

КРЕДИТНЫЕ ДЕРИВАТИВЫ НА МИРОВОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

Дешко А.В.¹

магистр 2 з/о «Мировая экономика»

МГУ имени М.В. Ломоносова

Экономический факультет (Москва, Россия)

Аннотация

В последнее десятилетие одним из движущих факторов дальнейшей интеграции финансовых рынков, протекавшей на фоне глобализации мировых экономических отношений, стали финансовые инновации, которые дали возможность соединить различные по своей структуре финансовые рынки. Это привело к созданию новых финансовых инструментов, ныне известных как внебиржевые кредитные производные инструменты, разработка которых велась узким кругом высококвалифицированных сотрудников банков. Однако мировой финансовый кризис недвусмысленно показал всем ее участникам неустойчивость модели свободного рынка в условиях набирающей обороты финансовой инженерии. Именно она должна была способствовать распределению кредитного риска по всей экономике, однако постфактум привела к чрезмерным спекуляциям, закономерным итогом которых стали огромные потери и даже банкротства некоторых участников. Масштабность использования кредитных деривативов, а также отсутствие качественного противовеса со стороны рейтинговых агентств привели к финансовому кризису и впоследствии подняли вопрос о необходимости регулирования данного рынка, основные направления которого разбираются в данной статье. Кроме того, приводятся доводы за необходимость такого воздействия со стороны регуляторов на этот высокорискованный сегмент финансового рынка.

Ключевые слова: финансовый кризис, внебиржевые производные инструменты, CDO, CDS.

JEL коды: G010, G150, G180.

¹ Дешко А.В., e-mail: artemdeshko@yandex.ru

Введение

Мировой финансовый рынок состоит из множества переплетающихся между собой сегментов, опосредующих потоки финансовых ресурсов от поставщиков к потребителям посредством различных инструментов и продуктов. Каждый из них в процессе своего становления приобретал все более сложные характеристики и возможности под воздействием потребностей самих участников. Естественное стремление субъектов рынка к достижению стабильности своей финансовой деятельности способствовало появлению целого класса инструментов с необходимыми им характеристиками, заключающимися в возможности страхования или хеджирования кредитного риска, не охваченного стандартными производными инструментами, такими как форварды, фьючерсы, опционы и свопы.

Создание таких новых инструментов в последние десятилетия стало возможным благодаря финансовым инновациям, продукты которых включают в себе характеристики различных по своей структуре инструментов, например соединение ипотечных кредитов с облигациями привело к появлению кредитных деривативов.

Рискованность внебиржевых деривативов вытекает в большей степени из того, как их используют для достижения поставленных целей субъекты мирового финансового рынка. В последние два десятилетия, ознаменовавшиеся идеей либерализации действий участников данного рынка, значительная доля операций с производными инструментами перешла в разряд чисто спекулятивных, с одной лишь единственной целью получения как можно более высокой отдачи на вложенный капитал, что, безусловно, является имплицитным свойством всех деривативов. Стремление участников рынка получить краткосрочный доход, несмотря на принимаемые долгосрочные риски, все больше подогревало рынок сложноструктурированных продуктов. Полученные доходы с течением времени перекрывали здравые мысли о возможном надвигающемся пузыре, который может не только лопнуть, как это произошло с высокотехнологичными компаниями в 2001 г., но, учитывая масштабность проведения таких операций, привести к краху финансовых систем многих стран и создать предпосылки для мировой экономической рецессии. Однако в свое время такие предостережения некоторых экономистов не были услышаны, и в результате разразившегося финансового кризиса 2007–2008 гг. многие компании и финансовые учреждения обанкротились, а некоторые до сих пор не могут расчистить свои балансы, заполненные недавно считавшимися надежными финансовыми активами.

Все вышесказанное обуславливает важность изучения кредитных деривативов как наиболее способствующих разрастанию кризиса на предмет выявления проблемных взаимосвязей между участниками сделки, а также поиска возможных методов регулирования данного взрывоопасного рынка и воздействия на него посредством ужесточения правил игры.

Оптимальные варианты регулирования еще не найдены, а те принимаемые нормативные акты пока выглядят обобщенными. Данный факт подтверждает актуальность исследования именно тех проблемных взаимосвязей, на которые первым делом стоит обратить пристальное внимание при разработке новых законов.

1. Механизм CDS и CDO

CDS

Основным риском в деятельности банков остается кредитный риск, ведь большая часть активов кредитных учреждений формируется путем выдачи кредитов внутри страны. До определенного времени банки терпеливо ждали погашения основной суммы долга и выплат процентов по нему заемщиками и все, что могли сделать, – только уступить права требования коллекторным агентствам или другим участникам, тем самым

освобождая себя от кредитного риска, но и теряя сам актив. Проблема отделения кредитного риска от самого актива стала вызовом для мирового инновационного финансового сообщества. В результате после тщательных разработок банкам был предложен продукт, который впоследствии перевернул понимание участников о возможности использования кредитного риска в своих же целях, спекулятивных или хеджирующих, которому дали название «кредитно-дефолтный своп» (credit default swap, CDS).

В основу данного инструмента был заложен известный уже столетиями финансовому миру механизм страхования, поэтому сам инструмент CDS напоминает страховку от дефолта заемщика. Участники сделки составляют договор, по которому одна сторона, покупатель, обязуется выплачивать другой стороне, продавцу, периодические платежи, премии в течение оговоренного срока, а продавец обязуется при наступлении кредитного события выплатить номинальную сумму долга, выкупив у контрагента долговые бумаги, или оплатить разницу между суммарной номинальной стоимостью обязательств и их текущей стоимостью. В случае использования последнего решения долговые бумаги остаются у первоначального покупателя CDS.

Размер премии, т.е. цена CDS, зависит от кредитного состояния базовой компании (reference entity). Например, если цены на газ на мировом рынке повышаются, то компания по добыче газа в финансовом плане лучше себя чувствует: она может занимать деньги под более низкий процент и выплачивать свои долги в срок. Вместе с этим повышается и кредитное состояние компании, что снижает вероятность ее дефолта и приводит к снижению цены CDS на данную компанию. Те, кто продавал CDS на данную компанию, до того, как цены на газ поднялись, могут купить CDS на нее, но уже по более низкой цене и получить прибыль от такой операции. Таким образом, одной из характеристик, отличающей CDS от страховки, является возможность покупать и продавать данные инструменты в течение предусмотренного в договоре срока.

