

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

О. Ю. Коршунов

канд. экон. наук, доцент кафедры теории кредита и финансового менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета

КРЕДИТНЫЙ ДЕФОЛТНЫЙ СВОП (CREDIT DEFAULT SWAP — CDS): ИНСТРУМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ РИСКОМ ИЛИ ИСТОЧНИК ДЕСТАБИЛИЗАЦИИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ?

Кредитный дефолтный своп как разновидность производных финансовых инструментов является одной из самых последних финансовых новаций. История ее существования насчитывает всего 16 лет. Но за это время этот инструмент успел завоевать весьма большую популярность, о чем свидетельствуют номинальный объем обязательств (в 2007 г. доходил до 60 трлн долл.) и доля общего рынка внебиржевых деривативов (тогда же — около 10%), которую он сумел завоевать за столь непродолжительное время. Однако за этот же период дефолтные свопы заработали весьма сомнительную репутацию, соответствующую их роли в развитии финансового кризиса 2007 г. До настоящего времени в профессиональной среде финансистов не стихают споры о возможности его применения и целесообразности существования. Полярные точки зрения нашли отражение в заголовке данной статьи.

Целью настоящей работы является выявление возможностей предоставляемых кредитными свопами участникам рынка по управлению риском неисполнения финансовых обязательств, а так же сопутствующих данным возможностям рисков для участников рынка и финансовой системы в целом и их источников.

Под кредитным дефолтным свопом понимают двухсторонний контракт, в соответствии с которым сторона-покупатель обязуется периодически в течение контрактного периода выплачивать стороне-продавцу определенную сумму денег, размер которой определяется номиналом свопа. В свою очередь сторона-продавец обязуется в случае наступления дефолта по обязательству, оговоренному в соглашении, выплатить стороне-продавцу сумму номинала свопа.

По сути это условное обязательство, исполнение которого происходит только при наступлении кредитного события — дефолта обязательств, являющихся базовым активом для свопа. Можно было бы отнести такой контракт к опционам, если бы не обязательства покупателя свопа по совершению выплат, которые он должен исполнять весь период действия соглашения. На рис. 1 представлены потоки платежей с позиции покупателя свопа в случае невозникновения оговоренного соглашения кредитного случая и в случае его возникновения.

Как видно, период действия свопа зависит от объявления или необъявления дефолта. Сумма выплаты продавцом свопа многократно превышает как размер отдельной выплаты покупателем, так и их суммарную величину, поэтому стрел-

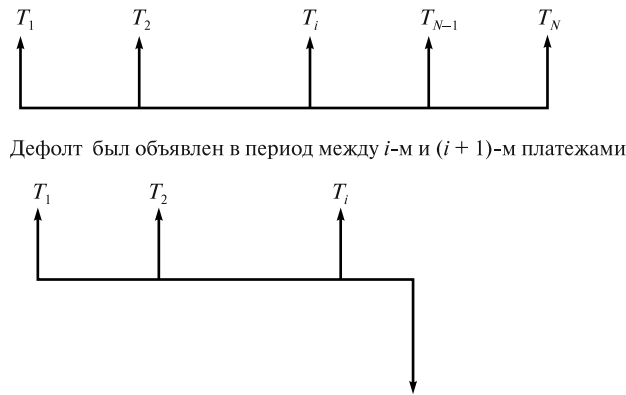


Рис. 1. Потоки платежей с позиции покупателя CDS в случае невозникновения оговоренного соглашением кредитного случая и в случае его возникновения

ки, иллюстрирующие потоки платежей на рис. 1, изображены не в реальном масштабе.

Так же как и другие производные финансовые инструменты, кредитный дефолтный своп может использоваться для целей хеджирования, спекуляции и при построении стратегий, позволяющих извлечь арбитражную прибыль. В качестве примера хеджирования риска дефолта рассмотрим пример заключения свопа компанией, являющейся держателем крупного пакета (100 млн долл.) корпоративных облигаций с фиксированным купоном 6%, выплата которых происходит каждые 6 месяцев, а погашение будет проведено через 5 лет.

