

Н.Н. Рубцов¹,

ООО «Интер Технолоджи» (Москва, Россия)

КРЕДИТНЫЕ ДЕРИВАТИВЫ КАК УГРОЗА ВОЗНИКНОВЕНИЯ СИСТЕМНОГО РИСКА

Статья посвящена анализу функционирования кредитных деривативов (точнее основной их разновидности — кредитных дефолтных свопов, или CDS) как фактора системного риска. В частности, исследуется воздействие кредитных свопов на работу всей современной финансовой системы. Также указывается, что один из мифов о кредитных деривативах заключается в том, что они якобы уменьшают риск. На самом деле они лишь переводят риск с одного лица на другое, желающее такой риск принять. Трансформация рисков в итоге создает тесную взаимозависимость всех участников кредитных рынков, а также способствует концентрации рисков в руках отдельных игроков, которые в случае наступления непредвиденных ситуаций не способны погасить взятые на себя обязательства. Результатом этого является эффект «домино», который приводит к кризису всей финансовой системы. События 2008 г. наглядный тому пример.

Ключевые слова: кредитные деривативы, кредитные дефолтные свопы, системные риски, управление рисками.

N.N. Rubtsov,

Inter Technology (Moscow, Russia)

CREDIT DERIVATIVES AS A FACTOR OF SYSTEMIC RISK

The article analyzes the functioning of credit derivatives (first of all credit default swaps, or CDS) as a factor of systemic risk. The article examines the impact of credit default swaps on the functioning of the entire modern financial system, states that one of the myths about credit derivatives lies in the fact that they supposedly reduce the risk. In fact, they only transfer risk from one person to another, willing to take the risk. The end result of this risks transformation is a close interdependence between all participants of credit markets and the huge concentration of risks in the hands of individual players, who in case of unforeseen situations face the inability to pay on their obligations. The result is a domino effect that leads to a crisis of the financial system. The 2008 events is a vivid example of such a situation.

Key words: credit derivatives, credit default swaps, systemic risk, risk management.

¹ Рубцов Николай Николаевич, кандидат философских наук, генеральный директор; e-mail: intertechnologyfund@gmail.com

Размышляя о факторах нестабильности мировых финансов в книге «Кризис мирового капитализма», Дж. Сорос отмечает, что сама логика экономической деятельности публичных компаний и их менеджмента с неизбежностью приводит к кризису современной финансовой системы [Сорос, 2005, с. 13]. Однако безудержное стремление современных управляющих к максимизации прибыли с использованием средств, нередко выходящих за разумные пределы осмотрительности, представляет собой лишь внешнюю сторону проблемы отсутствия системного подхода к риску. Главная причина коренится в другом. А именно во внутренней логике развития финансовой индустрии, создавшей необходимые условия для проявления и расцвета человеческой алчности, о чем также говорил Дж. Сорос. В ходе эволюции в рамках современной финансовой системы сформировались особые инструменты, которые создали у участников рынка обманчивое чувство почти полной защищенности от любых возможных неожиданностей и дефолтов. Эти инструменты — кредитные деривативы².

Кредитные деривативы можно определить как высший продукт финансовой виртуальности, окончательно оторвавшейся не только от какой-либо привязки к реальному процессу производства, но и от самих базовых активов — первичных уровней производных, послуживших референсом или основой их создания.

По определению специалистов Федеральной резервной системы США (ФРС), кредитные деривативы — это забалансовые финансовые инструменты, позволяющие одной стороне (бенефициару) перенести риск по активу на другую сторону (гаранта), не прибегая к физической продаже актива. Кредитные деривативы можно рассматривать как финансовые инструменты, отделяющие кредитный

² Следует различать кредитные деривативы в узком и широком понимании.

В узком значении — это чистые кредитные деривативы, которые можно разделить на четыре главных вида: 1) кредитные дефолтные свопы, или Credit Default Swaps (CDS); 2) свопы на совокупный доход, или Total Return Swaps; 3) опционы на кредитные спреды, или Credit Spread Options; 4) форварды на кредитные спреды, или Credit Spread Forward. Основной разновидностью чистых кредитных деривативов являются кредитные свопы, или CDS. Главное предназначение всех видов чистых кредитных деривативов состоит в хеджировании рисков.

В широком значении термин «кредитные деривативы» включает помимо чистых кредитных деривативов их гибриды с продуктами секьюритизации. К этим гибридам в первую очередь относятся: обеспеченные долговые обязательства, или Collateralized Debt Obligations (CDOs), которые подразделяются на обеспеченные кредитные обязательства, или Collateralized Loan Obligations (CLOs) и обеспеченные облигационные обязательства, или Collateralized Bond Obligations (CBOs); связанные кредитные ноты, или Credit-Linked Notes (CLNs), а также всевозможные производные от CDOs синтетические продукты, например CDO2, CDO3, CDS на специфические CDO транши и т.д. Основное предназначение всех гибридных образований заключается в том, чтобы служить обеспечением для получения фондирования с рынков капитала.