Возможность торговать кредитными рисками способствовала формированию на тот момент устойчивого и ликвидного рынка CDS. До конца 2007 г. номинальные объемы сделок с CDS росли в среднем на 40% каждые полгода (рис. 1.1).

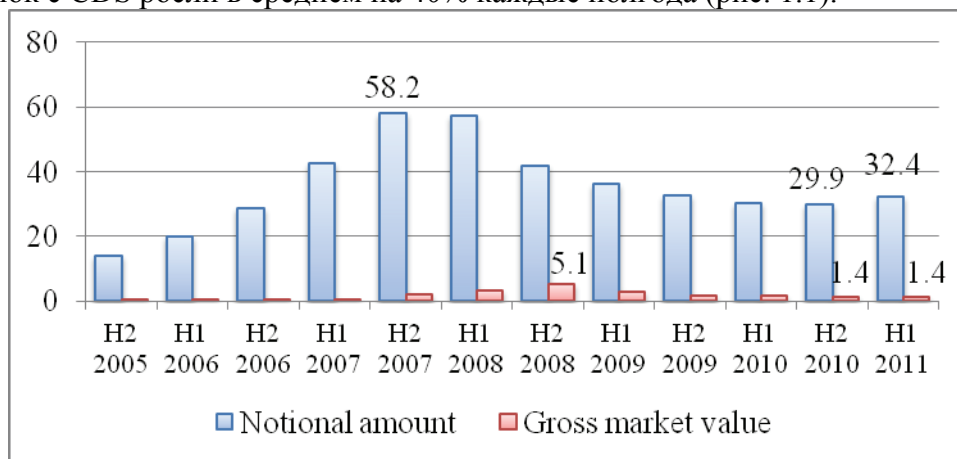


Рисунок 1.1. Объем торгов CDS в трлн долл.²

Под номинальной стоимостью контракта CDS понимают номинальную стоимость лежащих в ее основе облигаций, выпущенных базовой компанией. Таким образом, динамика номинального объема свидетельствует больше о том объеме долговых инструментов, который участники рынка, в основном банки и федеральные ипотечные агентства, решили хеджировать. В данном случае речь не идет о реальных платежах между участниками. Показатель валовой рыночной стоимости (gross market value) отражает рыночную стоимостную оценку всех торгуемых контрактов CDS, т.е. их цены на мировом рынке.

² <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Так как инструмент CDS по своему принципу действия во многом похож на страховку, на данном рынке стали активно проводить операции и страховые компании, которые выписывали CDS, что тождественно продаже страховки.

Ведущие ассоциации и организации на внебиржевом рынке производных инструментов составляют индексы CDS. Это повышает прозрачность рынка и дает определенный ориентир кредитного состояния сегментов экономики. Данные индексы во многом стали бенчмарком для определения рискованности вложения денежных средств инвесторов в определенные сектора или регионы. Кроме того, игроки получили новый инструмент для торговли: теперь они могут покупать и продавать портфели CDS.

На сегодняшний момент основными индикаторами мирового кредитного рынка являются семейства индексов iTraxx и CDX компании Markit. Также ассоциация ISDA совместно с рейтинговым агентством S&P составляют индексы для различных отраслей США – S&P/ISDA CDS US.

CDO

CDO (collateralized debt obligation – обеспеченное долговое обязательство) называют производным инструментом во многом потому, что его ценовое поведение базируется на стоимостных изменениях базовых активов, лежащих в его основе. Однако многими специалистами данный инструмент был отнесен в сферу структурированных продуктов. Во многом это верно, так как создание такого продукта основывается на сочетании различных видов активов.

Для лучшего понимания понятия CDO его можно представить в виде слоеного пирога, где каждый слой представляет определенный класс активов, а сам пирог носит название CDO. Инвесторы покупают сертификаты на часть какого-либо слоя пирога и по прошествии времени получают по ним проценты, а в конце периода – полную стоимость вложения. Такой механизм напоминает простой инструмент – облигацию. Именно поэтому данные сертификаты и стали именовать облигациями. Во многом процесс создания данных инструментов идентичен процессу секьюритизации, однако разница заключается в самой структуре облигации: в обеспечении и взаимосвязях между активами.

Практически CDO представляет собой фонд, состоящий из множества активов, распределенных по классам в зависимости от их степени рискованности. Верхний класс, который называют senior notes, представлен активами с высоким рейтингом. За ним следует средний класс – mezzanine notes, активы которого имеют рейтинг от А до В по шкале S&P. Нижний класс активов, equity, представлен высокорискованными инструментами.

Для управления таким фондом создается «компания специального назначения» – SPV. Специальность ее заключается в ограниченном наборе видов деятельности. Так, стандартной деятельностью SPV согласно уставу является привлечение инвесторов, перевод полученных сумм банку, ее организовавшему, и выплата процентов и основных сумм инвесторам. Уставный капитал такой компании совсем незначителен в связи со специфическим направлением деятельности. Например, он может составлять всего 300 долл. (рис. 1.2).

Amount	
Class SS Notes	\$ 0
Class A-1 Notes	\$ 50,000,000
Class A-2 Notes	\$ 142,000,000
Class B Notes	\$ 0
Class C Notes	\$ 0
Class D Notes	\$ 0
Class FL Notes	\$ 0
Total Debt	\$ 192,000,000
Issuer Ordinary Shares	\$ 300
Total Equity	\$ 300
Total Capitalization	\$ 192,000,300

Рисунок 1.2. Структура CDO «ABACUS 2007-AC1»³

Из-за отсутствия краткосрочных и долгосрочных обязательств и очень маленького размера собственного капитала SPV сопоставляют с самим CDO, поэтому под CDO можно дать другое определение: «CDO – это компания специального назначения (SPV), состоящая из портфеля активов – приобретенных обязательств, управляемых менеджером» (Picone, 2002, с.1). Правомочность данного определения подтверждается и практическим отождествлением CDO с SPV: компании регистрировались под именем самого создаваемого CDO. Например, выпуском CDO «ABACUS 2007-AC1» занималась компания ABACUS 2007-AC1, Ltd.

