

УДК 657.1

Амалян Н.Д.*, Амалян А.В.**

МОРАЛЬНИЙ РИЗИК СИНТЕТИЧНОЇ СЕК'ЮРИТИЗАЦІЇ

Анотація. Торгівля деривативами, що була названа однією з головних причин останньої світової фінансової кризи, наразі привертає прискіпливу увагу. Якщо до кінця першого десятиліття XXI століття переважна частина операцій цього величезного ринку, номінальною вартістю \$1,2 квадрильйона, здійснювалась поза біржою без будь-якого контролю регулюючих органів, то згодом криза змусила багато країн розробити низку стандартизованих процедур і законів, призначених для уподібнення таких угод біржовій торгівлі ф'ючерсами. Аргументи, наведені у статті, свідчать про те, що такі заходи є не стільки корисними, скільки шкідливими для світовому ринку капіталів.

Ключові слова: Кредитно-дефолтні свопи, фондова біржа, маржа, ф'ючерс, врегулювання.

Abstract: Derivative trading, being named as one of the main reasons of the last global financial crisis, claimed undiverted attention. While up to the end of the first decade of XXI century the predominant part of this vast market, approaching more than \$1.2 quadrillion in notional value, corresponded with OTC trading without any supervision of regulating authorities, the crisis forced many countries to introduce some laws and standardized procedures, designed to making transactions with them similar to future stock exchange trading. Arguments presented in this article are intended to prove that such measures are not so much useful as detrimental to the world capital market.

Key words: credit default swaps, stock exchange, futures, margin, settlement.

Аннотация. Торговля деривативами, названная одной из главных причин последнего финансового кризиса, привлекает в настоящее время пристальное внимание. Если до конца первого десятилетия XXI века преобладающая часть операций этого рынка, номинальной стоимостью \$1,2 квадрильона, носила внебиржевой характер и не подпадала под контроль органов регулирования, впоследствии кризис вынудил большинство стран разработать ряд законов и стандартизированных процедур, призванных уподобить торговлю такими контрактами торговле фьючерсами. Аргументы, представленные в данной статье, свидетельствуют о том, что такие мероприятия являются не столько полезными, сколько вредными для мирового рынка капиталов.

Ключевые слова: кредитно-дефолтный своп, фондовая биржа, маржа, фьючерс, урегулирование

* кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів та фінансово-економічної безпеки Українського державного університету фінансів та міжнародної торгівлі

** аспірант Національної академії статистики, обліку та аудиту

Постановка проблеми. Як продукт фінансової інженерії похідні фінансові інструменти створювались з метою хеджування ризиків. Наразі ці ж самі інструменти Уорен Баффет визначає як «зброю масового знищення», а Комісія з розслідування причин фінансової кризи Конгресу США (FCIC – Financial Crisis Inquiry Commission, січень 2011) називає масштаби цього ринку однією з головних причин останньої світової фінансової кризи.

Неоднозначна оцінка ролі, функцій та переваг/недоліків похідних цінних паперів в цілому, і кредитно-дефолтних свопів, зокрема, потребує більш глибокого аналізу теоретичних аспектів їх функцій та практичних аспектів їх використання на сучасному фінансовому ринку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Ця проблема є недостатньо дослідженою у вітчизняній науковій літературі в першу чергу завдяки незначному періоду використання інструментів синтетичної сек'юритизації: перший кредитно-дефолтний своп (CDS) був використаний менш ніж 20 років тому. І хоча з того часу обсяг операцій з CDS зріс до десятків трильйонів доларів, проблеми функціонування ринку цих інструментів ще не отримали належного висвітлення у вітчизняній науковій літературі.

Формулювання цілей статті. В статті визначені найбільш суттєві проблеми використання інструментів синтетичної сек'юритизації на основі об'єктивного висвітлення передумов їх виникнення, еволюції, аналізу сучасного стану ринку деривативів та методів його регулювання.

Виклад основного матеріалу. Похідні цінні папери – цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів [1]. Їх поява на фінансовому ринку, за загальноновизнаною думкою, відбувалась у наступній послідовності:

1. Форвардні контракти – документи, які засвідчують зобов'язання придбати (продати) певний актив у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін такого продажу під час укладання контракту.
2. Ф'ючерсні контракти – стандартизовані біржові контракти, які засвідчують зобов'язання придбати (продати) певний актив у визначений час у майбутньому, з фіксацією цін такого продажу під час укладання контракту.
3. Опціони – контракти, які засвідчують право їх покупця придбати або продати певні актив на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією ціни на час укладання такого контракту.
4. Свопи – комбінація зі спот- та форвардних угод між контрагентами про обмін одного грошового потоку на інший.
5. Сек'юритизація – виведення активів із балансу юридичної особи, та їх рефінансування за допомогою емісії цінних паперів на ринку капіталу.
6. Синтетична сек'юритизація – структуровані угоди, призначені для передачі кредитного ризику певного пулу активів третім особам.

