



◀ **Влад ГОРЯЧЕВ,**
директор, Академия
структурирования

Работа над ошибками. Уроки и перспективы рынка деривативов США

Неожиданное банкротство Lehman Brothers 15 сентября 2008 года, самое масштабное за всю историю, повергло в ужас всех, кто хоть немного следит за новостями. Являясь контрагентом по свопам, базовым заемщиком и эмитентом множества структурных продуктов, этот банк привел к колоссальной неразберихе в мировой финансовой системе. Bear Sterns, Merrill Lynch — лишь пара институтов из сотни, оказавшихся затянутыми под воду своими же запутавшимися сетями. Давайте обсудим, что именно произошло, какие уроки извлекли для себя игроки и регуляторы и какого развития ожидать дальше.

Стратегию бизнеса sell-side я лично ассоциирую с природными рефлексами стаи саранчи. Капиталисты в первобыгном смысле слова, банкиры постоянно ищут принципиально новые возможности для зарабатывания денег. Преимущество первопроходца заставляет как можно быстрее осваивать новые поля деятельности, оставляя менее расторопных конкурентов обглаживать старые. Не успев лопнуть пузырь дот-комов, как на смену бурным IPO и M&A (по сути, перепродажа акционерного капитала) пришла эпоха активной торговли кредитным риском.

Зародившись по традиции в Лондоне, где рынок менее зарегулирован и мотивирует инновацию, идея перераспределять риск дефолта при помощи двусторонних свопов быстро распространилась в США и

другие страны. CDS стал самым динамично развивающимся внебиржевым производным инструментом начала века. В 2008 году объем торгов, по некоторым оценкам, достиг пика в \$33.5 трлн, хотя точные данные получить невозможно. Все кредитные свопы заключаются в частном порядке, и для оценки совокупного номинала можно рассчитывать только на опросы всех участников. При этом невозможно избежать двойного учета или вообще что-либо достоверно понять.

Своп, в отличие от физического актива вроде облигации, возникает из воздуха при подписании двустороннего договора. Эту позицию одна из сторон может вскоре переложить на третью, заключив с той своп на обратных условиях. А третья, теоретически, может также захотеть избавиться от

риска и заключить еще один своп, скажем, обратно с первым участником. В результате у всех троих на балансе возникнут по два свопа с разными контрагентами. Риск везде нулевой, но общий номинал в отчетности будет в шесть раз больше первоначальной сделки. Если бы две стороны вошли в замещающий своп напрямую друг с другом, то сделка бы аннулировалась чисто.

Помимо CDS на одного заемщика, на рынке торгуется огромное количество мультикредитных свопов. Любой контрагент, подписавший с другой стороной мастер-договор ISDA, может купить или продать защиту сразу на целый портфель. Если при этом ответственность наступает не при каждом дефолте, а, скажем, начиная с 6% убытков портфеля, то такая инвестиция может получить наивысший

кредитный рейтинг AAA. Это чудо называется «транш синтетического CDO». В портфеле, помимо обычных CDS, могут быть свопы на транши ABS, MBS и других CDO, как синтетических, так и обычных. Наличие субординации приводит к тому, что риск и доход продавца защиты не пропорциональны общему уровню кредитных спредов, а многократно выше. Возникает финансовое плечо.

Просчитать общий риск такого продавца защиты или его VaR практически невозможно. Риск дефолта контрагента по каждому конкретному свопу управляется через требование обеспечения — маржи. Но в отличие от свопов на процентные ставки и деривативы на акции, риск дефолта контрагента по CDS может коррелировать с его базовым активом — платежеспособностью некоего третьего лица. И тогда в масштабах всей системы становится вероятен эффект домино. Требование дополнительного обеспечения всеми игроками друг у друга по кругу при ухудшении общей кредитной ситуации вызывает мгновенное скатывание в пропасть.

Финансовое здоровье банков и страховых компаний, зарабатывавших на продаже защиты от дефолтов, являлось популярным объектом спекуляций на кредитном рынке — через CDS на эти финансовые институты. Такие CDS при росте спредов на слухах сами становились хорошими кандидатами на включение в новые CDO. Ведь для рейтинга транша берется во внимание только рейтинг заемщиков, а не рыночные цены их CDS. Продавая защиту на транши этих CDO, то есть частично на самих себя, компании вроде AIG и MBIA брали огромный риск расширения своих кредитных спредов. Цепь обратной связи CDS—CDO—CDS, а также отсутствие возможности точного анализа порождали новые слухи, дальнейший рост спредов и недоверия. К чему это привело, мы знаем.