риск от своего актива для последующей его частичной или полной продажи другой стороне. Рынок же кредитных деривативов предстает как система рыночных отношений, обеспечивающих перераспределение финансовых потоков посредством купли-продажи кредитных рисков.

В чем же суть кредитного дериватива? Кредитный дериватив — это продажа или покупка искусственно вычлененного из единого «тела» актива какого-то его отдельного признака, а именно того или иного аспекта риска в конкретном аспекте его проявления или страхового случая. Это может быть риск первого, второго и последующего платежей, банкротства, колебания учетных ставок, движения валютных курсов, падения кредитного рейтинга, аннулирования обязательств, срока моратория и т.д. Таким образом, кредитный дериватив — это форма направленной ставки относительно кредитоспособности компании или особая виртуальная конструкция, отчужденная от процесса продажи, покупки базовых активов (банковских кредитов, облигаций, акций, учетных ставок, индексов и т.д.) или владения ими. На него не влияют изменения рыночной стоимости базисного актива до тех пор, пока по нему не наступит кредитное событие.

Такая особенность синтетической природы кредитных деривативов дала в руки инвестиционному сообществу в лице покупателей или продавцов CDS возможность торговать искусственно созданными виртуальными продуктами, не имеющими никакого отношения к базисному активу или объекту защиты от риска. Иными словами, покупатель CDS не нуждался в том, чтобы владеть финансовым инструментом, лежащим в их основе, или быть связанным с ним кредитным риском.

Продавцом же CDS, по сути, могла быть любая инвестиционная компания безотносительно к тому, имеет она государственную лицензию на осуществление финансово-кредитной деятельности или нет. Более того, продавцу CDS вообще не требовалось поддерживать в качестве гарантии какие-либо резервы для осуществления необходимых в случае наступления кредитного события должных выплат, хотя, конечно, основные дилеры CDS, являясь банковскими структурами, были обязаны подчиняться требованиям, предъявляемым к уровню собственных средств, которые установлены регулятором. Такое положение дел позволило покупать и продавать одни и те же CDS бесчисленное количество раз, что в свою очередь создало в рамках индустрии финансов мощнейший механизм мультипликации ликвидности. Как отмечается в Анализе дифференцированной природы и объемов финансового регулирования совместного форума Базельского комитета по банковскому надзору, «CDS — это торгуемые инструменты... В силу того, что покупателям

защиты, использующим CDS, нет необходимости иметь интерес, подлежащий страхованию, в находящихся в основании базовых активах (т.е. им нет необходимости владеть ценной бумагой, для которой они покупают защиту), защита может быть приобретена как в целях хеджирования, так и торговли. Покупатели также могут приобретать многочисленные контракты, проданные на предмет того же самого кредитного случая, в результате номинальный объем запущенной в оборот защиты по CDS может значительно превосходить величину лежащего в основании долга, что в свою очередь будет иметь далеко идущие последствия для риск-менеджмента» [Review, 2010].

В результате за кратчайший срок объем кредитных деривативов, 80% из которых составляли так называемые голые CDS (naked CDS), т.е. деривативы без владения долгом объекта референции (reference entity), показал экспоненциальный рост. Так, в 2000 г. их совокупный объем был равен 800 млрд долл. США, а перед началом финансового кризиса 2008 г. — более 62 трлн долл.

Бурный рост кредитных деривативов был обусловлен еще одной специфической особенностью, которая, собственно, и создала процессуальную среду для их расцвета. Дело в том, что кредитные деривативы обладают нерегулируемым статусом. Это означает, что CDS обращаются не на биржевом, а на внебиржевом рынке, что позволяет осуществлять процесс их покупки и продажи в частном порядке, на условиях, вырабатываемых индивидуально по каждой конкретной сделке.

Появление CDS оказало огромное воздействие на функционирование всей финансовой системы, придав ей качественно новые черты. В частности:

— CDS стали основным инструментом управления рисками банков. Они позволили этим организациям создавать видимость нивелирования кредитных рисков. Приобретая CDS и перекладывая потенциальные риски убытков на других (скажем, AIG), банки расчищали свои балансы и тем самым, выполняя минимальные требования регулятора к капиталу, обретали способность дальше расширять свои кредитные портфели, структурируя их также в «свободные» от риска активы;

— CDS предоставили компаниям возможность хеджировать займы, превращая их облигационные обязательства в свободные от риска финансовые инструменты. Как отмечает ISDA, для корпоративных облигаций CDS вообще превратились в основной инструмент управления рисками [ISDA];

— рынок CDS оказался не только инструментом управления рисками, но и механизмом их оценки. Так, CDS-спрэды стали способом измерения не только риска дефолта у отдельных организаций,

но и долгов суверенных государств. Словом, CDS-спрэды превратились в индикаторы кризисных состояний финансовой системы.