Наглядное представление механизма действия участников CDO представлено на рис. 1.3.

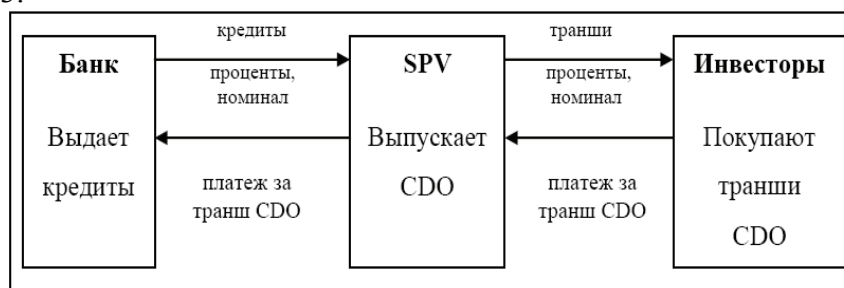


Рисунок 1.3. Механизм действий участников сделки CDO

Банк, являющийся инициатором сделки CDO, называется оригинатором (to originate – порождать). Он находит потенциальных инвесторов на данные активы, а затем в короткие сроки создает независимую от нее компанию SPV. В российских документах ее еще называют специальным юридическим лицом. SPV делит кредиты на классы в зависимости от выданного им кредитного рейтинга и упаковывает их в транши. Каждый транш соответственно получает рейтинг, близкий к рейтингам базовых активов. Например, CDO может состоять из трех траншей: высший из них (senior) получает рейтинг AAA, средний (mezzanine) – BBB, а младший (subordinate) – B. Инвесторы вкладывают денежные средства в соответствии с их предпочтениями о риске/доходности. Номинал всех траншей равен номинальной стоимости всех кредитов, купленных SPV у банка. В течение обращения CDO банк-оригинатор продолжает получать выплаты по кредитам от заемщиков. Такая функция на финансовом языке означает, что он становится банком-сервисером (to service – обслуживать). Он передает эти выплаты SPV, который, в свою очередь, выплачивает их инвесторам. В результате всех операций банк устраняет кредитный риск, который переходит к инвесторам, однако теряет сами активы, выданные кредиты, которые теперь принадлежат SPV.

CDO структурируется на основе неоднородного обеспечения⁴. В него могут включаться такие активы, как:

- корпоративные облигации;
- банковские кредиты;

³ Goldman Sachs. ABACUS 2007-AC1. Full document for investors.

⁴ http://people.stern.nyu.edu/igiddy/ABS/barclays_cdoguide.pdf

- долговые обязательства стран с развивающимся рынком;
- долговые обязательства клиентов банков по проектному финансированию;
- различные облигации, обеспеченные активами (ABS, RMBS, CMBS);
- другие кредитные деривативы.

Управлением совокупными активами, входящими в обеспечение каждого CDO, занимается специально нанимаемый для этого менеджер – управляющий активами. В его обязанности входит поддержание объявленного изначально для определенного класса активов рейтинга посредством продажи активов с увеличивающимся риском дефолта и приобретения подходящих под рамки рейтинга активов.

CDO также классифицируют по типу обеспечения:

- CBO (collateralized bond obligation) – обеспеченное облигационное обязательство;
- CLO (collateralized loan obligation) – обеспеченное кредитное обязательство;
- CMO (collateralized mortgage obligation) – обеспеченное ипотечное обязательство.

Инструмент CDO был привлекателен тем, что мог конкретно под профиль риск/доходность инвестора сформировать портфель, включая самые разные активы. Именно поэтому данная индустрия развивалась такими быстрыми темпами.

По состоянию на октябрь 2012 г., по данным рейтингового агентства S&P, в мире обращается 3629 выпусков CDO. Большая часть из них, а именно 2061, во время кризиса была выпущена компаниями, зарегистрированными на Каймановых островах⁵.

Большинство сделок с CDO делятся на две большие группы: арбитражные и балансовые. В арбитражных операциях инвесторы стараются получить больший доход между инвестированием в определенные классы и общей доходностью портфеля. Балансовые сделки с CDO служат способом для банков уводить рискованные активы с балансов, для которых по регулятивным стандартам необходимо выделять достаточно большие резервы. Так как топ-менеджмент банков преследует цель не только вывести рискованные активы с балансов, но, что более важно, повысить доходность на капитал (ROE) (от этого зависит размер ежегодных бонусов), то «обычно объемы таких капитальных списаний (capital relief) огромны» (Picone, 2002, с.1).

На рис. 1.4 представлена наглядная классификация CDO по целям и механизму работы.

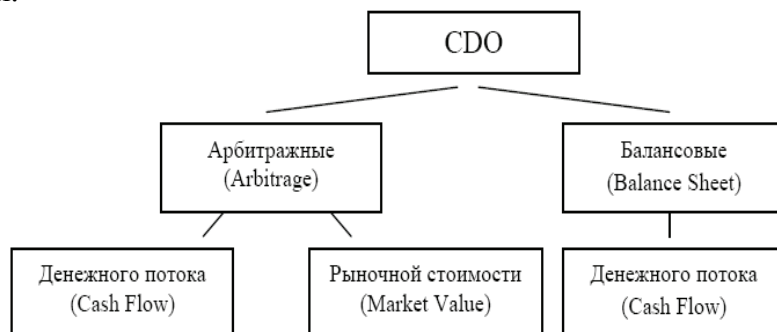


Рисунок 1.4. Классификация CDO⁶

В отличие от деления CDO на арбитражные и балансовые (второй уровень, рис. 1.4), подразумевающие различные цели использования инструмента, CDO денежного потока и рыночной стоимости (третий уровень, рис. 1.4) представляют различные механизмы функционирования и способы управления фондами. Фонды денежного по-

⁵ <http://www.standardandpoors.com/ratings/structuredfinance/en/us>

⁶ http://www.econ.hku.hk/~yjtang/CRM/Picone_CDO.pdf

тока являются статическими, т.е. активы на момент основания фонда и в течение всего срока действия не будут проданы или каким-либо образом заменены. Фонды рыночной стоимости подразумевают активное управление менеджером траншами: он может заменить активы в размере «как правило, до 20% в год в течение первых пяти лет в зависимости от минимальных характеристик качества портфеля и критериев выбора покупаемых активов» (Зелецкий, 2011, с. 46). Для инвесторов данный тип CDO характеризуется повышенным риском из-за необходимости проведения анализа не только качества активов, но и самой стратегии управляющего, так как во многом от действий последнего зависит успех функционирования CDO, выражающийся в стабильном потоке доходов.

