

# 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 компаний, ее многомиллиардные активы на месяцы, а может быть, и годы останутся недосягаемыми 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 финансальными 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 сдержаные высказывания.

В Нью-Йорке Дональд Донахью, CEO\* 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 услуг<sup>1</sup>.

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

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

закрыты или проданы без потерь для клиринговой палаты и без каких-либо помех для работы рынка деривативов. Это свидетельствует о том, что наша система работает даже в периоды серьезнейших потрясений для финансовых рынков», — заявил Даффи на заседании Комитета Сената<sup>2</sup>.

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»<sup>3</sup>.

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 далёкое 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.