Компания покупает CDS на эти облигации у продавца. Номинал свопа будет равен 100 млн долл. В рамках соглашения компания обязуется выплачивать продавцу каждые 6 месяцев в течение 5 лет или до объявления дефолта эмитентом облигаций 1% в годовом исчислении от номинала свопа. В случае объявления дефолта эмитентом облигаций компания имеет право продать контрагенту по свопу все принадлежащие ей облигации по номиналу. Единственным обязательством продавца CDS является купить в случае дефолта 1000 облигаций (в США номинал облигации, как правило, равен 100 000 долл.) по их номинальной стоимости. Схематично данный пример отображен на рис. 2.

По механизму исполнения обязательств сторонами в случае объявления дефолта кредитные дефолтные свопы принято разделять на поставочные и расчетные. Для поставочных свопов механизм исполнения сводится к поставке облигаций (передаче прав по кредиту) стороной-покупателем стороне-продавцу в обмен на выплату продавцом номинала свопа покупателю. В случае расчетного свопа передача обязательств не происходит и обязательства сводятся к выплате продавцом покупателю суммы превышения номинальной стоимостью свопа рыночной цены обязательств, лежащих в основе свопа. В этом случае бре-

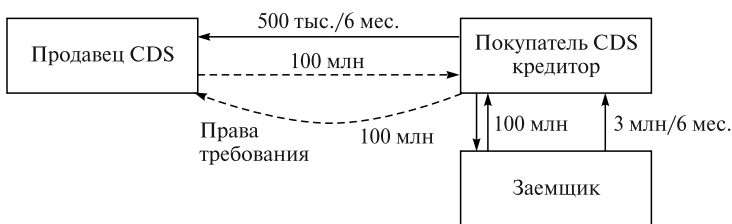


Рис. 2. Схема платежей при использовании CDS в качестве инструмента хеджирования кредитного риска в случае невозникновения оговоренного соглашением кредитного случая и в случае его возникновения

мя реализации обязательств, находящихся в состоянии дефолта, ложится на покупателя свопа. Очевидно, что при заключении расчетного свопа в его спецификацию должна быть включена методика определения рыночной цены обязательств при объявлении по ним дефолта.

Общий объем выплат покупателем CDS в течение года, выраженный в процентах от номинала свопа, называется спредом кредитного дефолтного свопа для обязательств, являющихся его базовым активом. В случае нашего примера, если календарный фактор принять равным 12, то спред кредитного дефолтного свопа будет равен 1%. Величина спреда служит ориентиром для участников рынка при оценке степени риска наступления дефолта.

Продавец CDS в случае, если его позиция сбалансирована покупкой свопа на эти же облигации с номиналом 100 млн долл. со спредом, например, 0,9%, получает безрисковую (не учитывая риск неисполнения обязательств контрагентами, который, как будет показано ниже, особенно со стороны продавца является значительным) прибыль в размере 0,1% от номинала свопа.

Компания — покупатель кредитного дефолтного свопа в случае, если величина его спреда равна разнице процента базового для свопа инструмента и государственной безрисковой с позиции дефолта облигации такого же срока до погашения и периодичности выплат, фактически производит обмен рискового процентного актива облигации на безрисковый. Так, в случае необъявления дефолта доходность синтетического актива покупателя свопа будет равна безрисковой доходности государственной облигации: $6\% - 1\% = 5\%$. При объявлении дефолта компания получает до этого события доходность 5%, а после наступления кредитного случая получит номинал облигаций, купит государственные облигации с погашением на дату погашения корпоративных облигаций и будет получать текущую безрисковую доходность. Некоторая неопределенность доходности такого безрискового актива проистекает из возможного изменения доходности государственных облигаций за период до объявления дефолта и из-за неплюсской временной структуры государственных ставок без риска.