CDO денежного потока функционируют следующим образом: если в течение срока действия фонда не произошли дефолты по базовому обеспечению, то инвесторы получают все причитающиеся им выплаты. Если же по каким-либо бумагам произойдет дефолт или прекратятся выплаты процентов, то денежный поток от обеспечения уменьшится и до инвесторов дойдет меньше денежных средств, причем выплаты начнутся с высшего транша. Именно поэтому нижний транш в структуре CDO является самым рискованным. Допустим, структура CDO состоит из трех траншей. Размер высшего транша составляет 60%, среднего – 30%, а младшего 10% от номинальной стоимости всего обеспечения. Если при первой волне дефолтов размер потерь составил 15% от общей стоимости обеспечения, то инвесторы в нижний транш полностью потеряют свои денежные средства, а инвесторы в средний транш только 5%. Участники, вложившие денежные средства в высший транш, полностью сохраняют свои инвестиции, хотя теоретически и они могут потерять денежные средства, если произойдет дефолт по всему обеспечивающему CDO портфелю обязательств. Вот почему так важно не только полагаться на оценку активов в траншах кредитными агентствами, но и проводить, по возможности, свой собственный анализ. К сожалению, ситуация до финансового кризиса была совершенно противоположной.

Таким образом, важность правильного оценивания участниками рынка общемировой экономической ситуации, в особенности рынка недвижимости, будет способствовать грамотному соотношению своих целей и средств для их достижения.

2. Регулирование как необходимая составляющая рынка внебиржевых деривативов

Оценка роли деривативов в процессах финансовой глобализации далеко не однозначна. С одной стороны, они позволяют перераспределять риск и способствуют интеграции разных сегментов финансовых рынков, снижая издержки финансового посредничества. С другой стороны, финансовые производные инструменты несут и значительные угрозы. Небольшой объем вложенного капитала за счет большого «рычага» (leverage) может принести как значительную прибыль, так и значительные убытки, и если не принимать во внимание выставление ограничения по возможным убыткам, то инвесторы фактически принимают на себя большие риски. Кроме того, совокупный риск никуда не исчезает, он просто переносится с одной группы инвесторов на другую. Проблема риска на финансовом рынке имеет свою специфику: из-за сильной взаимозависимости участников банкротство одного из них может повлечь за собой «эффект домино» и тем самым угрожать стабильности системы в целом. Развитие финансового инструментария, так называемых финансовых инноваций, не всегда приводит к позитивным изменениям в механизме взаимоотношений участников. Иногда оно ведет к увеличению рисков, связанных с неправильными предположениям, взятыми за основу конкретного нового финансового инструмента. Учитывая растущую интеграцию рынков, это может сказаться потрясениями на многих сегментах мирового финансового рынка. Поэтому, как справедливо отмечает всемирно известный инвестор Уоррен Баффетт, «существование деривативов создает серьезные проблемы на макроуровне», а

кредитные деривативы, продукты инвестиционных банков, Баффетт ассоциирует с «оружием массового поражения»⁷. В качестве примера разрушительного действия деривативов в сочетании с бесконтрольным поведением трейдеров можно привести банкротство одного из старейших банков в Европе – Barings Bank, который понес убытки в размере 1,4 млрд долл. по сделкам с производными инструментами⁸. При этом ситуация в течение следующих 15 лет существенно не изменилась: о своих колоссальных убытках от проведения торговых операций с деривативами, достигших в совокупности 9 млрд долл., сообщили такие известные по всему миру банки, как Societe Generale и UBS⁹. При этом по сравнению с организованным рынком внебиржевой рынок производных финансовых инструментов отличается непрозрачностью в плане участников сделки, объекта сделки и структуры выплат. Именно такие условия функционирования рынка деривативов, как непрозрачность и асимметрия информации, резко повышают риск мошенничества в этом сегменте финансового рынка.

Непрозрачность рынка препятствует его эффективному управлению со стороны государства: деривативы использовали для ухода от налогообложения и переноса финансовых результатов из одного квартала в другой, а также их сокрытия. Достаточно вспомнить пример с американской компанией Enron и недавнюю ситуацию с правительством Греции, воспользовавшимся услугами инвестиционного банка Goldman Sachs по осуществлению сделок с валютными свопами, что «позволило правительству уйти от уплаты миллиардных долгов»¹⁰. Даже учитывая такие ставшие достоянием широкой общественности факты, бывший глава ФРС Алан Гринспен заявил, что «для американской экономики выгоды от использования производных финансовых инструментов превышают ущерб», а в одном из своих выступлений он прямо заявил, что «использование все большего набора производных инструментов и связанное с этим применение более сложных методов измерения и управления рисками – ключевые факторы, на которых основана устойчивость наших финансовых институтов»¹¹. Таким образом, Гринспен видел устойчивость финансовой системы в распределении рисков по всем ее участникам, что, безусловно, можно достичь с помощью кредитных деривативов. Однако, возможно, не был учтен момент, когда с возрастанием количества субъектов системы повышается взаимозависимость между ними. С учетом того, что банки, от которых риски «уходили» к инвесторам, сами становились инвесторами в кредитные риски других банков, риск общей системы постоянно и с каждым следующим моментом времени становился все более зависим от динамики базиса (выплат по кредитам заемщиками).