Саме остання, з огляду на корінні відмінності її інструментів від усіх інших деривативів, і є предметом дослідження даної роботи. Необхідність виокремлення таких угод диктується новою якістю обумовлених ними взаємозв'язків між базовим активом та самим деривативом.

Вперше інструменти синтетичної сек'юритизації були використані у США у 1994 році. Їх поява була обумовлена потребою менеджерів JP Morgan скоротити обсяг резервів під кредит, наданий банком у тому році компанії Еххон у розмірі \$4,8 млрд. – досить великої суми, навіть для JP Morgan. У пошуках вирішення поставленої задачі група фахів-

ців банку, очолювана Блайт Мастерз (Blythe Sally Jess Masters), запропонували продати кредитний ризик власної кредитної лінії Європейському Банку реконструкції та розвитку. Згода керівництва та реалізація ініціативи знаменувала собою появу на ринку капіталів нового інструменту – CDS.

Кредитний дефолтний своп – угода, згідно з якою «покупець CDS» робить разові або регулярні внески (сплачує премію за кредитний ризик) «емітентові CDS», який бере на себе зобов'язання погасити виданий «покупцем» кредит третій стороні у разі неможливості погашення кредиту боржником (дефолт третьої сторони). «Покупець» отримує цінний папір – щось на кшталт страхового полісу, який гарантує відшкодування втрат у разі дефолту позичальника або настання іншої, наперед обумовленої кредитної події.

Наразі арсенал кредитних деривативів нараховує десятки різновидів: крім простих CDS, до нього входять кошикові свопи на невиконання (Basket Default Swaps), свопи на загальний дохід (Total Return Swap), дискретні дефолтні свопи (Digital Default Swaps), дефолтні свопи на відновлення (Recovery Default Swaps), кредитні спредові свопи (Credit Spread Swaps), кредитно-дефолтні свопи з плаваючим спредом (Constant Maturity Credit Default Swaps) тощо [2, с. 487-494].

Головним, що їх об'єднує, є те, що предметом угоди є відокремлений від базового активу кредитний ризик. Продаж ризику дозволяє покупцю CDS отримати обумовлене відшкодування у разі настання кредитної події.

Можливість позбутись ризику (або заробити на ньому) видалась банкірам, великим корпораціям та простим спекулянтам настільки привабливою, що темпи зростання обсягів операцій з ними побили усі рекорди: якщо на перших етапах свого існування CDS являли собою окремі, неліквідні, невідомі широкому загалу угоди, виплати по яких визначались виключно на підставі оцінок їх сторін, то вже у 2000 році номінальна вартість таких угод сягала \$100 мільярдів доларів, у 2004 - \$6 трильйонів, а у 2007 досягла свого піку - \$62,137 трильйонів [3], при тому що їх справедлива вартість стала публічною інформацією, яку оприлюднює біржа InterContinentalExchange.

Як й інші деривативи, CDS дуже швидко стали виконувати функції не стільки інструменту хеджування кредитного ризику, скільки інструменту спекуляції, а їхня вартість у разі перевищує вартість базових активів. Так, зокрема, щоденний обсяг біржової торгівлі¹ кредитно-дефолтними свопами на державні облігації Італії перевищує мільярд євро, на суверенні бонди Франції – наближується до 800 мільйонів [4]; вартість CDS, укладених на боргові зобов'язання Lehman Brothers, станом на 2008 рік наближалась до \$400 млрд.

Особливу увагу привертає той факт, що торгівля CDS не вимагає наявності у продавця ризику базового активу, на який цей своп укладається.

За своїм економічним змістом кредитно-дефолтні свопи подібні до полісів страхування ризику неплатежу, але вони мають низку суттєвих відмінностей, головними із яких є те, що діяльність покупців ризику не контролюється жодним національним чи міжнародним органом регулювання, і від них не вимагається створення будь-яких резервів на випадок настання обумовленої кредитної події. Між тим виплати покупців ризику можуть перевищувати суму отриманих премій на порядки: так, по зобов'язаннях вже згаданого банку Lehman Brothers, після його банкрутства за кожні 100 доларів їх номінальної вартості кредитори отримували лише \$8,625. А це означало, що продавці відповідних CDS мали виплачувати їх покупцям 91,375% номінальної вартості.