Указанное соотношение между величиной спреда и доходностями действительно приблизительно наблюдается на практике. В случае его нарушения возникает возможность использовать кредитный дефолтный своп для извлечения арбитражной прибыли. Так, если величина спреда меньше разницы между доходностями корпоративной и государственной облигациями, можно реализовать следующую арбитражную стратегию:

- 1) коротко продали государственную облигацию (заняли под ее доходность);
- 2) купили на заимствованные средства корпоративную облигацию;
- 3) купили кредитный дефолтный своп по текущему спреду.

Фактически такая стратегия сводится к возможности заимствования под низкую ставку без риска и размещение под более высокую, также безрисковую, ставку.

В случае же превышения спредом указанной разницы доходностей целесообразно провести следующие операции:

- 1) коротко продать корпоративную облигацию (занять под ее доходность);
- 2) купить на заимствованные средства государственную облигацию;
- 3) продать кредитный дефолтный своп по текущему спреду.

Эта стратегия сводится к возможности формирования рискового актива, доходность которого превышает справедливую рыночную, которая базируется на оценке справедливой стоимости риска дефолта по ней.

Ранее мы рассматривали только разновидность CDS, основанную на некотором одном обязательстве — так называемый Single-name CDS. Однако к середине 2010-х гг. в обращении находились свопы с базовыми активами, состоящими

из портфеля или корзины обязательств (Multi-name CDS), причем их номинальный объем был сопоставим с Single-name CDS. Так, на конец 2008 г. из 42 трлн долл. рынка CDS 26 трлн долл. приходилось на Single-name CDS и 16 трлн долл. — на Multi-name CDS (Полугодовые отчеты по статистике внебиржевого рынка деривативов Банка международных расчетов — BIS).

Все приведенные выше рассуждения основаны на предположении об отсутствии (минимальности) риска неисполнения сторонами свопа своих обязательств. Однако это не соответствует действительности. Для того чтобы раскрыть причины такой ситуации, остановимся на истории возникновения и развития рынка кредитных дефолтных свопов.

Первый CDS был предложен на рынке банком JP Morgan в декабре 1997 г. Отобрав кредиты надежных заемщиков примерно на 10 млрд долл., банк объявил о готовности выплачивать премию лицам, согласным взять на себя риск неисполнения обязательств по ним. В результате JP Morgan принял на себя дополнительные расходы по периодическим выплатам, но смог освободить значительные суммы из резервов на случай невозврата кредитов и перевести их в разряд доходных активов.

Качественный и количественный скачок в развитии рынка связан с принятием в 2000 г. модернизированного закона о товарных фьючерсах (Commodity Futures Modernization Act of 2000) в США (Комиссия по товарным фьючерсам США). Данный документ практически вывел CDS за рамки правового поля, сделав невозможным регулирование состава участников и параметры их обязательств. В результате произошел взрывной рост рынка. Если в 2000 г. объем обязательств по свопам составлял порядка 100 млрд долл.¹, то в 2004 г. эта величина уже составляла несколько триллионов долларов США, а к началу 2008 г. составил около 60 трлн долл., треть из которых приходилась на долю компаний резидентов США (Полугодовые отчеты по статистике внебиржевого рынка деривативов Банка международных расчетов — BIS). Причем объем обязательств по CDS существенно превышал объем базовых для свопов обязательств, что свидетельствует о высокоспекулятивном характере рынка.

Кроме рассмотренных выше применений для целей хеджирования и арбитража данный инструмент может быть использован для извлечения спекулятивной прибыли. В этом случае лица, прогнозирующие надежность заемщика будут продавать свопы, получая при этом прибыль от периодических платежей, не затратив на приобретение этого продукта ни цента. Спекулянты, оценивающие высоко вероятность дефолта, будут покупать дефолтные свопы, рассчитывая на получение несоизмеримо более высоких выплат по отношению к затратам в случае неисполнения обязательств по базовым облигациям. При этом покупатели могут не иметь никакого отношения к базовым обязательствам. В этом случае, правда, возникает проблема исполнения обязательств по свопу передачей обязательств стороне-продавцу. Именно для этого случая используются упоминавшиеся ранее расчетные CDS. В этом случае в качестве механизма выявления остаточной стоимости обязательств, базовых для исполняемых дефолтных свопов, использовался аукцион кредитного случая (credit event auction), правила проведения которого были разработаны Международной ассоциацией по свопам и деривативам (ISDA) в 2005 г. Так, в результате такого аукциона на облигации банка Lehman Brothers, проведенного в октябре 2008 г., была выявлена цена