После коллапса Lehman Brothers в 2008 г. стало ясно, в какой степени производные финансовые инструменты поспособствовали созданию опасно взаимосвязанной финансовой системы. Коллапс одного банка в центре взаимосвязанной сети производных контрактов мог парализовать всю финансовую систему, если бы на помощь не пришли правительства с программами предоставления ликвидности своим проблемным банкам. Так, согласно первой «спасительной программе», получившей название «программа по выкупу проблемных активов»¹², была предоставлена помощь, рекапитализация, в размере 125 млрд долл. девяти крупнейшим банкам. Многочисленные региональные банки получили помощь в размере 67 млрд долл., «в число которых входили даже такие мелкие банки, как Saigon National, располагающий штатом всего в восемь человек» (Андрюшин, 2009, с.143). Таким образом, учитывая совокупные размеры

⁷ <http://bankir.ru/tehnologii/s/finansovoe-oryjie-massovogo-porajeniya-9008175/>

⁸ http://expert.ru/expert/2009/01/treider_ubivshiy_bank/

⁹ <http://www.forbes.ru/ekonomika-photogallery/lyudi/73645-8-treiderov-poteryavshih-30-mlrd-samyh-imenityh-bankov>

¹⁰ <http://www.gazeta.ru/financial/2010/02/26/3330270.shtml>

¹¹ <http://bankir.ru/tehnologii/s/finansovoe-oryjie-massovogo-porajeniya-9008175/>

¹² Оригинальное название: «The Troubled Asset Relief Program» – TARP

спасительной программы TARP в 413 млрд долл.¹³, государственные регулирующие органы серьезно настроены реформировать и привести к ясным правилам функционирование мирового финансового рынка и, в частности, его взрывоопасного сегмента – внебиржевых производных инструментов.

ОТС-деривативы вызывают у регуляторов повышенный интерес по нескольким очевидным причинам. Во-первых, номинальная стоимость контрактов внебиржевого рынка деривативов составляет огромное значение – 639 трлн долл. по состоянию на первую половину 2012 г.¹⁴ Во-вторых, на рынке кредитных деривативов отсутствует практика взаимозачета обязательств – неттинг (close-out netting). «При внедрении такой практики тысячи двусторонних контрактов какого-либо участника рынка сводятся к единой чистой позиции. Таким образом, если контрагент окажется не в состоянии выплатить по своим обязательствам, то по крайней мере размер его обязательств будет известен сразу, без необходимости ждать решения суда по этому вопросу»¹⁵. Процедура неттинга также может помочь регулирующим органам идентифицировать рискованные обязательства на балансе банков. В-третьих, на финансовом рынке имеет место тенденция неявного субсидирования рынка деривативов правительствами. «Банки-дилеры настолько важны для финансовой системы, что их крах непозволителен. Государственные гарантии снижают для них стоимость займа и позволяют им предоставлять производные инструменты более дешево»¹⁶. В-четвертых, структура контрактов и модели поведения деривативов отличаются от других финансовых инструментов значительной сложностью. По словам Ричарда Букстэбера, возглавляющего отдел управления рисками в Morgan Stanley, «сложность приводит к катастрофе, поскольку клиенты не всегда полностью осознают риски, которые на себя берут»¹⁷.

Для многих участников рынка – от финансовых компаний и транснациональных банков до регулирующих и других государственных органов – не вызывает сомнения тот факт, что без регулирования невозможно достичь долгосрочного стабильного роста. Регулирование должно стать неким механизмом, способным сократить те излишние колебания финансовых рынков, которые непосредственно влияют на реальный сектор экономики. При этом колебания касаются совсем не динамики рыночных цен, а стабильности функционирования самого рынка, его прозрачности и финансовой устойчивости участников. Кроме этого, регулирование должно касаться именно всей финансовой системы, а не только сегмента внебиржевых производных инструментов, так как последние представляют лишь надстройку над базовым активом или, если более обобщенно, финансовую надстройку над функционированием всей экономики. В этой связи ужесточение правил поведения участников на нижнем базовом уровне будет способствовать стабилизации надстройки.

Таким образом, разрешение проблем как на уровне взаимоотношений участников рынка, так и на уровне самих внебиржевых деривативов в совокупности будут давать тот синергетический эффект, который скорее всего приведет к позитивному изменению структуры всего мирового финансового рынка при условии должного следования участниками букве новых регулирующих законов.

Уже на первом саммите «большой двадцатки» (G20) в сентябре 2009 г. в Питтсбурге (США) между странами-участницами были заключены следующие соглашения, касающиеся непосредственно вопросов регулирования рынка внебиржевых деривативов:¹⁸

¹³ http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/briefing-room/reports/agency_reports/Documents/TARP%20Three%20Year%20Anniversary%20Report.pdf

¹⁴ <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

¹⁵ <http://www.economist.com/node/14843667>

¹⁶ <http://www.economist.com/node/14843667>

¹⁷ <http://www.economist.com/node/14843667>

¹⁸ <http://elitetrader.ru/index.php?newsid=137810>

- все стандартизированные внебиржевые деривативные контракты должны торговаться на биржах или электронных торговых платформах с клирингом посредством центрального контрагента (CCP – central counterparty), где это уместно;
- внебиржевые деривативные контракты должны быть отражены в торговом репозитории;
- контракты, заключенные без центрального контрагента, должны отвечать высоким требованиям к капиталу.

При этом G20 установила срок до конца 2012 г. сформировать базу для проведения централизованного клиринга всех стандартизируемых деривативов, что воспринимается участниками как средство для устранения риска невыполнения обязательств по внебиржевым контрактам. Если участник, вовлеченный в торговлю ОТС-деривативами, обанкротится, то при наличии центрального контрагента цепной реакции не возникнет, аналогичной той, что возникла при коллапсе инвестиционного банка Lehman Brothers. Более того, центральные контрагенты будут вынуждены соответствовать высоким стандартам управления рисками и будут требовать от участников внесения соответствующей суммы залога, называемой гарантийным обеспечением, наподобие применяемой системы на биржевых площадках.