Несмотря на, казалось бы, значимую роль, которую кредитные деривативы обрели при страховании от дефолтов и прочих рисков, именно они стали одной из главных причин следующих друг за другом кризисных ситуаций последних лет. Причина заключается в особенностях природы построения и характере регулирования CDS, о которых говорилось выше. С одной стороны, созданные для решения конкретных локальных задач трансформации рисков и их управления в рамках банковской сферы, они в значительной степени, по утверждению А. Гринспена, способствовали сокращению концентрации риска потенциальных убытков в кредитных портфелях [Remarks..., 2005; Remarks..., 1999]. С другой стороны, будучи внебиржевыми, индивидуально скроенными, лишенными какого-либо регулирования и ведения специального учета синтетическими конструкциями, не связанными с владением базовым активом, а также не обремененными необходимостью создавать резервы для выполнения взятых на себя их продавцами обязательств, кроме обещания заплатить при наступлении страхового случая, они создали колоссальную возможность для спекуляций, которая при использовании финансового рычага многократно возрастала. Примером несопоставимой по объему с базовыми активами эмиссии CDS, поставившей на грань дефолта современную финансовую систему, явилась цепь взаимосвязанных друг с другом банкротств ведущих инвестиционных банков мира в 2008 г.

Способность кредитных деривативов не только хеджировать риски, но и оказываться инструментом активных спекуляций создала на финансовых рынках парадоксальную ситуацию. Предлагая и осуществляя защиту от всевозможных рисков, рынок CDS сам по себе стал источником распространения системного риска. Это было связано с тем, что появление и активное применение кредитных деривативов вызвало значительные структурные сдвиги в мировой финансовой системе. Так, CDS позволили банкам успешно списывать со своих балансов традиционно присущие им кредитные риски. В результате эти риски стали переходить из банковского сектора к другим участникам инвестиционного сообщества. Иными словами, с появлением CDS была нарушена привычная структура взаимоотношений между кредитором и заемщиком капитала, оценка кредитного риска стала постепенно исчезать из процесса предоставления кредита. Некоторые восприняли такую финансовую инновацию как революционный шаг. Они утверждали, что перемещение риска из банковского сектора к небанковским инвестиционным структурам делает всю современную финансовую систему более крепкой, поскольку риск становится более диверси-

фицированным и лучше управляемым. Вместе с тем небезызвестный закон страхования гласит, что хеджирование наряду с уменьшением риска отдельной стороны увеличивает риск системы в целом из-за включения так называемого морального фактора. Моральный риск подразумевает асимметричность информации, когда наличие страховки делает человека менее восприимчивым к угрозе потерь. Применительно к кредитным рынкам это ведет к тому, что кредиторы становятся все более индифферентными к качеству выдаваемых ими кредитов. Р. Раджан из Международного валютного фонда по данному поводу заметил, что банки сейчас больше «вскармливают» риск, чем уменьшают стремление к нему. Словом, появление и широкое применения кредитных деривативов, призванных к нивелированию рисков, стало постепенно приводить к их все большему накоплению благодаря возрастающей интенсификации морального риска со стороны кредитных институтов. Более того, интенсификация морального риска привела к тому, что М. Мейер охарактеризовал как специфический закон: «перемещающие риск инструменты в конечном счете перемещают его на тех, кто наименее способен иметь с ними дело» [Mayer, 1997, p. 324]. Неудивительно, что совместный форум Базельского комитета по надзору за банками в отчете «Перемещение кредитного риска» накануне кризиса 2008 г. отмечал, что хедж-фонды как наиболее спекулятивные структуры из всех инвестиционных институтов, имея в своих портфелях CDS на триллионы долларов, представляют огромную угрозу финансовым рынкам по всему миру [Credit..., 2008].

Один из великих мифов о кредитных деривативах заключается в том, что они якобы уменьшают риск. На самом же деле они только переводят риск с одного лица на другое, желающее данный риск принять. Точнее, они делят этот риск между собой. Так, покупатель защиты, передавая другому лицу кредитный риск, по сути, обменивает его на совместный с продавцом риск дефолта по этому активу, а также риск дефолта контрагента (продавца) по сделке.

Как отмечает М. Бьюкенен, «История с AIG иллюстрирует важный парадокс, который вновь навис над нынешним долговым европейским кризисом. Кредитные дефолтные свопы аналогично регулярному страхованию предлагают способ снижения рисков, а стандартное мышление в экономике считает, что такого рода “разделение рисков” делает отдельные банки безопаснее и всю банковскую систему более стабильной. Это не так, хотя не всегда. На самом деле слишком большое разделение рисков может в действительности создать большие проблемы. Это следует из недавнего исследования итальянского физика С. Баттистона и его коллег (одним из которых является экономист Колумбийского университета Дж. Стиглиц, лауреат Нобелевской премии в области эконо-

мики 2001 г.). Исследователи продемонстрировали, что слишком большое разделение риска может способствовать распространению бедствия как вирусного заражения.