¹ зазвичай на біржі торгується менше 1% загального обсягу інструментів синтетичної сек'юритизації

Спосіб, яким покупці ризику хеджували свої ризики, полягав у наступному: вони уклали офсетні угоди – тобто здійснювали обернені операції з тими самими CDS – але за іншою ціною, та, можливо, з іншими базовими активами. Правила здійснення операцій на ринку управління кредитним ризиком були такими самими, як і на усіх інших сегментах ринку: купи дешевше, продай дорожче. Тобто CDS купувались тоді, коли ризик дефолту емітента базового активу був найменший (і, відповідно, невисоким був розмір премії), і продавали тоді, коли премії були вищими. Так, зокрема, у нашомі прикладі з Lehman Brothers премії по свопах, проданих на початку 2006 р., становили усього 25 б.п. (тобто 0,25% номінальної вартості зобов'язання), а напередодні банкрутства – 703 б.п. [5]. Саме завдяки наявності таких офсетних угод розрахунки по CDS, укладених відносно боргових зобов'язань Lehman Brothers, були проведені тільки на \$7,2 млрд.

В результаті проведення двох операцій на однакові суми зобов'язань одного й того ж емітента позиція торговця вважалась закритою – тобто теоретично він не наражався на ризик. За умов неспівпадання сум контрактів з CDS торговці оприлюднювали дані лише про різницю. Так, наприклад, станом на 17.08.2013 валова номінальна вартість CDS, що обертались на біржовому ринку, становила 12 743 957 620 378, а чиста – 917 626 533 689 доларів [6].

Втім, торговці ризиком нерідко не могли розрахуватись навіть і по чистій вартості, що змусило регулятивні органи багатьох країн переглянути своє поблажливе ставлення до неконтрольованої позабіржової торгівлі CDS. В зв'язку з цим у США у 2010 набув чинності закон Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (на заміну Commodity Futures Modernization Act of 2000), а у Європі нові правила поведінки у цій сфері були зафіксовані у положеннях Regulation on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories (більш відомих як "EMIR" – European Market Infrastructure Regulation), що набули чинності у серпні 2012 року. Завдання наведення порядку на ринку деривативів у міжнародних масштабах було покладене на Міжнародну асоціацію свопів і деривативів (ISDA).

Головною метою нововведень було запровадження стандартизації CDS-контрактів та переведення їх торгівлі з позабіржового на біржовий ринок. Для цього американська міжконтинентальна біржа InterContinentalExchange (ICE) заснувала у 2009 р. 2 клірингові палати для операцій з CDS: у США – ICE Clear Credit, та у Європі – ICE Clear Europe; до кінця минулого року обсяг операцій, проведених через них, перевищив \$36 трильйонів.

Перехід до біржової торгівлі кредитно-дефолтними свопами означав, за визначенням ділерів, її ф'ючеризацію: відтепер і покупці і продавці CDS мали вносити до клірингової палати певні суми – фінансову гарантію свого виконання угоди. Ці суми складаються з первинних та варіаційних внесків (маржі). Первинна маржа вноситься при відкритті контракту і відображає вартісний вираз можливості дефолту по базовому активу на момент укладання угоди, а варіаційна – щоденно нараховується або списується з рахунку клієнта в залежності від змін у ймовірності такого дефолту.

Розрахунок первинної маржі при біржовій торгівлі CDS полягає у вартісному вимірюванні ризиків методом SPAN® [7], що дозволяє враховувати сукупність значень прибутків чи збитків по кожному фінансовому інструменту для стандартного набору сценаріїв зміни ціни базового активу і його очікуваної волатильності впродовж встановленого часового періоду. У розрахунках приймаються до уваги такі ризики, як системний, ринковий та ціновий ризики, ризик контрагента (кредитний), ліквідності та концентрації тощо. Щоденний переказ коштів з одного рахунку на інший, у відповідності до розрахованих змін, забезпечує фінансові гарантії виконання зобов'язань по CDS у разі настання кредитної події.

На нашу думку, впорядкування ринку CDS мало своїм результатом не стільки широко розрекламовані позитивні наслідки для функціонування ринку капіталів, скільки загрозу його подальшому існуванню².

Для обґрунтування цього твердження пропонуємо включити до переліку наразі оцінюваних ризиків ще й моральний ризик (Moral hazard) – ризик того, що заходи щодо скорочення негативних наслідків ризикованих дій підвищують вірогідність їх реалізації. Проявом такого ризику, зазвичай, стає те, що одна із сторін контракту змінює своє відношення до предмету контракту (своєю діяльністю чи бездіяльністю), в результаті чого зростають ризики для інших сторін.

Традиційно цей термін використовується у страховій справі: страхові компанії, що продали поліси страхування майна, наприклад, мають підстави хвилюватись з приводу того, що власник застрахованого майна (скажімо, автомобіля) не буде піклуватись про його збереження так само належно, як і власник незастрахованого. У нашому прикладі з кредитами є всі підстави вважати, що плануючи купівлю CDS на виданий кредит, кредитор не буде перейматись платоспроможністю позичальника – ризики неповернення будуть перекладені на іншу особу. Іншими словами: почуття захищеності від ризику стимулює до невважених ризикованих дій, а саме існування ринкових CDS створює сприятливі передумови для надання кредитів неплатоспроможним позичальникам.