На данный момент клиринг CDS и других внебиржевых деривативов проводят следующие организации:

- ICE Clear Credit – первая в мире клиринговая организация для сделок участников с CDS. Она была создана в марте 2009 г. в США;
- ICE Clear Europe – организация, базирующаяся в Европе, в июле 2009 г. начала проводить клиринг европейских CDS;
- CME Clearing – организация, входящая в биржевой холдинг CME Group, также проводит клиринг сделок CDS;
- LCH. Clearnet Ltd. – одна из первых начала клиринг операций с внебиржевыми инструментами (SwapClear, 1999) и в настоящее время обслуживает рынок процентных свопов, номинированных в 20 различных валютах.

Помимо преимуществ от проведения клиринга существует также значительное естественное ограничение при его применении с внебиржевыми деривативами, связанное с низкой стандартизацией и ликвидностью. Так, в своем докладе о современных тенденциях клиринга директор по биржевым технологиям ЗАО «ММББ» Сергей Майоров отмечает, что на мировом финансовом рынке еще не сформировался единый центр принятия решений о пригодности отдельных внебиржевых инструментов для клиринга. «С одной стороны, эта задача должна решаться самими клиринговыми организациями, так как именно они несут основной риск неисполнения сделок. С другой стороны, определенные характеристики инструмента, например их ликвидность, могут оттолкнуть клиринговые организации от принятия таких инструментов, ведь многие кредитные деривативы в основном малоликвидны, и даже решение проблемы путем повышения размера обеспечения может не повлиять на клиринговые организации» (Майоров, 2011). Таким образом, клиринг внебиржевых деривативов, в особенности кредитных, нуждается в значительной проработке и анализе, в особенности это касается рынка секьюритизированных ценных бумаг, где просто необходим ликвидный вторичный рынок для возможности проведения клиринга.

По сравнению с клирингом тезис о необходимости присутствия на мировом финансовом рынке таких институтов, как торговые репозитории, повышающие прозрачность рынка ОТС-деривативов, выглядит более перспективным.

Торговый репозиторий представляет собой «централизованный реестр, в котором в электронном виде хранится информация об осуществляемых сделках с внебир-

жевыми производными финансовыми инструментами»¹⁹. Учитывая нарастающую популярность данного вида института как средство обеспечения прозрачности рынка, в мае 2010 г. Банк международных расчетов в документе под названием «Аспекты деятельности торговых репозитариев на рынке внебиржевых производных финансовых инструментов»²⁰ структурировал и предложил принимать во внимание определенные факторы при создании репозитариев. Некоторые из них представлены ниже:²¹

- репозитарий должен обеспечивать прозрачность информации на рынке. Информация из репозитария должна быть доступна государственным органам и общественности;
- информация о внебиржевых производных инструментах должна вноситься в базы оперативно;
- репозитарий должен иметь процедуры и стандарты обмена информацией, соответствующие мировой практике;
- национальное и международное законодательство должно устанавливать необходимые правила о регулировании и надзоре за репозитариями.

Согласно последнему пункту Европейская комиссия 15 сентября 2010 г. одобрила «Положение о внебиржевых производных инструментах, центральных контрагентах и торговых репозитариях»²², которое было вскоре принято в виде законодательного акта Европейским парламентом. Основные положения заключаются в том, что:

- участники рынка должны сообщать необходимую информацию в отношении сделок с внебиржевыми деривативами в репозитории, а если это невозможно, то в государственные органы;
- обобщенная информация по рынку внебиржевых деривативов должна публиковаться на постоянной основе.

Необходимо отметить, что на европейском рынке уже присутствуют репозитории, среди которых выделяется DTCC Derivatives Repository Ltd., действующий в Великобритании.

В настоящее время Комитет по платежным и расчетным системам (The Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS) и Международная организация комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) дают советы касательно того, каким образом центральные контрагенты и торговые репозитории могут повысить устойчивость рынка ОТС-деривативов.

Озвученные инициативы должны включать в себя два основных направления, по которым необходимо провести работу:²³

- во-первых, учитывая глобальный характер рынка ОТС-деривативов, необходимо обеспечить однородность реализуемых инициатив, чтобы предотвратить возможные различия в подходах к регулированию в различных странах;
- во-вторых, возведение рыночной инфраструктуры должно соответствовать более широким целям финансовой стабильности. Необходимо оставить пространство для значительной конкуренции и принять меры предосторожности по недопущению системного риска в случае краха центрального контрагента.

Противники регулирования и более жесткого надзора за внебиржевыми рынками, в частности противники центрального клиринга, апеллируют будущим снижением показателей прибыли компаний финансового сектора вследствие снижения доходности

¹⁹ <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=1952>

²⁰ Оригинальное название: «Considerations for trade repositories in OTC derivatives market»

²¹ <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=1952>

²² Оригинальное название: «Regulation on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories»

²³ <http://www.bis.org/publ/cpss64.pdf>

от проведения операций с внебиржевыми инструментами, что непосредственно скажется на более медленном росте экономики. Однако сторонники более жестких требований к регулированию утверждают, что именно непрозрачность внебиржевых рынков привела к серьезным убыткам инвесторов по всему миру и краху некоторых банков, поэтому центральный клиринг ОТС-деривативов является необходимой частью регуляторной реформы, которая сделает внебиржевые рынки достаточно прозрачными для того, чтобы надзорные органы могли проводить эффективный мониторинг нарастания рисков в сегменте высокорискованных операций.

Важность института центрального клиринга как посредника между участниками не вызывает уже многочисленных споров и пререканий в финансовых кругах, однако предложения о переводе проходящих процедуру клиринга деривативов на биржевую схему торговли являются более спорными. Биржевая торговля предусматривает стандартизацию контрактов, однако стандартизовать такие контракты, как, например, CDO, просто невозможно, ведь в каждом таком фонде находятся самые разнообразные обязательства – от автомобильных кредитов до дебиторской задолженности. При проведении сделки с CDS участники договариваются между собой о специфических условиях: определяют ряд событий в деятельности базовой компании, которые будут считаться страховым случаем, договариваются о страхуемом объекте в виде определенных пакетов обязательств базовой компании. При стандартизации биржам пришлось бы включать в листинг огромное количество контрактов, которые будут различаться по многочисленным параметрам: готовым пакетам обязательств, срокам исполнения, определениям кредитного события. Учитывая все вышесказанное, стандартизация просто невозможна с кредитными деривативами, однако некие упрощенные варианты могут быть предложены на рынке. Примером того может служить обращение на бирже суверенных CDS, выплаты по которым не происходят. Участники лишь спекулируют на изменении рыночной цены контракта: при ухудшении ожиданий роста экономики цена на CDS повышается, при улучшении – снижается.