¹ Данный рынок по причине его нерегулируемости является информационно непрозрачным. В связи с этим не существует точных данных, в том числе об его объеме. Однако есть различные оценки, страдающие, правда, большим разбросом значений: Depository Trust & Clearing Corporation — <http://www.dtcc.com/>; Bank for International Settlements (BIS) — <http://www.bis.org/>; International Swaps and Derivatives Association (ISDA) — <http://www2.isda.org/> и др.

в размере 8,625 цента, или 0,08625 долл. за каждый доллар обязательств. Иначе говоря, продавцы расчетных свопов обязаны были выплатить продавцам 0,91375 долл. за каждый доллар номинала свопа (Кандинская, 2010, с. 39)

Однако при отсутствии регулирования продавцами CDS становились не только банки и страховые компании, а также инвестиционные и хеджевые фонды, корпорации и даже частные инвесторы. Понятно, что ни о какой надежной ресурсной базе таких участников, обеспечивающей исполнение обязательств по свопам, не могло идти и речи. Но даже банки и страховые компании, пользуясь отсутствием регулирования, принимали на себя необоснованно высокие риски, не покрытые соответствующими объемами резервов.

Размер спреда кредитного дефолтного свопа, достаточного для компенсации продавцу свопа риска наступления дефолта рассчитываются на основе оценок вероятности дефолта соответствующего эмитента. Однако в случае возникновения кризисных явлений в экономике данные оценки оказываются значительно занижены по отношению к реальным рискам. В результате происходит массовое неисполнение обязательств продавцами свопов, что усугубляется большой долей чисто спекулятивных позиций небанковских учреждений продавцов свопов, вообще не обладающих сколько-нибудь значительными резервами, что приводит к дальнейшему углублению кризиса и повышению тяжести его последствий.

Попытки регулирующих финансовых органов и крупнейших участников рынка США перевести рынок в более управляемую форму существования (создание биржевого рынка CDS на чикагской товарной бирже и построение единого клирингового учреждения по взаимозачетам и расчетам) не привели к успеху. Причина неудачи — отсутствие интереса со стороны профессиональных участников этого сегмента рынка деривативов, которые не пожелали добровольно на ограничение собственных доходов за счет биржевых механизмов.

Однако бесконтрольное обогащение не могло длиться долго. Еще в 2003 г. самый известный инвестор современности Уоррен Баффетт назвал кредитные дефолтные свопы «оружием массового финансового поражения» (Кандинская, 2010, с. 40). Через 5 лет его характеристика подтвердилась в полной мере. В процессе развития мирового экономического кризиса 2007 г. проявились проблемы недооценки принимаемых на себя рисков при открытии позиций по CDS крупными финансовыми институтами. Так, наиболее активным продавцом на рынке CDS в США в предкризисный период был печально известный банк Lehman Brothers — крупнейший инвестиционный банк, основанный в 1850 г., который был подвергнут процедуре банкротства в сентябре 2008 г. Причиной во многом послужил портфель обязательств по кредитным дефолтным свопам. На момент банкротства совокупные долги компании превышали 600 млрд долл. Последствия этого события были катастрофичны. Кризис вышел за границы США и прокатился по всему миру волной банкротств крупных финансовых институтов. На втором месте по активности на рынке находилась крупнейшая страховая компания США AIG (American International Group). Ее убытки по проданным CDS в 2008 г. превысили 100 млрд долл. (Кандинская, 2010, с. 40). Эта компания не повторила судьбу лидера только в силу массивных денежных вливаний со стороны федерального правительства, которое не могло допустить краха столь социально значимого для страны института.

