

УДК 336.761(4)

ББК 65.264

Н11

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

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

### **Норман, П.**

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

ISBN 978-5-91657-547-7

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

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

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

УДК 336.761(4)

ББК 65.264

*Все права защищены.*

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

*Правовую поддержку издательства обеспечивает юридическая фирма «Вегас-Лекс»*

**VEGAS LEX**

© Peter Norman, 2011

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

ISBN 978-5-91657-547-7

# Оглавление

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

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

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

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

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