В целом вопрос стандартизации должен касаться больше повышения прозрачности в составлении документации, когда инвесторы, например, по определенным параметрам могут сравнивать разные предлагаемые им обеспеченные долговые обязательства.

Другим важным аспектом является конфликт интересов в виде несоответствия целей топ-менеджеров с долгосрочным ростом компании, что нашло свое отражение в деятельности рейтинговых агентств.

Рейтинговые агентства являются определяющим звеном в цепочке секьюритизации, так как на основе их решений о выдаче определенного уровня кредитного рейтинга будут принимать решения покупатели, инвесторы, а банки-организаторы формировать структуру CDO. Трудно недооценивать роль рейтинговых агентств, так как результат их работы становится не чем-то обособленным для целей узкого круга специалистов, а масштабным проектом, способным реально повлиять на финансовые потоки на международном рынке.

Доверие к кредитным рейтингам до финансового кризиса возросло благодаря тому, что данную масштабную, качественную и полную работу по оценке активов не мог проделать, возможно, ни один из участников рынка. Стоит отметить, что доходы рейтинговых агентств образуются большей частью тогда, когда банк-организатор получает необходимый ему рейтинг, обычно самый высокий для старших траншей CDO – AAA. Такие условия бизнеса стали формировать у агентств политику двойных стандартов: рост показателя количества выданных рейтингов обеспечивал увеличение операционных доходов, однако качество анализируемых объектов при этом падало. То доверие инвесторов к кредитным рейтингам в процессе выбора активов сыграло с ними плохую шутку. В разгар кризиса агентства начали пересматривать свои кредитные рейтинги даже не в связи с изменением реального кредитного качества объекта, а с изна-

чально поставленным неверным рейтингом, вследствие неправильных сформированных корреляционных моделей, являющихся основой для структурирования траншей CDO. Так, «в июле 2008 г. глава Moody's признал, что агентство сделало ошибки в моделях, которые привели к неправильному присвоению рейтинга одному виду CDO на сумму, приближающуюся к 1 трлн долл.» (Вайн, 2009, с.190). С учетом данной ситуации реальный риск выпущенных траншей был гораздо выше, чем предполагали инвесторы, и поэтому потери оказались более значительными. Ввиду всего вышесказанного данный сегмент не мог остаться без внимания регулирующих органов. Так, закон Додда-Франка требует от руководства Комиссии по ценным бумагам и биржам²⁴ «проверки деятельности каждого рейтингового агентства, утвержденного Комиссией в качестве национально-признанной статистической рейтинговой организации²⁵, минимум один раз в год и обнародования соответствующего годового отчета»²⁶. Комиссия будет выдвигать следующие требования к таким агентствам: «отчет о механизмах внутреннего контроля; защита от конфликтов интересов; создание профессиональных стандартов для кредитных аналитиков; обеспечение публичности, т.е. вместе с публикацией кредитного рейтинга будет раскрываться информация о кредитных рейтингах и методологии, используемой для их определения»²⁷.

Проблемы в деятельности рейтинговых агентств не остались без внимания и европейскими регуляторами: «14 июля 2009 г. Европейский парламент и Совет Европейского Союза одобрил нормативный документ, регулирующий деятельность рейтинговых агентств. Согласно документу «рейтинговые агентства должны повысить качество методологий, используемых при оценке деривативов, а также увеличить прозрачность своей деятельности путем установления дополнительных требований к раскрытию информации»²⁸.

Содержание нормативных актов действительно касается важных аспектов в деятельности рейтинговых агентств, однако остался незатронутым, возможно, более важный момент, такой как принятие ответственности агентством за выставление кредитного рейтинга. Решение данного вопроса очень важно, так как принятие ответственности будет способствовать и улучшению качества предоставляемых кредитных рейтингов, и повышению прозрачности для инвесторов.

После финансового кризиса многие инвесторы начали судиться с тройкой лидеров – S&P, Mood's, Fitch, однако рейтинговые агентства выстроили свою защиту на том, что «они лишь выражают свое мнение по поводу различных активов, а право выражать мнение защищено первой поправкой к Конституции США»²⁹. Таким образом, им удалось выиграть многие иски. Учитывая такой способ защиты, они публично заявляли, что недооценили использованную в моделях CDO корреляцию между облигациями, обеспеченными ипотечными кредитами, что привело к пересмотру рейтингов в 2006 г. более 50% всех секьюритизаций (Вайн, 2009, с. 192).

Тем не менее инвесторы более не доверяют, как раньше, до финансового кризиса, рейтингам, выставленным кредитным деривативам, ввиду недоверия к методологии их оценки. Это подтверждается динамикой объемов выпусков CDO, представленных на рис. 2.1.

²⁴ United States Securities and Exchange Commission, SEC

²⁵ Оригинальное название: Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NRSROs.