Нормальной частью бизнеса является то, что каждая организация время от времени сталкивается с «потрясениями» — угрозами финансовому здоровью, вытекающими из взятых кредитов, которые не привели к успешному завершению сделок, и т.д. Способность фирмы противостоять таким потрясениям отражает ее финансовую гибкость. Однако прочность учреждения также зависит от устойчивости ее торговых партнеров, потому что если один из них попадает в беду, его бедствие распространится на других, кому он должен деньги.

В рамках данной схемы банковской системы С. Баттистон и его коллеги изучили возможные последствия внезапного банкротства одной организации и особенно как то, что происходит, зависит от общей «взаимосвязи» в сети, а именно от плотности распределяющих риск соединений.

Они обнаружили, что если при относительно малой взаимосвязи банк вдруг обанкротится, то последствия не будут столь серьезными; эта неплатежеспособность создаст проблемы для некоторых других учреждений, но, как правило, не распространится слишком далеко. В таком случае распределение риска приносит выгоду. О том, как это должно произойти, и говорится в учебниках по экономике.

Тем не менее с ростом взаимосвязи — к примеру, по мере того как становятся все более интенсивными контракты CDS, — ситуация меняется кардинально. После преодоления определенного уровня порога взаимосвязи попытки разделения риска фактически увеличивают вероятность разорения банка.

При этом возникает огромное количество путей, которые из-за возникшей проблемы могут привести к общесистемному краху. Распределяющая риск паутина взаимосвязей, в которой работает организация, только создает иллюзию безопасности... То, что в малых пропорциях уменьшает риск индивидуальной организации, разрастаясь, создает проблему у большой банковской системы» [Buchanan, 2011].

В ходе своего стремительно развития кредитные деривативы тесно связали между собой не только все основные банки мира, но и подавляющее число ведущих институциональных участников финансовых рынков — страховые и инвестиционные компании, взаимные фонды, хедж-фонды и даже пенсионные фонды. Результатом этого явилось то, что, по оценке совместного форума Базельского комитета по надзору за банками, оказалось «сложно составить ясную картину, кто же именно является конечным держателем кредитного риска». Более того, стало «сложно даже оце-

нить объем переданных рисков» [Credit..., 2008]. Обычной практикой для рынка CDS является, когда хедж-фонд продает защиту от дефолта или какого-либо иного риска некоему банку, последний в свою очередь перепродает ее другому банку, и так далее по кругу. При этом, как заметил Э. Сирри, директор отдела торговли и рынков Комиссии по ценным бумагам США (U.S. Securities and Exchange Commission), «Продавцы CDS могут применительно к определенным кредитам создавать такую концентрацию рисков потенциальных убытков, что это в состоянии вызвать серьезные системные проблемы у глобальной финансовой системы» [Sirri, 2008].

Источником системного риска является огромная концентрация кредитных деривативов в руках ограниченного числа дилеров, представляющих собой ведущие кредитно-финансовые институты. Так, пятью главными дилерами в США являются JPMorgan Chase, Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs и HSBC. Эти кредитные институты — андеррайтеры 99% всех CDS с совокупной номинальной стоимостью к началу 2014 г. в 13,2 трлн долл. США [OCC's..., 2013], что в свою очередь составляет более 50% всех кредитных деривативов в мире [Derivatives..., 2013]. Согласно центральному регистратору внебиржевых деривативов Depository Trust & Clearing Corp., около 74% торговли CDS в мире происходит при участии 20 дилеров [Depository...].

Системный риск, возникающий в связи с концентрацией кредитных деривативов у ограниченного количества дилеров, обусловлен еще и тем, что эти дилеры могут в тот или иной критический момент не иметь достаточного обеспечения для предотвращения неожиданно появившихся проблем из-за дефолта того или иного участника цепи продаж данного финансового инструмента. Иными словами, может возникнуть «момент AIG»³.

По поводу возможного «момента AIG» в Анализе дифференцированной природы и объемов финансового регулирования совместного форума Базельского комитета по банковскому надзору отмечено: «В то время как многие фирмы, активно действующие на внебиржевом рынке деривативов, на ежедневной основе предоставляют обеспечение по рискам потенциальных убытков, обладающие правом рыночной конвенции фирмы с самым высоким кредитным рейтингом не выставляют залоги, страхующие их деривативные обязательства. Они обладают на этот счет неограниченными порогами (infinite thresholds) (т.е. не существует подлежащей к оплате суммы, которую бы дилер был обязан выставлять в качестве опре-

³ «Момент AIG» — условный термин, возникший после банкротства страховой компании AIG, когда в связи с падением залладных контрагенты, купившие у нее CDS на огромные суммы, потребовали увеличить обеспечение по проведенным сделкам.

