times, 31 мая 2010 года.

27. Всемирная федерация бирж. Обзор рынка за 2009 год. www.world-exchanges.org.

28. Австралия, Китай, Индия, Индонезия, Япония и Южная Корея.

29. Сообщение на сайте www.sgx: «Сингапурская биржа первой в Азии занялась клирингом внебиржевых финансовых деривативов», 20 сентября 2010 года. На момент публикации сообщения эта услуга по-прежнему ожидала одобрения регулирующего органа.

30. Отчет Резервного банка Индии о финансовой стабильности, март 2010 года.

31. По данным www.ccilindia.com.

32. «Трехлетний бизнес-план» доступен на сайте www.jscs.co.jp/en.

33. По материалу Агентства финансовых услуг «Развитие институциональных структур применительно к финансовым рынкам и рынкам капитала», 21 января 2010 года.

34. Речь главы Народного банка Китая Чжоу Сяочуаня на церемонии открытия Шанхайской клиринговой палаты. www.pbc.gov.cn.

35. Отчет об усовершенствовании посттрейдинговой обработки сделок на внебиржевые деривативы в Японии.

36. Пресс-релиз Народного банка Китая от 28 ноября 2009 года «В Шанхае создана Межбанковская клиринговая палата».

22. Выводы и размышления

1. Исторические данные взяты из источника: Kennedy, Paul, The Rise and Fall of the Great Powers, 1988. В 2009 году доля Китая в мировом объеме выпуска условно чистой продукции обрабатывающей промышленности составляла 15,6 %. Таким образом, Китай стал второй индустриальной державой мира (по данным ЮНИДО и Организации Объединенных Наций).

2. Комиссия по торговле товарными фьючерсами, 1 октября 2010 года.

3. См. главу 6.

4. Комментарии в ходе дискуссии с топ-менеджерами бирж на Международной выставке деривативов – IDX, 8 июня 2010 года, Лондон.

5. Из электронной переписки с автором, 14 октября 2010 года.

Приложение 2. Глоссарий^[7]

Акционерный капитал – доля в капитале корпорации или фирмы в виде обычных или привилегированных акций. Ценные бумаги, которые представляют собой долю в собственности, могут котироваться или торговаться на фондовой бирже, либо не котироваться, либо являться иной формой акционерного капитала. Акции представляют собой часть капитала компании, несущую определенные риски. Как правило, они приносят доход в виде дивидендов.

Алгоритмическая торговля (также **алгоритмический трейдинг**) – использование для принятия решений по торговым операциям компьютерной программы, которая выбирает следующие параметры заявки: время выставления, цену и объем и зачастую выставляет заявку на торги автоматически. См. также «Высокочастотный трейдинг» – методика, возникшая вследствие возросшей скорости и возможностей алгоритмической торговли.

Арбитраж – использование разницы в ценах на связанных рынках.

Базовое юридическое лицо – корпорация или любое другое юридическое лицо, имеющее задолженность, информация о которой хранится в центральном депозитарии ценных бумаг.

Базовый актив – финансовый инструмент, ценная бумага или биржевой товар, на котором основан контракт на дериватив.

Банковский надзор – обычно осуществляется центральным банком. Наблюдение за финансовыми инфраструктурами имеет целью обеспечение безопасности и эффективности за счет мониторинга деятельности действующих и создающихся поставщиков услуг путем оценки их в соответствии с применимыми стандартами и принципами, а также инициирования изменений в случае необходимости.

«Большая семерка» (G7) – неофициальный форум лидеров наиболее развитых в экономическом отношении стран: США, Японии, Германии, Франции, Великобритании, Канады и Италии. Основной форум, на котором в период с 1987 по 2008 год предпринимались попытки координирования экономической политики.

«Большая десятка» (G10) – Бельгия, Канада, Франция, Германия, Италия, Япония, Нидерланды, Швеция, Швейцария, Великобритания и США. Путаницу вносит то, что «Большая десятка» состоит из 11 стран. Была создана в 1960-е годы с целью в случае необходимости предоставить ресурсы МВФ посредством Генеральных соглашений о займах (ГСЗ). Поскольку ее страны-участники были и являются финансово весомыми игроками, G10 продолжает действовать как форум для взаимодействия в области финансовой политики.

«Большая двадцатка» (G20) – страны «большой семерки» плюс Аргентина, Австралия, Бразилия, Китай, Индия, Индонезия, Мексика, Россия, Саудовская Аравия, ЮАР, Корея, Турция и Евросоюз. Приняла роль координатора международной экономической политики у G8 в ноябре 2008 года после финансового урагана сентября – октября того года.

Бэк-офис (операционный офис) – подразделение компании, отвечающее за оформление сделок и расчеты по ним.

Верификация – процесс сравнения и в случае необходимости урегулирования расхождений параметров сделки или расчетов, который обычно осуществляется в момент заключения сделки или непосредственно после. В. касается таких параметров, как цена, количество, расчетная дата сделки, и скорее предшествует клирингу и расчетам, чем является их составной частью.

Вертикально интегрированная структура – результат эксклюзивной вертикальной интеграции, при которой в одной корпоративной структуре провайдера инфраструктурных услуг объединяются все типы услуг от трейдинга до клиринга и/или клиринга с участием центрального контрагента и расчетов.

Взаимозаменяемость – в контексте рынка деривативов означает контракт, который может быть заменен другим контрактом. Для закрытия открытых позиций можно использовать только взаимозаменяемые контракты.