²⁶ <http://www.worldbiz.ru/jurisdictions-news/detail.php?ID=1831>

²⁷ <http://expert.ru/kazakhstan/2011/28/zakat-ra/>

²⁸ <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=69>

²⁹ <http://www.kasparov.ru/material.php?id=4DD0B0DD972BE>

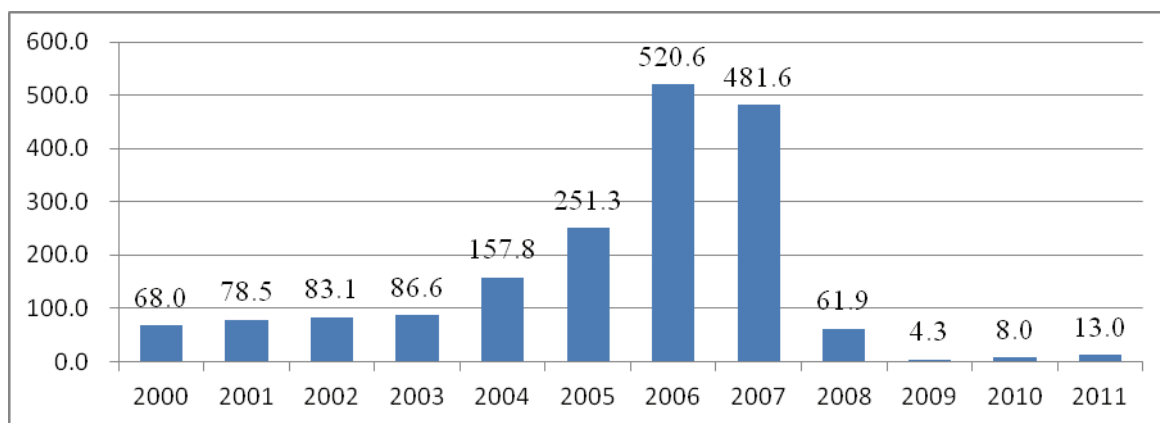


Рисунок 2.1. Объем выпуска CDO в млрд долл.³⁰

Как видно на рис. 2.1, рынок CDO находится в глубокой депрессии, возможно, вследствие проблемы ответственности агентств за выставленные кредитные рейтинги, которая не была затронута нормативными актами регулирующих органов.

Заключение

Мировой финансовый кризис недвусмысленно показал всем участникам неустойчивость модели свободного рынка в условиях набирающей обороты финансовой инженерии, которая должна была способствовать распределению кредитного риска по всей экономике, однако постфактум привела к чрезмерным спекуляциям, закономерным итогом которых стали огромные потери и даже банкротства некоторых участников. Именно поэтому на первый план выступает идея масштабного контроля не только сегмента высокорисковых инструментов, внебиржевых деривативов, но и всей финансовой системы.

В то же время со стороны регулирующих органов остаются нерешенными многие вопросы, в частности самих механизмов достижения желаемых характеристик мирового финансового рынка, хотя на макроуровне идея предельно ясна и очевидна. Она заключается в недопущении появления нового глобального финансового кризиса. Многие меры касаются повышения прозрачности и устойчивости финансовой системы, путем предоставления данных о сделках и ее схемах, а также повышения требований к капиталу финансовых компаний. На первом этапе данные направления являются наиболее приоритетными, так как касаются реформирования общей системы, а не отдельных ее сегментов или инструментария, однако временные рамки по принятию всеми странами правил игры и приход их к консенсусу относительно формирования новых условий поведения участников должны не растягиваться в силу скорого восстановления экономик многих стран. На втором этапе регулирование должно представлять собой точечные корректировки высокорисковых сегментов мирового финансового рынка, одним из которых является сегмент внебиржевых производных финансовых инструментов.

В целом внебиржевые инструменты последних лет во многом стали прецедентом для будущих возможных инновационных финансовых инструментов, поэтому анализ последствий именно данного финансового кризиса и принятия прозрачных решений для всех участников рынка жизненно важен и необходим для дальнейшего развития этого инновационного процесса в финансовом секторе. В противном случае без выученных уроков мировое сообщество ожидает перманентные финансовые кризисы, которые в условиях глобализации непременно приведут к неустойчивому и замедленному развитию мировой экономики.

Список литературы

³⁰ <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>

- Андрюшин С.А.* Национальные банковские системы. М.: ТЕИС, 2009. 242 с.
- Вайн С.* Глобальный финансовый кризис: Механизмы развития и стратегии выживания. М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. 302 с.
- Зелезецкий И.* CDO выходят из кризиса // Cbonds Review. 2011. № 3. С. 46–50.
- Майоров С.* Аналитический доклад «О современных тенденциях развития клиринга», май – август 2011.
- The Barclays Capital Guide to Cash Flow CDO. March 2002.
- Goldman Sachs. ABACUS 2007-AC1. Full document for investors.
- Picone D. Collateralised Debt Obligations. City University Business School, London.
- Банк международных расчетов, статистика по рынку деривативов – <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>.
- Организация SIFMA, Статистика по рынку CDO <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>, Global CDO Issuance and Outstanding.
- <http://www.standardandpoors.com/ratings/structuredfinance/en/us>
- <http://www.forbes.ru/ekonomika-photogallery/lyudi/73645-8-treiderov-poteryavshih-30-mlrd-samyh-imenityh-bankov>
- http://expert.ru/expert/2009/01/treider_ubivshiy_bank/
- <http://bankir.ru/tehnologii/s/finansovoe-oryjie-massovogo-porajeniya-9008175/>
- <http://www.gazeta.ru/financial/2010/02/26/3330270.shtml>
- <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=1952>
- <http://www.bis.org/publ/cpss64.pdf>
- http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/briefing-room/reports/agency_reports/Documents/TARP%20Three%20Year%20Anniversary%20Report.pdf
- <http://www.economist.com/node/14843667>
- <http://www.worldbiz.ru/jurisdictions-news/detail.php?ID=1831>
- <http://expert.ru/kazakhstan/2011/28/zakat-ra/>
- <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=69>
- <http://www.kasparov.ru/material.php?id=4DD0B0DD972BE>
- <http://elitetrader.ru/index.php?newsid=137810>

CREDIT DERIVATIVES ON THE WORLD FINANCIAL MARKETS

Abstract

In last 10 years financial innovations became one of the main factor of further integration of financial markets which was part of total economic globalization. They give a chance to combine different markets and led to the creation of new instruments, known as OTC-derivatives nowadays, which were made by few high-skilled banks' managers. That was based on the desire of the diversification of credit risks or reallocate them to other participants but as analysed in this article such sphere of innovations became the aggregation of global risks. Mostly overall using of such instruments together with the lack of appropriate control of rating agencies and insurance companies led to financial crisis and then the question of regulation was arisen. This aspect is analyzed in the article. Moreover arguments for the necessity of such regulators' impact on high-risked financial sector is provided there.

Key words: financial crisis, OTS-derivatives, CDO, CDS

JEL codes: G010, G150, G180.