деленного обеспечения). Контрактные требования могут призывать эти фирмы с высоким рейтингом выставлять обеспечение при условии, если рейтинг фирмы упадет до оговоренного кредитного уровня. Отсутствие требований по обеспечению часто приводило такие фирмы, некоторые из которых были системно важными, к накоплению значительно более крупного и с большим риском портфеля внебиржевых деривативов, чем было бы в случае, если бы они подчинялись нормальным рыночным стандартам. Непредвиденный риск ликвидности, который возникал у этих фирм в случае понижения их кредитного рейтинга, был чрезмерным. Контрактные условия, позволяющие системно значимым участникам рынка иметь неограниченные пороги, провоцируют появление системных проблем ликвидности и кредита, которые возникают в течение кризиса» [Review..., 2010, p. 73]. Жертвами таких проблем как раз и стали практически все ведущие инвестиционные банки Америки, а крупнейшая страховая компания мира AIG, продавшая деривативов более чем на 3 трлн долл., не имея в качестве обеспечения резервов вообще, практически была национализирована государством.

Рассуждая о потенциальной угрозе системного риска со стороны ведущих дилеров рынка CDS, немаловажно отметить, что все они, являясь банковскими структурами, в своей отчетности контролеру относительно риска потенциальных убытков со стороны кредитных деривативов всегда дают весьма оптимистичную картину. Так, в графе чистого риска потенциальных убытков (*net exposure*), как правило, отмечается, что все осуществленные продажи CDS на некие долги уравновешены покупкой CDS на те же самые долги. Это, на первый взгляд, означает, что риск потенциальных убытков у данной банковской структуры⁴, по сути, равен нулю. Однако, как известно, истина кроется в деталях. Приводя цифры относительно чистого риска потенциальных убытков, дилеры CDS никогда не вдаются в специфику вопроса, считая, что *net exposure* предполагает, что контрагенты непременно выполняют все свои обязательства в случае наступления страхового кредитного случая. Это может совсем не соответствовать действительности. Чтобы оценить реальное состояние потенциального риска убытков CDS той или иной структуры (в нашем случае банка), требуются точные сведения о каждой осуществленной ею длинной и короткой транзакции, а также о наименовании и реальной кредитоспособности всех задействованных в торговом обороте участников сделок — продавцов

⁴ К примеру, в своей ежеквартальной отчетности регулятору JPMorgan Chase отмечает, что его *net exposure* равен 2%, т.е. 98% всего объема CDS уравновешены друг с другом.

кредитных деривативов и их покупателей. Как отмечает Н. Принс, бывшая управляющая банка Goldman Sachs и аналитик Bear Stearns, применение понятия «чистый риск потенциальных убытков (*net exposure*)» хорошо только тогда, когда контрагенты по сделке непосредственно находятся друг против друга, применительно же к торговым операциям на динамичном, постоянно меняющемся рынке использование этого понятия лишь вводит в заблуждение. Их (банков — *примеч. автора*) позиция состоит в том, чтобы не дать вам представление о рисках, вот почему они дают вам лишь нетто (*net*) цифры» [Harper, Moore, 2011 November 18].

Согласно Н. Принс, для адекватной оценки риска потенциальных убытков банка инвесторам совершенно необходимо знать каждую длинную и короткую позицию по кредитному дефолтному свопу, всех эмитентов CDS по кредитным долгам, а также контрагентов по купленным CDS.

По утверждению MISH'S Global Economic Trend Analysis, банки, предоставляя отчетность лишь относительно *net exposure*, держат инвесторов в полном неведении относительно рисков на триллионы долларов. Наглядной иллюстрацией того, что представляет собой *net exposure*, может послужить следующий простой пример. Предположим, я задолжал своей сестре 250 000 долларов, а мой дядя должен мне такую же сумму в 250 000 долларов. В результате мой риск потенциальных убытков равен нулю. Однако что получится, если мой дядя обанкротится и в результате никогда не сможет погасить свой долг. Я же не смогу заявить сестре, что ничего ей не должен и что для погашения моего долга ей она должна требовать его у дяди.

О чем говорит данный пример? О том, что формулирование чистой позиции — *net exposure* — лишь в том случае отражает реальное состояние взаимных обязательств, когда риск противной стороны действительно равен нулю, а не связан с обязательствами третьих сторон друг перед другом. В приведенном примере риск противной стороны — задолженность дяди — равен, таким образом, не нулю, а 100%. В контексте данного примера справедливо было бы задаться вопросами: что в действительности представляет собой риск противной стороны таких банковский структур и наиболее значимых на рынке дилеров, как JPMorgan Chase, Bank of America, Citigroup и Goldman Sachs, имеющих деривативных контрактов на десятки триллионов долларов, и не смешан ли этот риск противной стороны с обязательствами по отношению к другим сторонам? Но получить четкие ответы на указанные вопросы невозможно, так как банки не обязаны сообщать об этом, и в своей отчетности им достаточно упоминать лишь о «чистом» потенциальном риске потерь — *net exposure* [Shedlock, 2011].

Как заметил Б. Хильц, аналитик нью-йоркской компании Sanford C. Bernstein & Co.: «Мы уяснили от истории с Lehman, что все эти компании (дилеры рынка CDS. — *Примеч. автора*) связаны друг с другом шнурком банджи — вы не можете вытащить одну из них, не оказав воздействие на каждую другую из группы» [Harper, Moore, 2011 November 16]. Таким образом, если наступит дефолт у одной из компаний в цепи, кто будет платить по обязательствам CDS, если все контрагенты покупают и продают друг другу одну и ту же финансовую защиту?