Внебиржевой рынок – рынок вне организованных бирж, на котором сделки совершаются по телефону или посредством компьютерных сетей, соединяющих участников рынка, до недавнего времени, как правило, без участия центрального контрагента.

Внутридневной кредит – кредит, предоставленный на срок менее одного рабочего дня, как правило, центральным банком.

Высокочастотный трейдинг – следование стратегии компьютеризованной торговли, позволяющей покупать и продавать финансовые активы в течение миллисекунд (одна тысячная доля секунды) или микросекунд (одна миллионная доля секунды) и удерживать их в течение кратчайшего промежутка времени. Используя специальное программное обеспечение, компьютеры проводят одновременно тысячи сделок. Опасения в связи с высокочастотным трейдингом возникли после «мгновенного краха» 6 мая 2010 года, когда промышленный индекс Доу-Джонса рухнул почти на 1000 пунктов и оставался на этом уровне в течение 20 минут.

Гарантийный фонд обеспечения исполнения обязательств – фонд, состоящий из активов, как правило, внесенных участниками центрального контрагента, которые могут быть использованы им в определенных обстоятельствах для того, чтобы покрыть убытки и восстановить ликвидность, нарушенную в результате неисполнения обязательств его участниками. Известен также как «клиринговый фонд».

Горизонтальная интеграция – ситуация, когда клиринг и расчеты управляются и контролируются разными организациями и отделены от торговой инфраструктуры, при этом один из этих видов деятельности или даже все три интегрированы по функциональному

признаку с подразделениями других организаций, оказывающих подобные услуги.

Директива Евросоюза о рынках финансовых инструментов (MiFID) – законодательный акт Европейского союза, вступивший в силу в ноябре 2007 года. Он полностью пересматривает директиву «Об инвестиционных услугах» (MiFID) с целью дальнейшей интеграции финансовых рынков ЕС и поощрения конкуренции на них.

Двустороннее соглашение об обеспечении – соглашение, определяющее условия, в соответствии с которыми обеспечение размещается или передается между контрагентами не подлежащего клирингу внебиржевого контракта купли-продажи производного финансового инструмента.

Дериватив – финансовый контракт, стоимость которого зависит от стоимости одного или более базисных справочных активов, ставок или индексов, лежащих в его основе. Деривативы включают в себя форварды, фьючерсы, опционы, свопы или их комбинации.

Директива – законодательный акт Европейского союза, имеющий обязательную силу на территории Евросоюза, но оставляющий стране право решать, какие формы и методы необходимо использовать при разработке национального законодательства для достижения желаемого результата в процессе его переноса.

Директива об инвестиционных услугах (ISD) – закон Европейского союза от 1993 года, регулирующий создание в Европе единого рынка капитала.

Дисконт – разница между рыночной и залоговой стоимостью обеспечения. Получатель обеспечения применяет дисконт для того, чтобы защитить себя от убытков в результате снижения рыночной стоимости удерживаемых им активов в случае, если ему придется их реализовывать.

Евро – единая европейская валюта, обычно обозначается словом «евро» или символом €.

Евросистема – состоит из Европейского центрального банка (ЕЦБ) и центральных банков стран, перешедших на единую валюту евро. Не путать с Европейской системой центральных банков (ЕСЦБ), состоящей из ЕЦБ и центральных банков всех стран – членов ЕС. Евросистема и ЕСЦБ будут сосуществовать до тех пор, пока существуют страны – члены ЕС, находящиеся вне зоны евро.

Заимствование и кредитование ценными бумагами – возмездное заимствование ценных бумаг на бирже. Может включать передачу всех прав собственности на ценные бумаги с предоставлением или без предоставления гарантии или твердого обязательства выкупа продавцом ценных бумаг по согласованной цене и в согласованный срок.

Законодательство – в контексте Европейского союза – унифицированное право ЕС, которое имеет обязательную силу на территории всего Евросоюза и не требует переноса в национальные законы.

Залоговое обеспечение – актив или обязательство третьей стороны, которое используется поставщиком обеспечения, чтобы гарантировать выполнение обязательств перед получателем обеспечения. Обеспечение используется клиринговой палатой или иным получателем обеспечения, чтобы защитить себя от неисполнения обязательств участником клиринга или клиентом. См. также «Маржа».

Канал связи между центральными контрагентами – соглашение между двумя и более центральными контрагентами, которое обеспечивает проведение клиринга по итогам сделок между участниками заключивших его центральных контрагентов без необходимости дополнительного участия одного центрального контрагента в других.

Каскад неплатежа – заранее определенная последовательность использования инструментов обеспечения безопасности в случае неисполнения обязательств участниками клиринга, включая маржу,

гарантийный фонд и другие ресурсы, такие как страхование или гарантии материнских компаний.

Клиринг – на рынках ценных бумаг – процесс определения расчетной позиции, в том числе размера чистых позиций, и проверки наличия всех необходимых для исполнения обязательств по ценным бумагам и/или денежным средствам. В случае производных финансовых инструментов так называют процесс ежедневной переоценки по рыночной цене, определения чистых позиций и ежедневных расчетов по ним, что ведет к возникновению итоговой позиции по денежным средствам, биржевым товарам или ценным бумагам. В целом К. можно считать процессом, направленным на управление рисками открытых позиций.

Клиринговая палата – централизованная организация (или механизм централизованной обработки), через которую финансовые институты договорились обмениваться распоряжениями о переводе денежных средств, биржевых товаров или ценных бумаг. Как показано в книге, клиринговые палаты все чаще выступают в качестве центрального контрагента для своих участников и вследствие этого принимают на себя все более высокие финансовые риски.