Рынок кредитных дефолтных свопов, предоставляя дополнительные возможности для участников финансового рынка по управлению и минимизации риска неисполнения обязательств, одновременно в современной нерегулируемой форме является существенной угрозой стабильности национальных финансовых систем, а учитывая процесс интернационализации и глобализации финан-

совых рисков, и всей мировой системе финансов. Очевидно, что вклад этого финансового инструмента в развитие кризиса будет оценен, а уровень регулирования его и других внебиржевых деривативов, как государственного, так и со стороны профессионального сообщества, должен быть существенно повышен.

Во время максимального развития (конец 2007 г.) рынок CDS занимал почти 10% от номинального объема обязательств в рамках всех внебиржевых деривативов, что, по оценкам Банка международных расчетов (BIS), составляло 596 трлн долл. — величину, почти в 10 раз превышающую объем мирового ВВП. Структура мирового рынка внебиржевых деривативов на конец 2007 г. представлена на рис. 3.

В результате кризисных явлений произошло существенное снижение активности на рынке CDS, что вкуче с прекращением обязательств в результате наступления случая дефолта и их исполнения (или неисполнения) привело к снижению номинального объема рынка. На начало 2012 г. CDS составляли уже около 4% от объема всего рынка. Интересно отметить, что рынок CDS, по оценке BIS, составлял 639 трлн долл., т. е., несмотря на кризисные явления, не упал, а вырос!

На рис. 4 представлена динамика номинального объема мирового рынка CDS в трлн долл. США. Из графика видно, что темпы снижения объемов рынка существенно ниже темпов его роста. А в последние два года объем рынка демонстрирует тенденцию к стабилизации. Этот факт свидетельствует не только о том, что победа разума над жадностью проходит труднее, чем обратный процесс, но и о существенных подвижках в инфраструктуре рынка и в сфере регу-

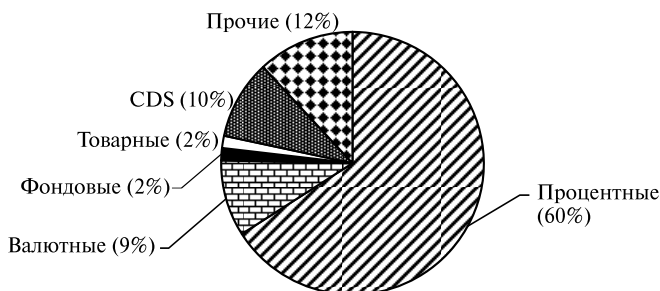


Рис. 3. Структура мирового рынка внебиржевых деривативов на конец 2007 г. по виду базовых активов

Источник: составлено автором по данным Bank for International Settlements (BIS) — <http://www.bis.org>

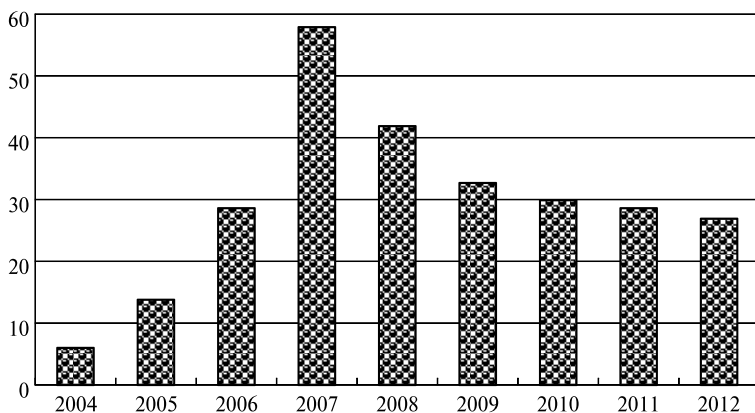


Рис. 4. Динамика номинального объема мирового рынка CDS, трлн долл. США

Источник: составлено автором по данным Bank for International Settlements (BIS) — <http://www.bis.org>

лирования, включая принятие ряда законодательных актов, которые могут способствовать снижению рисков негативных последствий чрезмерного объема рынка на мировую финансовую систему.