За прошедшие с начала финансового кризиса годы, спровоцированного кредитными деривативами, номинальная стоимость этого рынка, на первый взгляд, существенно уменьшилась — с 62 трлн долл. США до почти 28,6 трлн долл. Однако, как отмечается в отчете BIS, такое падение номинальной стоимости CDS произошло не потому, что данные финансовые инструменты «потеряли свою привлекательность в свете недавнего финансового кризиса. На самом деле торговый оборот продолжал расти. Новый торговый оборот у главных CDS дилеров был почти в два раза выше первых девяти месяцев 2010 г. по сравнению с тем же периодом 2007 г., согласно Markit. Резкое падение объема эмитированных CDS произошло из-за торгового сжатия и перемещения к центральным контрагентам CDS рынка» [Vause, 2010]. Если посмотреть на квартальные отчеты Comptroller of the Currency Administrator of National Banks с 2008 г. по текущий период, то видно, что все ведущие игроки деривативного рынка США не только не уменьшили, а увеличили свое участие на рынке кредитных деривативов [Quarterly...]. Все дело в том, что события 2008—2009 гг. вытеснили с рынка мелких игроков, а это привело к еще большей консолидации его основных участников.

Важным источником системного риска со стороны кредитных деривативов является их непрозрачность и комплексность. Отсутствие точных, стандартизированных правил структурирования CDS, а также необходимости в предоставлении отчетности контролирующим органам по операциям с ними создают для участников сделок благоприятную среду не только для добросовестного заблуждения относительно их эффективности, но и самые широкие возможности для преднамеренных фальсификаций и попыток манипулирования рынками. Как заметил У. Баффетт, «Если деривативные контракты не обладают обеспечением или гарантией, то оценка их конечной стоимости зависит от кредитоспособности контрагентов. Между тем до момента завершения контракта контрагенты учитывают прибыли и убытки — иногда в огромных суммах — в своих текущих отчетах о прибылях, несмотря на то что ни пенни не переходит из рук в руки. Размеры деривативных кон-

трактов ограничиваются лишь воображением человека (или, как иногда кажется, безумцев)» [2002 Annual..., 2002].

Совместный форум Базельского комитета по банковскому надзору в Анализе дифференцированной природы и объемов финансового регулирования отсутствие прозрачности на рынке CDS освещает так: «Беспокойство (относительно CDS как источника системного риска. — *Примеч. автора*) усилилось неясностью (opacity) и комплексностью инструментов CDS, а также отсутствием прозрачности (transparency) рынка (поскольку CDS являются внебиржевыми инструментами). Это сделало затруднительным для надзорных органов и участников рынка понимание того, где и до какой степени кредитный риск был принят или переведен далее. Было принято считать, что рынок CDS привел к диверсификации кредитного риска по всей финансовой системе. Хотя такое утверждение и было верным, тем не менее у ряда компаний произошла концентрация рисков, которые заблаговременно не были выявлены. Отсутствие прозрачности еще более усилилось в связи с возросшим участием на рынке CDS малопонятных для участников рынка и контролеров нерегулируемых организаций (таких, как хедж-фонды), предлагающих свои услуги в качестве защиты покупателей и продавцов.

Контролеры выразили беспокойство, что неясность (opacity) рынка CDS может вызвать неправомерные действия (т.е. манипуляцию или инсайдерскую торговлю), в то время как отсутствие прозрачности (transparency) — сделать их выявление для регуляторов рынка чрезвычайно затруднительным. Это представляет собой особое беспокойство в связи с тем, что огромное влияние на CDS-спрэды могут оказывать новости о компании (особенно о ее кредитоспособности). Кроме того, CDS-спрэды могут влиять на движение цен рынков облигаций и акций... Более того, отсутствие прозрачности на рынке CDS относительно цен, объемов торговли и совокупного открытого интереса создает для участников рынка трудности в оценке условий кредита на наличном рынке и рынке акций. Потенциальное воздействие CDS-спрэдов на рынки возросло по мере того, как объем запущенных в обращение CDS стал сильно превосходить стоимость лежащего в основании базисного долга (reference debt)... Отсутствие прозрачности на рынке CDS может усиливать проблемы в периоды значительных напряжений. Это отсутствие прозрачности может происходить не только из недостаточной открытости индивидуальных институтов как таковых, но и из самой природы внебиржевых контрактов CDS, не способствующей объединению данных о компаниях. Сказанное вызывает несколько взаимосвязанных рисков. Во-первых, контролерам с точки зрения макропруденциальной перспективы трудно понять, до какой степени кредитный риск был переведен или же

сосредоточен в пределах финансовой системы. Во-вторых, для участников рынка ограниченные требования по раскрытию информации затрудняют возможность идентифицировать компании, имеющие значительную концентрацию рисков потенциальных убытков в области CDS. Прежде всего это относится к главным дилерам и продавцам защиты. Данное обстоятельство может оказать влияние не только на значимых участников рынка, но также и на рынок в целом, причем до такой степени, что участники рынка начнут выходить из него в случае появления неопределенности в связи с концентрацией рисков. Наконец, асимметричная информация (когда одна сторона транзакции обладает большей информацией, чем другая) и/или рыночная неясность (opacity) могут скрывать потенциальные проблемы относительно целостности и честности (integrity) рынка как такового» [Review, 2010, p. 73–74].