Кодекс деловой этики – соглашение, подготовленное при участии Европейской комиссии и подписанное 7 ноября 2006 года руководителями европейских компаний сектора торговли ценными бумагами и расчетно-клирингового сектора, главной целью которого было дать участникам рынка свободу выбора поставщика услуг на каждой стадии процесса проведения транзакции, состоящего из заключения сделки, клиринга и расчетов. Кодекс не смог решить свою основную задачу – позволить участникам рынка отдельно выбирать площадки, где они заключают сделки, проводят клиринг и расчет, тем самым преодолевая барьеры по трансграничной торговле ценными бумагами между странами – членами ЕС.

Контрагент – сторона сделки.

Кредитный случай – событие, которое может привести к исполнению контракта на своп дефолта кредита (СДК). Кредитные случаи включают в себя неспособность своевременно погасить проценты или основную сумму долга, банкротство или реструктуризацию.

Кросс-маржинальное соглашение – соглашение между двумя центральными контрагентами, которое позволяет ограничить маржинальные требования к организации, являющейся членом обоих центральных контрагентов, за счет того, что позиции и обеспечение таких участников рассматриваются как единый портфель.

Маржа – актив (или обязательство третьей стороны), который принимает контрагент для гарантии исполнения текущего или будущего обязательства или покрытия рыночных колебаний по сделкам, расчет по которым не осуществлен.

Виды маржи включают в себя:

– *Первоначальная маржа* – возвращаемый депозит, который контрагент размещает в клиринговой палате при совершении сделки на рынках с проведением клиринга. Первоначальная маржа – это оценка максимальных убытков по контракту или портфелю по истечении периода их ликвидации для позиции, удерживаемой в обычных рыночных условиях, в случае неисполнения обязательств контрагентом.

– *Вариационная маржа* – денежные средства, уплачиваемые контрагенту или получаемые контрагентом для осуществления расчетов в размере убытков (прибылей), возникших вследствие переоценки открытых позиций по рыночным ценам. На некоторых рынках термин также используется для описания размещения контрагентом обеспечения с целью покрытия дефицита, возникшего в результате такой переоценки.

Международная торговля – торговля между контрагентами, находящимися в разных странах.

Международный идентификационный номер ценных бумаг (ISIN) – идентификационный код, состоящий из 12 разрядов. Их регистрацией и поддержкой занимается Ассоциация национальных нумерующих агентств (ANNA).

Международный центральный депозитарий ценных бумаг (ICSD) – организация, которая осуществляет расчет по сделкам с международными ценными бумагами и международным операциям с различными национальными ценными бумагами. Как и центральные депозитарии ценных бумаг, ICSD хранят ценные бумаги или другие финансовые активы и обрабатывают их, вовлечены в выпуск новых ценных бумаг и позволяют проводить сделки путем внесения изменений в данные в реестрах. Два крупных европейских ICSD – Euroclear Bank и Clearstream Banking Luxembourg – были организованы в 1968 и 1970 годах соответственно, чтобы проводить расчеты по еврооблигациям.

Многосторонний неттинг – соглашение трех или более сторон по осуществлению неттинга своих обязательств с целью получить многостороннюю чистую позицию. Такой неттинг часто проводится центральным контрагентом, но может выполняться и другими организациями.

Неисполнение обязательств (дефолт) – неспособность исполнить обязательства своевременно и в соответствии с условиями и правилами системы. Неисполнением обязательств могут считаться неуплата или непоставка в оговоренный срок, нарушение соглашения и начало процедуры банкротства. Обычно к неисполнению обязательств не относят случаи «неисполненных сделок» по техническим или временным причинам.

Неспособность исполнить сделку или неисполненная сделка – неисполнение сделки в согласованный день расчетов, обычно по причинам технических или временных трудностей поставки актива. Неисполненная сделка качественно отличается от неисполнения обязательств.

Неттинг – согласованный зачет обязательств или позиций, например участниками центрального контрагента. Неттинг снижает общий риск центрального контрагента и его участников. Он также может резко сократить транзакционные издержки участника клиринга на закрытие сделок или расчеты по ним, уменьшить сложность работы его бэк-офиса и риск неисполнения обязательств по поставке. При клиринге ценных бумаг неттинг сокращает большое количество валовых позиций или обязательств до меньшего числа чистых позиций или обязательств и способен значительно снизить объемы расчетов.

Новация – процесс, в ходе которого первоначальное обязательство между покупателем и продавцом прекращает действие в результате замены на два новых контракта, в которых возникает новая сторона, например центральный контрагент, в качестве продавца для покупателя и покупателя для продавца.

Номинальная стоимость – сумма, на которую выписан контракт на дериватив.

Обратное тестирование – сравнение наблюдаемых, фактически полученных результатов с прогнозируемыми.

Окончательное погашение – полное погашение долгового инструмента, инвестиционного траста или выпуска привилегированных акций в установленный день погашения.

Окончательный расчет – освобождение от обязательства путем перевода денежных средств и/или перевода ценных бумаг или биржевых товаров, имеющих безотзывный и безусловный характер.

Операционное взаимодействие – когда один поставщик инфраструктурных услуг налаживает деловые связи с другим поставщиком (горизонтальные или, что менее типично, на другом уровне рынка капитала), чтобы предоставлять возможность оказания таких услуг, как клиринг и расчеты, в рамках разных систем. Операционное взаимодействие требует технической совместимости между системами, но может действовать только там, где были заключены коммерческие соглашения.