За прошедшие несколько лет Международной ассоциацией рынка свопов и деривативов (ISDA) был принят ряд рекомендаций, направленных на стандартизацию контрактов и их большую прозрачность. В 2009 г. ведущая клиринговая организация США — Intercontinental Exchange (ICE) приняла на себя функции центрального клирингового учреждения на рынке CDS в Америке, а ее дочерняя структура — Clear Europe в Европе (Клиринговая компания Intercontinental Exchange — ICE).

Существенные подвижки произошли и в области законодательства. В 2010 г., после длительных и тяжелых дебатов в Сенате США был принят Закон Додда—Франка о реформе Уолл-стрит и защите потребителей (Dodd—Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act). Этот закон наложил ряд ограничений на деятельность коммерческих банков на рынке своп-соглашений. К наиболее существенным из них относятся следующие.

1. Ряд видов свопов исключен из инструментов доступных коммерческим банкам. Всего оставлено пять типов свопов, операции с которыми доступны. К ним относятся:

- процентные свопы;
- валютные свопы;
- товарные свопы на золото и серебро;
- CDS, но только инвестиционного класса (т. е. с базовыми активами — обязательствами заемщика с кредитным классом не ниже, чем уровень BBB по классификации Standard & Poor's;
- иные инструменты, используемые банками для хеджирования собственного риска.

2. Банкам запрещено торговать деривативами за свой счет в спекулятивных целях. Такие операции могут быть только за счет и в интересах клиентов или должны быть переведены в отдельное инвестиционное подразделение. Но для эффективного воздействия законодательных новаций на рынок органы государственного регулирования рынка должны привести в соответствие с ними огромный объем подзаконных актов, которые и обеспечивают реальное функционирование механизмов регулирования.

Аналогичные изменения подготовлены и внедряются в зоне Евросоюза. В декабре 2010 г. Еврокомиссия инициировала подготовку новой директивы по финансовым инструментам Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), часто обозначаемого в прессе MiFIDII. Насколько действенными окажутся принимаемые меры, покажет будущее.

Что касается вопроса, вынесенного в заглавие статьи, то ответа на него нет. И быть не может, поскольку CDS являются просто инструментами и не несут в своей сущности ни разрушающего, ни созидательного начала. Как любой инструмент они могут быть орудием и того и другого. Дефолтные свопы могут быть источником повышения стабильности функционирования финансовой системы, а могут, как это продемонстрировал пример 2008 г., выступать причиной серьезных проблем. Все зависит от способа, цели и условий их применения.

Источники

Депозитарно-клиринговая компания (Depository Trust & Clearing Corporation). [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.dtcc.com>

Закон Додда—Франка о реформе Уолл-стрит и защите потребителей (Dodd—Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act). [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://thomas.loc.gov>

Кандинская О. Кредитные деривативы: нет дыма без огня // Журнал о биржевой торговле F&O. 2010. № 6.

Клиринговая компания Intercontinental Exchange (ICE). [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.theice.com/homepage.jhtml>

Модернизированный закон о товарных фьючерсах 2000 г. (Commodity Futures Modernization Act of 2000). [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.cftc.gov>

Полугодовые обзоры о состоянии внебиржевого рынка деривативов международной ассоциации дилеров рынка своп-соглашений и деривативов (International Swaps and Derivatives Association — ISDA). [Электронный ресурс]. — Режим доступа: — <http://www2.isda.org/functional-areas/research/studies>

Полугодовые отчеты по статистике внебиржевого рынка деривативов Банка международных расчетов — BIS (Bank for International Settlements — BIS). [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.bis.org/publ/otc_hy1105.htm