Отсутствие прозрачности внебиржевых рынков и необходимости предоставления информации о сделках регулятору создали благоприятную питательную среду для различных форм злоупотребления и стратегий манипулирования рынком CDS. [Kiff et al., 2009]. Одной из таких форм является попытка манипулирования CDS-спредами компании-конкурента в сторону увеличения, что создает у компании-конкурента проблемы с эмитированными долговыми обязательствами, а именно приводит к росту на них процентных ставок и автоматически ложится дополнительным финансовым бременем на обслуживание долга. Один из способов реализации данной стратегии состоит в массивном занятии короткой позиции на акции компании-мишени и покупки значительного объема CDS на ее долги для увеличения спредов. Как правило, одновременно с этим запускается процесс негативного освящения бизнеса компании-конкурента для создания впечатления, что компания находится на пути к банкротству. Нередко к указанному процессу подключаются и рейтинговые агентства, что еще больше усиливает негативную ситуацию.

Крупнейшей попыткой манипулирования рынком CDS, но уже в рамках целого государства может послужить пример с долговыми обязательствами Греции. По мнению ряда исследователей, история с долгами этой страны, приведшая к дефолту, была спровоцирована спекуляцией с CDS мировых финансовых центров, конечной целью которой была дестабилизация европейских кредитных рынков в пользу доллара и усиление диктата финансовой олигархии над экономикой Европы в целом. Первой жертвой была выбрана Греция, последующими — Испания, Португалия, Ирландия и Италия. Уместно привести на этот счет рассуждения редактора бюллетеня Bullion Bulls Canada Д. Нильсона, который весьма точно раскрывает суть происходящего: «Основываясь лишь на изменении

цен на кредитные дефолтные свопы и медиариторiku, рейтинговые агентства понизили статус долгов этих европейских рынков, что **незамедлительно привело к росту на них процентных ставок.**

Это значительно подняло процентные платежи у экономик-должников, сразу же сделав их менее кредитоспособными. Затем последовала другая стадия игры на понижение на рынке кредитных дефолтных свопов, еще большая медиариторика и новые фиктивные негативные изменения статуса кредитоспособности. В результате Уолл-Стрит оказался способным поднять процентные ставки по греческим долгам в 50 раз выше, чем учетные ставки по долгам самой Америки, несмотря на то что экономика этой страны фундаментально менее кредитоспособна, чем греческая» [Nielson, 2012 March].

Как отмечает Дж. Нильсон в статье «Европа на тяжелом распутье», «банкиры Уолл-Стрит посредством манипулирования кредитными дефолтными свопами стали способны двигать процентные ставки облигаций любого государства до уровня, какой они себе пожелают. Единственным “ограничителем” в этом является размер процентных платежей, которые экономика отдельно взятой страны может выдержать. В случае с Грецией банкиры... подняли процентные ставки по долгу слишком высоко, сделав кредитный дефолт неизбежным» [Nielson, 2012 June].

В ходе своей эволюции рынок CDS из инструмента защиты от рисков, призванного в конечном итоге выполнять по аналогии с золотом функцию стабилизации финансовой системы, превратился в мощнейший механизм спекуляций. Он все более обретает характер колоссального азартного казино. Более того, рынок CDS стал потенциальной угрозой возникновения системного риска. Неудивительно, что для предотвращения опасностей эскалации системных рисков, коренящихся в бесконтрольном использовании деривативов, способных вызвать глубокие потрясения мировой финансовой системы, министры финансов и главы центральных банков G-20 с 2009 г. начали активно призывать к согласованной реформе рынка внебиржевых производных инструментов. Целью реформы стало стремление к более жесткому регулированию этого рынка и достижение его большей прозрачности, а также устранение путей манипулирования, попыток мошенничества и других злоупотреблений. Центральным пунктом реформы явилось требование, чтобы все стандартизированные внебиржевые деривативные контракты обращались на биржах или электронных торговых платформах с клирингом, осуществляемым центральными контрагентами; к контрактам же, заключенным без такого централизованного контрагента, должны предъявляться жесткие требования к резервированию капитала [Leader's Statement, 2009]. Для коорди-

нации и мониторинга процесса усиления финансового регулирования G-20 был создан Совет по финансовой стабильности (Financial Stability Board — FSB), а затем и Группа регуляторов внебиржевых деривативов (OTC Derivatives Regulators Group). Насколько эффективными окажутся меры, предпринимаемые финансовыми регуляторами по реформированию рынка внебиржевых производных инструментов для предотвращения угроз возникновения системных рисков, покажет ближайшее время.