Опцион – контракт, дающий его владельцу право, но не возлагающий на него обязательство купить или продать определенный актив по согласованной цене до или в согласованную дату в будущем. Право купить актив называется колл-опционом. Право продать называется пут-опционом.

Первичное размещение акций (IPO) – осуществление решения компании впервые сделать свои акции доступными для публичной продажи.

План действий в сфере финансовых услуг (FSAP) – программа ЕС, состоящая из 42 показателей и разработанная в 1999 году с целью создания единого европейского рынка финансовых услуг. Когда данная книга находилась в печати, этот единый рынок все еще пребывал в стадии разработки.

Подтверждение – документ, который содержит детали сделки и всю соответствующую юридическую документацию и согласован обеими сторонами. Подтверждение представляет собой итоговый документ о совершении сделки. См. также «Верификация».

Позиция – положение, которое инвестор занимает относительно рынка. Позиция инвестора при покупке финансового инструмента называется «длинная» или «короткая». На рынках фьючерсов или опционов «короткой позицией» называется открытая позиция в контракте на продажу. Участник с открытой короткой позицией продает актив, до этого ему не принадлежавший. Также часто используется в отношении всего портфеля ценных бумаг и/или деривативов инвестора или посредника.

Полный клиринг (или клиринг на полную сумму расчета) – термин использовался для описания метода работы клиринговой палаты, которая выступала в качестве покупателя для каждого продавца и продавца для каждого покупателя в первые годы после появления этой технологии в США в конце XIX века. Сейчас известен как клиринг с центральным контрагентом.

Поставка – окончательный перевод ценной бумаги или финансового инструмента.

Поставка против платежа – процедура, согласно которой поставка активов (ценных бумаг или других финансовых инструментов) происходит только в том случае, если осуществлено перечисление денежных средств.

Премия – цена, выраженная в количестве процентных пунктов сверх номинала: например, премия 3 % эквивалентна цене 103 единицы при номинале 100 единиц.

Принципал – сторона сделки, действующая от своего имени. Действуя в качестве принципала, фирма покупает, продает, кредитует или кредитруется ценными бумагами с собственного счета.

Простые сделки – как правило, это тип сделок с деривативами с самыми простыми, обычными условиями, которые могут быть обработаны в электронном виде. Транзакции с необычными или редкими характеристиками часто называются «экзотическими», структурированными или выполненными на заказ.

Расчет – завершение сделки, при котором продавец переводит покупателю ценные бумаги или биржевые товары, а покупатель переводит продавцу денежные средства.

Расчетная цена – цена, используемая центральным контрагентом в качестве базиса для расчета маржи. Р. ц. может быть официальной ценой закрытия рынка или ценой актива, определяемой в соответствии с правилами центрального контрагента.

Расчетный агент – банк, который используется для проведения расчетов денежными средствами между центральным контрагентом и его участниками.

Расчетный период – при расчетах по ценным бумагам – период времени между датой сделки и датой расчетов. Обычно измеряется относительно даты сделки: например, если его длина три дня, то расчетный интервал обозначается как T+3.

Регулирование инфраструктуры европейских рынков (EMIR) – рабочее название раздела европейского законодательства, предложенное Европейской комиссией в сентябре 2010 года для

регулирования центральных контрагентов, внебиржевого рынка деривативов и торговых репозитариев.

Регулирующий орган – правительственное агентство или самостоятельная организация, устанавливающие правила регулирования рынка, его участников и инфраструктуры, а также отношения между участниками рынка.

РЕПО, или соглашение об обратной покупке – соглашение о продаже и последующем выкупе ценных бумаг по определенной цене в определенную дату. Оно подразумевает денежный заем, гарантированный ценными бумагами, с переходом полных прав собственности на них и твердым обязательством продавца выкупить ценные бумаги и вернуть денежные средства по согласованной цене в согласованную дату. В первой фазе сделки продавец предоставляет ценные бумаги, а покупатель кредитует его денежными средствами. На этапе погашения сделки вознаграждение в виде начисленных процентов, как правило, выплачивается кредитору.

Риски бывают следующих видов:

– *Кредитный риск контрагента* – риск неисполнения контрагентом обязательств в полном объеме в срок или в какой-либо период в будущем. Кредитный риск контрагента включает в себя риск цены замещения и риск потери основной суммы.

– *Риск доверительного хранения* – риск потери ценных бумаг, размещенных в доверительном хранении у кастодиана, вызванный его неплатежеспособностью, халатностью, неправильным использованием активов, мошенническими действиями, ненадлежащим управлением или недобросовестным ведением учета.

– *Инвестиционный риск* – риск убытков, например центрального контрагента, при инвестировании его собственных ресурсов или маржи, размещенной его участниками в виде наличных средств, в обязательства, для которых характерен рыночный или кредитный риск, а также риск ликвидности.

– *Правовой риск* – риск убытков в результате того, что законы или предписания не поддерживают положения соглашения (например, с центральным контрагентом) или права собственности и иные интересы (например, осуществляемые центральным контрагентом). Правовой риск также возникает в случае, когда законы или предписания неясны.

– *Риск недостатка ликвидности* – риск неосуществления контрагентом расчетов по обязательствам в полном объеме в срок, перенося их на неопределенный срок, тем самым не позволяя организации выполнить ее собственные обязательства вовремя (например, внутрисуточные).