Повторюсь, главной проблемой кредитных деривативов я считаю корреляцию риска дефолта контрагентов по свопам с их базовыми активами. Это был, по сути, побочный эффект заимствования документации и инфраструктуры для торговли CDS от свопов на процентные ставки — то есть совершенно другого, независимого от кредита, класса риска. Просто банкирам так было быстрее и проще перелететь на новое поле деятельности. Никто сразу не подумал, что новый рынок вскоре вырастет и проблема станет системной. Конечно, такая корреляция — не единственная

причина финансового кризиса 2008 года, но, как мне кажется, одна из главных.

21 июля 2010 года, в ответ на последовавшую рецессию, президент США подписал так называемый Закон Додда—Франка. Самая масштабная со времен Великой депрессии реформа финансового сектора затрагивает в том числе и ранее нерегулируемые кредитные деривативы. А именно, закон предусматривает специальную регистрацию как дилеров свопов, так и «значительных участников» рынка, ведение учета, отчетности и следование строгим правилам. Так, 11 марта этого года вступил в силу обязательный клиринг CDS, но только на индексные портфели CDX и iTraxx. Свопы на процентные ставки (IRS), с другой стороны, должны теперь централизованно клирингиться почти без исключений.

Насколько эффективны будут эти меры, кто от них выиграет и кто проиграет? Индексные CDS, а тем более IRS уже давно коммодитизировались. Спреды между котировками спроса и предложения упали до одного базисного пункта и ниже. Маркетмейкеры меньше всего хотят нести расходы на клиринг этих продуктов, под предлогом, что это убирает риск контрагентов. Позиция в индексе не может в одночасье вырасти на порядок величины номинала, как это происходит с одиночными CDS при кредитном событии. При внезапном дефолте одного имени в индексе риск контрагента изменится лишь на небольшой процент — долю этого CDS в портфеле. Таким риском вполне можно управлять, как и раньше — с помощью вариационной маржи.

IRS тоже не несут в себе риски потери всего номинала. При дефолте контрагента может сгореть лишь накопившийся mark-to-market, но его уж совсем просто хеджировать все той же вариационной маржой. Процентные ставки не изменяются кардинально, и ситуацию одновременного резкого скачка и дефолта контрагента можно просчитать заранее. Единственные, кто в выигрыше от такой инициативы, так это владельцы клиринговых домов. Ведь объемы торгов индексными CDS и тем более IRS огромны. Помимо прямых платежей клиринговым компаниям, банкам придется усилить свои операционные отделы ради такой бюрократии — очень некстати на фоне минимальной доходности этих продуктов.

Обычные CDS и транши CDO, даже индексные, пока не затронуты необхо-

димостью клиринга. Но закон оставляет лазейку для CFTC добавлять новые типы свопов в будущем. Без сомнения, это будет сделано вследствие очередного громкого банкротства, а не дабы его предотвратить. Проблема коррелированного дефолта контрагента в кредитных деривативах осталась, а из-за дополнительных расходов банков на бюрократию риск повторения эффекта домино только вырос. Я уверен, такой недоделанный текст закона возник в результате яростного лоббирования со стороны финансистов.

Нежелание банков добровольно клирингить все CDS подряд можно понять. Централизованный независимый посредник будет сам решать, какая цена является рыночной и какую маржу каждый контрагент должен доплатить или получить обратно. Трейдеры потеряют возможность манипулировать неликвидными котировками, «красить» рынок на свое усмотрение и нервировать слабые руки в покере. Запрет тем же законом проп-десков или внутренних хедж-фондов означает, что маркетмейкеры теперь сами должны играть против рынка и зарабатывать банкам деньги.

Принеся самые ликвидные и низкоприбыльные свопы в жертву регуляторам, банки надеются заработать на продолжении инновации. Идея проста — придумать очередной полностью непрозрачный продукт, чью справедливую цену никто не знает. Так в свое время зародились синтетические CDO и производные от них, так будет развиваться рынок деривативов в дальнейшем. Пример одного непрозрачного продукта для иллюстрации принципа — это Recovery Swap. Он появился уже после популяризации CDS и является спором о том, чему будет равна остаточная стоимость базовой облигации после кредитного события.

Хитрость в том, что этого никто заранее не знает, а если кредитное событие не наступит, то и не узнает. Маркетмейкер с достаточным запасом капитала может котировать любые цены, был бы спрос. А спрос есть — это и хеджеры, не доверяющие процедуре определения recovery, и инвесторы, диверсифицирующие свой портфель новым видом риска. При этом никакой регулятор не может сказать, правильные ли сейчас котировки и нерализованная прибыль, о которой рапортуются, или нет. Просто не с чем сравнивать. Трейдерам можно блефовать и обманывать клиентов по крупному. А те деривативные продукты, в которых даже законодатели уже разобрались, впору называть обглоданными. ©