Список литературы

Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. М., 2005.

2002 Annual Report // Berkshire Hathaway Inc. Website. 2002. URL: <http://www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf> (last accessed data: 12.07.2014).

Buchanan M. Credit-Default Swap Risk Bomb Is Wired to Explode // Bloomberg Businessweek Website. 07.11.2011. URL: www.businessweek.com/news/2011-11-07/credit-default-swap-risk-bomb-is-wired-to-explode-mark-buchanan.html (last accessed data: 17.06.2014).

Credit Risk Transfer. The Joint Forum. Basel Committee on Banking Supervision // Bank for International Settlements Website. 2008. April. URL: <http://www.bis.org/press/p080401.htm> (last accessed data: 10.07.2014).

Depository Trust & Clearing Corp. Website. URL: <http://www.dtcc.com> (last accessed data: 15.08.2014).

Derivatives Statistics // Bank for International Settlements Website. 2013. November. URL: <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm> (last accessed data: 15.05.2014).

Harper C., Moore M.J. Banks Keep European Derivatives Risk in Dark // Philly.com: Website. 18.11.2011. URL: http://articles.philly.com/2011-11-18/business/30414893_1_credit-default-swaps-credit-derivatives-credit-default-swaps-contracts (last accessed data: 18.05.2014).

Harper C., Moore M.J. JPMorgan Joins Goldman Keeping Italy Derivatives Risk in Dark // Bloomberg Website. 16.11.2011. URL: <http://www.bloomberg.com/news/2011-11-16/jpmorgan-joins-goldman-keeping-investors-in-dark-on-italy-derivatives-risk.html> (last accessed data: 15.06.2014).

Key CDS Facts // ISDA CDS Market Place Website. 2014. URL: http://www.isdacdsmarketplace.com/about_cds_market/key_cds_facts (last accessed data: 12.08.2014).

Kiff J., Elliott J., Kazarian E., Scarlata J., Spackman C. Credit Derivatives: Systemic Risks and Policy Options // IMF Working Paper Website. 2009. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09254.pdf> (last accessed data: 18.07.2014).

Leader's Statement. The Pittsburgh Summit. September 24–25 // G20 Development Working Group Information Exchange Facility Website. 2009. URL: http://www.g20dwg.org/static/2009_G20_Framework_for_Strong_Sustainable_and_Balanced_Growth.pdf (last accessed data: 15.07.2014).

Mayer M. The Bankers: The New Generation. N.Y., 1997.

Nielson J. Credit Default Swap Fraud Exposed/Confirmed // ETF Daily News Website. 05.03.2012. URL: <http://etfdailynews.com/2012/03/05/credit-default-swap-fraud-exposedconfirmed> (last accessed data: 18.07.2014).

Nielson J. Europe at a Crucial Crossroad // SGR Report Website. 08.06.2012. URL: <http://sgtreport.com/2012/06/europe-at-a-crucial-crossroad> (last accessed data: 15.05.2014).

OCC's Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities Fourth Quarter 2013 // Office of the Comptroller of the Currency Website. URL: <http://occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading/derivatives/dq413.pdf> (last accessed data: 15.08.2014).

Quarterly Report on Bank Derivatives Activities // Office of the Comptroller of the Currency Website. URL: <http://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading/derivatives/derivatives-quarterly-report.html> (last accessed data: 15.06.2014).

Remarks by Chairman Alan Greenspan. Risk Transfer and Financial Stability // The Federal Reserve Board Website. 05.05.2005. URL: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050505> (last accessed data: 12.07.2014).

Remarks by Chairman Alan Greenspan. Financial Derivatives // The Federal Reserve Board Website. 19.03.1999. URL: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999/19990319.htm> (last accessed data: 17.07.2014).

Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation. Key Issues and Recommendations // Bank for International Settlements Website. 2010. January. URL: <http://www.bis.org/publ/joint24.pdf> (last accessed data: 15.06.2014).

Shedlock M. JPMorgan, Goldman Keep Investors in Dark on European Debt Risk; Net Position Disclosure Hides True Risk // MISH'S Global Economic Trend Analysis Website. 16.11.2011. URL: <http://globaleconomicanalysis.blogspot.ru/2011/11/jpmorgan-goldman-keep-investors-in-dark.html> (last accessed data: 20.05.2014).

Sirri E. Testimony Concerning Credit Default Swaps // U.S. Securities and Exchange Commission Website. 15.10.2008. URL: <http://sec.gov/news/testimony/2008/ts101508ers.htm> (last accessed data: 20.06.2014).

Vause N. Counterparty Risk and Contract Volumes in the Credit Default Swap Market. BIS Quarterly Review // Bank for International Settlements Website. 2010. December. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1012g.pdf (last accessed data: 17.07.2014).

The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

Soros D. Krizis mirovogo kapitalizma, M, 2005.