– *Рыночный риск* – риск убытков вследствие колебаний рыночных цен.

– *Операционный риск* – риск того, что недоработки в информационных системах или системах внутреннего контроля, человеческий фактор, неудачные решения менеджмента или внешние форс-мажорные обстоятельства (стихийные бедствия или террористические акты) приведут к неожиданным потерям.

– *Риск потери основной суммы* – риск неполучения продавцом платежа при поставке актива или неполучения покупателем актива при осуществлении платежа. В таком случае риску подвержена полная номинальная стоимость переводимого актива или денежных средств.

– *Риск цены замещения* – риск того, что контрагент по неоплаченной транзакции с завершением на определенную дату в будущем не сможет исполнить свое обязательство в расчетную дату. В результате риск является ценой замещения первоначальной транзакции по текущим рыночным ценам. Риск цены замещения также называется рыночным риском, ценовым риском или предрасчетным риском.

– *Риск расчетного банка* – риск неисполнения расчетным банком центрального контрагента своих обязательств, что приведет

к кредитным убыткам и ухудшению ликвидности центрального контрагента и его участников.

– *Расчетный риск* – общий термин, используемый для обозначения риска неосуществления ожидаемого расчета денежными средствами или в системе перевода ценных бумаг. Этот риск может включать как кредитный риск, так и риск ликвидности.

– *Системный риск* – риск неспособности исполнить свои обязательства в срок одним институтом, вследствие чего не смогут исполнить свои обязательства в срок другие институты. В дальнейшем это может вызвать значительные проблемы с ликвидностью или кредитные проблемы и в результате создать угрозу стабильной ситуации на рынках.

Риск недобросовестного финансового поведения – склонность лиц, работающих в финансовых институтах, идти на неосмотрительный риск ввиду существующей или ожидаемой поддержки или страховки со стороны правительства.

Рисковый капитал – сумма средств, находящихся в зоне риска, то есть сумма, которая может быть потеряна в результате инвестиции.

Рыночная переоценка – практика переоценки открытых позиций в финансовых инструментах по текущим рыночным ценам и вычисление прибылей и убытков, возникших с момента последней переоценки.

Сверка – процесс сопоставления условий сделки или деталей расчета, предоставленных контрагентами в письменной или электронной форме, с целью убедиться, что обе стороны согласны с условиями сделки.

Своп – форма контракта на дериватив, возникающего, когда две стороны соглашаются на обмен потоками денежных средств, привязанных к номинальной основной сумме двух финансовых инструментов. Существует несколько типов свопов с сильно различающимися профилями риска. Важным инструментом хеджирования и наиболее распространенным типом свопов

является процентный своп. Существуют также своп дефолта кредита, своп акций, товарный своп и валютный своп.

Сегрегация – метод защиты активов клиента посредством их размещения отдельно от активов кастодиана, который отвечает за их сохранность, или от активов других клиентов.

Сегрегированный счет – счет, используемый для хранения активов клиента отдельно от активов компании.

Системы, взаимодействующие на операционном уровне, – две или более системы, операторы которых заключили соглашение, в том числе о каналах связи, предусматривающее возможность исполнения сделок между системами.

Сквозная обработка транзакций – полностью автоматизированная обработка сделок, включающая при необходимости подтверждение, сверку, генерирование, клиринг и расчеты по сделке без необходимости ручного вмешательства в виде повторного ввода или реформатирования данных.

Сторона (сделки) – половина сделки, которая проходит клиринг с помощью центрального контрагента, когда он действует как покупатель для каждого продавца и продавец для каждого покупателя. Каждая сделка, регистрируемая центральным контрагентом, имеет две стороны – сторону покупателя и сторону продавца. Центральные контрагенты часто измеряют объем сделок, по которым прошел клиринг, с использованием термина «сторона (сделки)».

Стресс-тестирование – оценка величины сумм, подверженных кредитному риску и риску ликвидности, которые возникли бы в результате реализации сценариев чрезвычайно высоких ценовых колебаний.

Сумма открытых позиций – общее количество открытых контрактов на деривативы на определенный базисный актив. Сумма открытых позиций регистрируется в книгах центральных контрагентов.

Требование о внесении маржи – процесс, в ходе которого от контрагентов требуется предоставить дополнительное обеспечение или денежные средства в случае, когда рыночная стоимость обеспечения падает ниже определенного уровня.

Торговля за счет собственных средств – вид трейдинга, при котором компания торгует финансовыми инструментами, используя собственные средства, а не средства клиентов, получая комиссию за совершение сделок.

Торговый репозиторий – организация, ведущая централизованный электронный учет открытых внебиржевых контрактов на деривативы.

Управление – процедуры, устанавливающие цели существования юридического лица, определяющие средства их достижения и измеряющие результаты деятельности этого юридического лица. В понятие У. также входит система отношений между акционерами, советом директоров, менеджментом, пользователями, регуляторами и иными заинтересованными лицами, которые влияют на результаты деятельности юридического лица.

Управление залоговым обеспечением – централизованная служба, которая может осуществлять для компании-клиента любую из многочисленных функций, связанных с обеспечением, включая его оценку, подтверждение оценок у контрагентов, оптимизацию использования обеспечения и его перевод.

