

Washington Post

15 October 2008

... А получилось, как всегда

Как случилось, что мировые рынки оказались на грани коллапса? Кто-то утверждает, что это вина их регуляторов, кто-то убежден, что, наоборот, они пали жертвой чрезмерного дерегулирования. Кто же прав? Обе стороны. Эта история о том, как Вашингтон не поспел за развитием Уолл-стрит.

А. Файола, Э. Накашима, Дж. Дрю
Газета Washington Post
Среда, 15 октября 2008 г. стр. А01

Translation: Leonid Todorov

Десять лет назад, задолго до бушующей сегодня в мире стихии финансового кризиса, финансовый мозговой центр федерального правительства США услышал недвусмысленное штормовое предупреждение и в унисон ответил: «Это не так».

В тот апрельский день 1998 г. встреча рабочей группы по финансовым рынкам при президенте США свела Председателя Федерального Резерва Алана Гринспена, Секретаря Казначейства Роберта Ф. Рубина и Председателя Комиссии по ценным бумагам и биржам Артура Левита мл. – все легенды Уолл-Стрита, все противники любой степени регулирования национальной финансовой системы, которая принесла им состояние и власть.

Их оппонент, хотя и член той же рабочей группы, не принадлежал к их кругу. Бруксли Е. Борн, 57-летняя Председатель Комиссии по фьючерсам на сырьевые товары, заработала репутацию трудного противника со стальной хваткой в одной из самых влиятельных юридических фирм Вашингтона. Она привыкла быть единственной женщиной в комнате, где собралось много мужчин, и ей не нравилось, когда ею пробовали помыкать. Теперь же в величественном обшитом деревянными панелями зале заседаний Казначейства на нее давили и давили жестко.

Гринспен, Рубин и Левит с тревогой прореагировали на ее настойчивый интерес к быстро растущему сегменту финансового рынка, известному как деривативы. Деривативы так называются потому, что их стоимость происходит (англ. to derive – происходить, брать начало) от других финансовых инструментов, таких, как облигации или курсы валют. Обходясь без профессиональных жаргонизмов, деривативы – это одновременно и «подушка безопасности», и азартная игра: это сделки, которые инвестиционные компании и банки организуют для того, чтобы управлять рисками, связанными с активами, и одновременно попытаться извлечь из этих сделок прибыль.

В отличие от фьючерсов на сырьевые товары, регулированием которых занималось ведомство г-жи Борн, множество новых деривативов не торговались на биржах, представляя собой, как выражаются некоторые трейдеры, «темные рынки». К тому времени уже существовали миллионы контрактов, в которых были задействованы флагманы Уолл-стрит. Однако в этой системе отсутствовал единый клиринговый центр, который бы располагал средствами, которые можно было бы использовать в качестве

залога для страхования против соответствующих рисков, и не существовало прозрачных записей о том, кто и чем торговал.

Борн хотела ясности. Она не предлагала никакого конкретного плана по контролю за этим рынком, но после того, как в течение нескольких месяцев она говорила об опасностях для всей финансовой системы, которые таились в этом рынке, Борн жаждала формальной дискуссии о том, будет ли введено его регулирование, и если да, то в какой форме.

Гринспен, Рубин и Левит стремились разрушить ее усилия. В частных беседах Рубин выражал обеспокоенность в связи с неуправляемым ростом рынка деривативов. Однако он был согласен с Гринспеном и Левитом в том, что эти новые контракты, которые часто называют «свопами», не совсем фьючерсы. По мнению трех собравшихся представителей сильного пола, у службы Борн не было законных полномочий регулировать рынок свопов и ее требование о проведении обсуждения по данной теме могло повлечь весьма реальные последствия, а именно: обсуждение вопроса породило бы сомнения в легальности существовавших контрактов на суммы в триллионы долларов и неопределенность в отношении того, как работать на этом рынке.

На встрече в апреле 1998 г. сигнал от трио был «Осадите назад, Борн!»

По словам одного из участников встречи, после того, как стороны высказали свою озабоченность, Рубин спросил: «Вы ведь не собираетесь ничего предпринимать, не так ли?»

Борн ничего не обещала. Некоторые из присутствующих, включая Гринспена и Рубина, покинули зал с ощущением, что она согласилась «охладить» проблему, по крайней мере, до тех пор, пока юристы не обсудят ее юридическую сторону. Однако коллеги Борн полагают, что ее было не остановить и не убедить.

«Если уж она занимала позицию, то отстаивала ее до конца и шла в бой, - подтвердил Джоффри Аронов, в то время ответственный сотрудник КФСР.- Когда кто-нибудь пытался надавить на нее, она контратаковала».

Тогда, как и сегодня, Гринспен и Рубин, полагали, что Борн находится на неверном пути. Гринспен, покинувший в 2006 г. Федеральный резерв после беспрецедентно длительного председательства, продолжает утверждать, что регулирование деривативов не способствовало бы предупреждению сегодняшнего кризиса. Вчера на Капитолийском холме комитет Сената США открыл слушания именно по роли финансовых деривативов в обострении нынешнего кризиса. Они продолжатся и сегодня.