Наочним доказом на підтвердження такого припущення стала поява масштабного ринку субстандартних іпотечних позик у США, коли банки охоче надавали навіть NINJA-кредити! І саме суми таких кредитів, наданих позичальникам, що не мають ані доходів, ані роботи, ані активів, і могли б використовуватись як вартісний вираз морального ризику.

Іншим показником – відомим широкому загалу – могли б стати суми штрафів, які влада США вимагає від 18 банків³, що напередодні кризи продали неякісні іпотечні цінні папери Fannie Mae та Freddie Mac на загальну суму \$196 млрд. Швейцарський банк UBS, наприклад, вже виплатив \$885 млн., а від JPMorgan Chase & Co вимагається \$6 млрд. [8]

Наявність зворотнього зв'язку між похідним цінним папером і базовим активом, відносно якого він був виписаний, корінним чином відрізняє CDS від усіх інших деривативів, у яких вона відсутня: так, зокрема, ціни на опціони і ф'ючерси визначаються цінами базових активів, але ніяк не впливають на останні. На Українській біржі, наприклад, єдиним базовим активом, опціонами і ф'ючерсами на який можна торгувати на строковому ринку, є індекс UX. Цілком зрозуміло, що в той час, як ціна акцій, що входить до кошика, визначає коливання цін на деривативи на цей індекс, зміна вартості ф'ючерсів чи опціонів жодним чином не впливає на вартість акцій.

Величезна піраміда кредитних деривативів, розбудована на основі набагато меншого ринку боргових зобов'язань, дає деяким спекулянтам шанси для збагачення (а решті – банкрутства). Але вона підриває самі засади традиційного банківництва – надання кредитів на основі ДОВІРИ: як ми пам'ятаємо, «credit» в перекладі з латинської означає «я вірю».

Прискорений розвиток ринку інструментів синтетичної сек'юритизації несе в собі загрозу не тільки банківському сектору, а й усьому ринковому господарству: «невидима рука ринку», яка до появи CDS у більшості випадків спрямовувала вільні кошти на задоволення платоспроможних потреб споживачів і сприяла гармонізації інтересів окремих осіб і суспільства в цілому, стає паралізованою.

¹ Впорядкування торгівлі кредитно-дефолтними свопами через біржу за економічною сутністю можна порівняти з компанією по переведенню торгівлі важкими наркотиками через касові апарати.

³ В т.ч. Bank of America, JPMorgan Chase, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Deutsche Bank, Societe Generale, Barclays Bank, UBS і Citigroup

Висновки. Відсутність в Україні цілісної нормативної бази регулювання деривативів у цілому та CDS, зокрема, може спровокувати сліпе копіювання досвіду зарубіжних країн. Наслідками можливої «ф'ючеризації» операцій з CDS в Україні може стати не тільки усунення ризику контрагента по кредитно-дефолтному свопу – що є позитивною рисою для торгівців свопами, але й більша вірогідність надання кредитів неплатоспроможним позичальникам (за умови продажу ризику неповернення) – що є негативним наслідком для усієї національної економіки.

З огляду на наявність морального ризику операцій з CDS, особливо з боку їх покупців, вважаємо за доцільне не визнавати купівлю CDS кредиторами як операцію хеджування наданих кредитів, з відповідною вимогою формування під них резервів.

Список використаних джерел

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/law/show/3480-15>
2. Новак О.С. Інструменти сек'юритизації активів та перспективи їх використання в Україні // Економічний форум. – 2012. – № 2. – С. 487-494
3. ISDA Market Survey [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.isda.org/statistics/pdf/ISDA-Market-Survey-annual-data.pdf
4. Latest on sovereign CDS activity [Електронний ресурс]. – Режим доступу: soberlook.com/2012/06/latest-on-sovereign-cds-activity.html
5. H.J.H.Sand. The impact of macro-economic variables on the sovereign CDS spreads of the Eurozone countries [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.professionsfincieres.com/docs/2012102014_194_vn_m_impact-of-macro-economic-variables-on-the-sovereign-cds-spreads-of-the-eurozone.pdf.
6. ISDA CDS marketplace [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.isdacds-marketplace.com/exposures_and_activity/top_10_cds_positions
7. SPAN MARGIN SYSTEM [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.the-ice.com/publicdocs/clear_us/SPAN_Explanation.pdf
8. FHFA Said to Seek \$6 Billion from JPMorgan on Bad Loans [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.moneynews.com/financenews/fhfa-billion-jpmorgan-loans/2013/08/27/id/522545