Участник клиринга – член клиринговой палаты, то есть организация, которая взаимодействует непосредственно с клиринговой палатой и вследствие этого получает преимущества от кредитной защиты в качестве ее контрагента. В контексте клиринга с участием центрального контрагента – общий участник клиринга проводит клиринг по своим собственным сделкам, для своих клиентов и для организаций, не являющихся участниками клиринга, которые имеют доступ к той же торговой системе, что и общий участник клиринга, но не обладают прямым доступом к центральному контрагенту. Имеются также прямые

и индивидуальные участники клиринга, роли которых в случае различных центральных контрагентов отличаются, но обычно они проводят клиринг от своего имени и от имени своих клиентов.

Финансовые ресурсы в контексте каскада неплатежа – комбинация ресурсов, которые имеются в распоряжении центрального контрагента на случай неисполнения обязательств его участником. Финансовые ресурсы обычно состоят из обеспечения (включая маржу), предоставленного участниками в рамках выполнения различных требований центрального контрагента, гарантийного фонда обеспечения исполнения обязательств, а также капитала центрального контрагента и его нераспределенной прибыли. У центрального контрагента могут также иметься условные требования к участникам, продолжающим выполнять свои обязательства, к материнским организациям или страховщикам.

Фронт-офис (клиентский офис) – операционное подразделение компании и другие ее структурные единицы, ответственные за развитие и управление взаимоотношениями с контрагентами.

Фьючерс – имеющее законную силу соглашение купить или продать оговоренное количество определенного актива с поставкой в определенную дату в будущем по цене, согласованной сегодня.

Хедж – позиция, открытая на одном рынке в попытке компенсировать риск равного, но противоположного обязательства или позиции на другом рынке.

Хеджирование – открытие позиции по деривативу в целях страхования от будущих колебаний цен.

Цена эмиссии – первоначальная цена финансового инструмента.

Ценная бумага – инструмент, удостоверяющий долю участия в корпорации, кредитные отношения с корпорацией или государственным органом или иные права собственности.

Ценная бумага с фиксированным доходом – инвестиция, предоставляющая доход в форме фиксированных периодических платежей и окончательного возврата основной суммы в дату погашения. В отличие от ценной бумаги с переменным доходом,

когда платежи изменяются на основе некоторого базисного показателя, например краткосрочных процентных ставок, платежи по ценным бумагам с фиксированным доходом известны заранее.

Центральный депозитарий ценных бумаг (ЦДЦБ) – инфраструктура, которая обеспечивает хранение или контроль за хранением финансовых инструментов в материальной и нематериальной форме, принадлежащих всем или большинству инвесторов на определенном финансовом рынке. ЦДЦБ проводит централизованную передачу прав собственности на такие инструменты путем отражения записей в своих регистрах.

Центральный контрагент – юридическое лицо, выступающее покупателем для каждого продавца и продавцом для каждого покупателя по определенному типу контрактов или обязательств в целях обеспечения выполнения контракта в случае нарушения обязательств его участниками.

Эмитент – организация, которая несет обязательства по ценной бумаге или другому финансовому инструменту, например, корпорация или правительство, уполномоченные выпускать и продавать ту или иную ценную бумагу на первичном рынке.

Target2-Securities (T2S) – проект Европейского центробанка по созданию единой технологической платформы для международных расчетов по ценным бумагам в ЕС, запуск которой намечен на 2014 год. Полностью владеть и управлять T2S будет компания Eurosystem.

Приложение 3. Аббревиатуры компаний, промышленных групп и названия регуляторов

ACP Autorité de contrôle prudential (France)
Управление пруденциального надзора (Франция)

AFM Autoriteit Financiële Markten (Netherlands)
Комиссия по регулированию финансовых рынков (Нидерланды)

ALK Amsterdamsche Liquidatiekas
Клиринговая палата Амстердама

Amex American Stock Exchange
Американская фондовая биржа

AMF Autorité des Marchés Financiers (France)
Управление по финансовым рынкам (Франция)

ASX Australian Securities Exchange
Австралийская фондовая биржа

BaFin Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Germany)
Федеральное управление финансового надзора (Германия)

BCC Banque Centrale de Compensation (France)
Центральный клиринговый банк (Франция)

BIS Bank for International Settlements
Банк международных расчетов

BOTCC Board of Trade Clearing Corporation

Клиринговая корпорация Товарной биржи

Cb Commission bancaire (France)
Комиссия по банковской деятельности (Франция)

CBOE Chicago Board Options Exchange
Чикагская опционная биржа

CBOT Chicago Board of Trade
Чикагская торговая палата

CCIFP Chambre de Compensation des Instruments Financiers de Paris
Парижская расчетная палата по сделкам с финансовыми инструментами

CCIL Clearing Corporation of India
Индийская клиринговая корпорация

CC&G Cassa di Compensazione e Garanzia (Italy)
Клиринговая палата Биржи Италии

CCorp The Clearing Corporation
Клиринговая корпорация

CEA Commodity Exchange Authority
Управление товарных бирж

CECEI Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (France)
Комитет по делам кредитных организаций и инвестиционных компаний (Франция)

CESAME The (EU Commission's) Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group

Консультативная экспертная группа Еврокомиссии по мониторингу клиринга и расчетов

CESR Committee of European Securities Regulators

Комитет европейских регуляторов ценных бумаг

CFTC Commodity Futures Trading Commission

Комиссия по торговле товарными фьючерсами

CLAM Caisse de Liquidation des Affaires en Marchandises (of Paris)

Товарная ликвидационная касса

CME Chicago Mercantile Exchange, now part of the CME Group

Чикагская товарная биржа, сегодня часть CME Group

COGESI European Central Bank's Contact Group on Euro Securities Infrastructures

Контактная группа Европейского центрального банка по вопросам инфраструктуры ценных бумаг в евро

CPSS Committee on Payment and Settlement Systems

Комитет по платежным и расчетным системам

CRMPG Counterparty Risk Management Policy Group

Группа по вопросам политики управления рисками контрагентов

CSFI Centre for the Study of Financial Innovation

Центр по изучению финансовых инноваций

DG Comp European Commission directorate general for enforcing EU competition law

Генеральный директорат Европейской комиссии по вопросам конкуренции

DG Markt European Commission directorate general for the Internal Market

Генеральный директорат Европейской комиссии по вопросам единого рынка

DKV Deutscher Kassenverein
Немецкий кассовый союз

DNB Dutch National Bank or De Nederlandsche Bank
Голландский национальный банк

DoJ US Department of Justice
Министерство юстиции США

DTB Deutsche Terminbörse
Немецкая срочная биржа

DTC Depository Trust Company
Депозитарная трастовая компания

DTCC Depository Trust and Clearing Corporation
Депозитарная трастовая и клиринговая корпорация

EACH European Association of Central Counterparty Clearing Houses
Европейская ассоциация клиринговых палат – центральных контрагентов

ECB European Central Bank
Европейский центральный банк

ECOFIN The formation of the EU Council of Ministers comprising economic and finance ministers from all member states

Совет по экономическим и финансовым вопросам ЕС (структура Совета министров Евросоюза, куда входят министры экономики и финансов всех государств – членов ЕС)

ECON European Parliament's economic and monetary affairs committee

Комитет Европарламента по экономической и финансовой политике

ECSDA The European Central Securities Depositories Association
Европейская ассоциация центральных депозитариев ценных бумаг

EMCC Emerging Markets Clearing Corporation
Клиринговая корпорация по ценным бумагам развивающихся рынков

EMCF European Multilateral Clearing Facility NV
Европейская многосторонняя клиринговая палата

ESCB European System of Central Banks
Европейская система центральных банков

ESF European Securities Forum
Европейский форум по ценным бумагам

ESIUG European Securities Industry Users' Group
Европейская группа пользователей индустрии ценных бумаг

ESMA European Securities and Markets Authority

Европейская комиссия по ценным бумагам и финансовым рынкам

ESRB European Systemic Risk Board
Европейский совет по системным рискам

FDIC Federal Deposit Insurance Corporation
Федеральная корпорация по страхованию банковских депозитов

FESE Federation of European Securities Exchanges
Федерация европейских фондовых бирж

FIA Futures Industry Association (of the US)
Ассоциация фьючерсной торговли (США)

FICC Fixed Income Clearing Corporation
Клиринговая корпорация по ценным бумагам с фиксированным доходом

FINMA Swiss Financial Market Supervisory Authority
Служба надзора за финансовыми рынками Швейцарии

FOA Futures and Options Association (of the UK)
Ассоциация профессиональных участников рынка фьючерсов и опционов (Великобритания)

FSA Financial Services Agency (of Japan)
Агентство финансовых услуг (Япония)

FSA Financial Services Authority (of the UK)
Управление по финансовому регулированию и надзору Великобритании

FSB Financial Stability Board

Комитет финансовой стабильности

FSF Financial Stability Forum

Форум финансовой стабильности

FSOC Financial Stability Oversight Council

Совет по надзору за финансовой стабильностью

FSSCC Financial Services Sector Coordinating Council (for Critical Infrastructure Protection and Homeland Security)

Координационный совет сектора финансовых услуг (в целях защиты важной инфраструктуры и национальной безопасности)

FTC Federal Trade Commission

Федеральная комиссия по торговле

GAO General Accounting Office

Контрольно-счетная палата

GNMA Government National Mortgage Association

Государственная национальная ипотечная ассоциация

GSCC Government Securities Clearing Corporation

Клиринговая корпорация по государственным ценным бумагам

HKFE Hong Kong Futures Exchange

Гонконгская фьючерсная биржа

HKEx Hong Kong Exchanges and Clearing

Гонконгская биржевая и клиринговая компания

HKMEx Hong Kong Mercantile Exchange

Гонконгская товарная биржа

ICC Intermarket Clearing Corporation (US)
Межрыночная клиринговая корпорация

ICCH International Commodities Clearing House (UK)
Международная товарная клиринговая палата

ICE Intercontinental Exchange
Интерконтинентальная биржа

IDCH International Derivatives Clearing house (US)
Международная клиринговая палата по деривативам

IMF International Monetary Fund
Международный валютный фонд

IMM International Monetary Market (US)
Международный денежный рынок (США)

IOSCO International Organisation of Securities Commissions
Международная организация комиссий по ценным бумагам

IPE International Petroleum Exchange (UK)
Международная нефтяная биржа

ISDA International Swaps and Derivatives Association
Международная ассоциация по свопам и деривативам

ISE International Securities Exchange (US)
Международная фондовая биржа (США)

ITC International Tin Council

Международный совет по олову

JSCC Japan Securities Clearing Corp

Японская клиринговая корпорация по операциям с ценными бумагами

KLCCH Kuala Lumpur Commodity Clearing House

Товарная клиринговая палата Куала-Лумпура

KRX Korea Exchange

Корейская биржа

LCE London Commodity Exchange

Лондонская товарная биржа

LCH London Clearing House

Лондонская клиринговая палата

LPCH London Produce Clearing House

Лондонская продуктовая клиринговая палата

LIFFE London International Financial Futures Exchange

Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов

LME London Metal Exchange

Лондонская биржа металлов

LSE London Stock Exchange

Лондонская фондовая биржа

LTOM London Traded Options Market

Лондонская опционная биржа

MATIF Marché à Terme d'Instruments Financiers (France)

Французская срочная биржа

Французская международная товарная и фьючерсная биржа

MBSCC Mortgage-Backed Securities Clearing Corporation

Клиринговая корпорация по операциям с ценными бумагами, обеспеченными пулом ипотек

MONEP Marché des Options Négociables de Paris

Парижская биржа обращающихся опционов

NASD National Association of Securities Dealers (US)

Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг (США)

NCC National Clearing Centre (of Russia)

Национальный клиринговый центр (Россия)

NMS National Market System (US)

Система национального биржевого рынка (США)

NSCC National Securities Clearing Corporation (of the US)

Национальная клиринговая корпорация по ценными бумагами

NSCCL National Securities Clearing Corporation Ltd (of India)

Индийская национальная клиринговая корпорация по операциям с ценными бумагами

NYBOT New York Board of Trade

Нью-Йоркская торговая палата

NYMEX New York Mercantile Exchange

Нью-Йоркская товарная биржа

NYSE New York Stock Exchange
Нью-Йоркская фондовая биржа

NZFOE New Zealand Futures and Options Exchange
Новозеландская фьючерсная и опционная биржа

OCC Options Clearing Corporation
Опционная клиринговая корпорация

OFT Office of Fair Trading (of the UK)
Управление по добросовестной торговле Великобритании

OMG Operations Management Group (of OTC dealers)
Группа операционного управления деятельностью внебиржевых дилеров

OSE Osaka Securities Exchange
Фондовая биржа Осаки

SBF Societe des Bourses Francaises
Парижская фондовая биржа

SEC Securities and Exchange Commission
Комиссия по ценным бумагам и биржам, США

SEHK Stock Exchange of Hong Kong
Гонконгская фондовая биржа

SFC Securities and Futures Commission
Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам (Гонконг) (of Hong Kong)

SFE Sydney Futures Exchange

Сиднейская фьючерсная биржа

SFOA Swiss Futures and Options Association

Швейцарская ассоциация профессиональных участников рынка фьючерсов и опционов

SGX Singapore Exchange Ltd

Сингапурская биржа

SIFMA Securities Industry Financial Markets Association

Ассоциация индустрии ценных бумаг и финансовых рынков

SIMEX Singapore International Monetary Exchange

Сингапурская международная валютная биржа

SNB Swiss National Bank

Национальный банк Швейцарии

SOFFEX Swiss Options and Financial Futures Exchange

Швейцарская биржа финансовых фьючерсов и опционов

TSB Trustee Savings Bank

Доверительный сберегательный банк

VOC Verenigde Oost-Indische Compagnie (Dutch East India Company)

Голландская Ост-Индская компания

WFE World Federation of Exchanges

Всемирная федерация бирж

Книга о финансах, которая читается как захватывающий детектив.
А. Афанасьев, Председатель Правления Московской Биржи

Питер Норман

УПРАВЛЯ РИСКАМИ

*Клиринг с участием
центральных контрагентов
на глобальных финансовых
рынках*

Peter Norman

The Risk Controllers
Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets

[Хороший перевод!]

Сноски

1

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

[Вернуться](#)

2

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

[Вернуться](#)

3

* Двусторонний клиринг может создавать для его участников целый ряд рисков; существуют сложности с движением залогового обеспечения, а также опасность цепной реакции неисполнения сделок в случае дефолта одного из участников.

** Центральный контрагент выступает в роли покупателя для каждого продавца и продавца для каждого покупателя и обеспечивает завершение сделок в случае дефолта любого из участников сделки.

[Вернуться](#)

4

«Шкура в игре» (англ. skin in the game). Термин придуман знаменитым американским инвестором Уорреном Баффетом и обозначает ситуацию, когда высокопоставленные инсайдеры на собственные средства покупают акции компании, в которой они работают. *Прим. ред.*

[Вернуться](#)

5

Международный центральный депозитарий ценных бумаг, находящийся в Брюсселе, или ICSD, который занимается международными ценными бумагами. *Прим. ред.*

[Вернуться](#)

6

* Включая 4,7 % BATS и 2,9 % Turquoise.

** Включая Borsa Italiana.

[Вернуться](#)

7

Этот глоссарий составлен на основе нескольких источников. В него вошли некоторые понятия из глоссария в составе «Рекомендаций CPSS – IOSCO для центральных контрагентов», выпущенных Банком международных расчетов в ноябре 2004 года, они воспроизводятся с разрешения правообладателя. Также были использованы глоссарии из «Служебной рабочей документации» Европейской комиссии, сопровождавшей ее предложения относительно «Регулирования внебиржевой торговли деривативами, центральных контрагентов и торговых репозитариев», направленных в сентябре 2010 года, из информационного

сообщения Европейской комиссии «Обеспечение эффективного, безопасного и устойчивого функционирования рынков производных финансовых инструментов» от июля 2009 года, «Рекомендаций системам расчетов по ценным бумагам и центральным контрагентам Европейского союза» ESCB – CESR от мая 2009 года и нашей книги «Сантехники и провидцы», вышедшей в декабре 2007 года. Автор признателен Рори Куннинхэму за помощь в подборе терминов.

[Вернуться](#)