Экономический мозговой центр правительства не просто победил в дискуссии – он смог предотвратить обсуждение проблемы в более широком формате. Борн покинула свою должность в 1999 г., и после этого никто не решился зайти так же далеко, как и она. С приходом в 2001 г. в Белый дом администрации Буша упор был сделан на смягчение регулирования, а не его ужесточение. Излюбленным подходом стали процедуры добровольного саморегулирования, но даже если Уолл-стрит и принимал их, то скрепя сердце.

Гринспен отстаивал свою позицию и в частных беседах, и публично: рынки должны быть свободны от регулирования. Он утверждал, что саморегулирование будет работать эффективнее, чем тяжелая рука государства: инвесторам присуще естественное

стремление избегать саморазрушения, и это служит логичным и самым оптимальным ограничителем избыточных рисков. Кроме того, деривативы стали огромным бизнесом в США, а назойливое регулирование заставило бы этот бизнес эмигрировать за границу.

«Мы знали, что [пытаться добиться регулирования] – сложная задача, но чувствовали, что что-то надо делать,- сказал на слушаниях Майкл Гринбергер, заместитель Борн по торговле и рынкам и свидетель схватки в 1998 г.- Этот сектор годами противился введению регулирования, и к тому времени уже накопилось много чего, что стало порождать диспропорции в экономике страны. Но правительство продолжали держать в неведении относительно этого».

В своем интервью Рубин так высказался об усилиях Борн: « Я полагаю, это был тормоз для движения вперед. Если вы хотите идти вперед, ...вы конструктивно взаимодействуете со всеми сторонами. Как я припоминаю, хотя я и не помню всех деталей встречи, это было сделано в более жесткой манере».

В истории Вашингтона редки случаи, когда один регулятор начинает открытое и тщательно подготовленное сражение с другими органами власти. Неудача Борн – часть более широкой истории того, что привело к сегодняшнему финансовому хаосу, истории обоюдно упущенных возможностей и философских сдвигов, в рамках которой Вашингтон оставался беспомощным перед угрозой риска, генерируемого новациями на Уолл-стрит. Свидетельством тому стали [проведенные для данной статьи] более чем 60 интервью, протоколы встреч, свидетельские показания и речи в Конгрессе (Борн от интервью отказалась).

Деривативы не были отправной точкой того, что последствии разрослось в крупнейший экономический кризис со времен Великой Депрессии, но резкий рост их объемов и неопределенность относительно их реальной стоимости ускорили недавнее крушение столпов национального инвестиционного рынка и увеличили размеры паники, которая с тех самых пор захлестнула глобальную финансовую систему.

Новая цепочка рисков

Фьючерсные контракты – одна из наиболее ранних форм деривативов – давно стали ассоциироваться с рыночными крахами. Состояние отца Гарри Трумена было сметено сельскохозяйственными фьючерсами, а безудержные манипуляции спекулянтов внесли свою лепту в крах рынков в 1929 г. Регуляторы давно знали, что новые инструменты биржевой торговли дают дополнительное ощущение стабильности в хорошие времена и ускоряют падение рынков в плохие.

В сущности, фьючерсы - обещание предоставить денежные средства или что-нибудь, имеющее ценность, в более поздние сроки – предмет торговли на регулируемых биржевых площадках, таких, как, например, Чикагская товарная биржа, деятельность которой регулирует КФСР. Но вопросы Борн касались не свиной грудинки или цен на зерно – краеугольных основ торговли фьючерсами в более простые времена. В центре ее внимания оказался загадочный класс деривативов, привязанных к колебаниям ставок на валютном и кредитном рынках. В 1998 г. она сказала группе корпоративных юристов, что «недостаток базовой информации» позволяет трейдерам, работающим с деривативами, «занимать позиции, которые могут угрожать нашим регулируемым рынкам или даже всей экономике, а федеральные ведомства об этом могут и не знать».

Предсказанное ей будущее оказалось еще более рискованным, чем она представляла. Бум недвижимости и доступность кредитов в прошедшее десятилетие породили более

сложные ценные бумаги и деривативы, которые на этот раз оказались привязанными к инфлированной стоимости миллионов домов, купленных жителями США, которые на самом деле просто не могли себе этого позволить. Это создало новую цепочку рисков, начинавшуюся с погрязших в долгах покупателей жилья и заканчивающуюся огромной нерегулируемой паутиной контрактов по всему миру.

Деривативы кажутся инструментом создания «сети безопасности», но одновременно они порождают непреднамеренный эффект, стимулируя готовность рыночного агента взять на себя больший риск. Инвесторы осуществляют привязанные к ипотеке инвестиции, затем покупают «антидефолтные свопы», чтобы защитить себя от потерь, вместо того, чтобы отложить в резерв значительные денежные средства. Если ипотечные контракты падают в цене, у инвесторов есть «подушка безопасности», а продавцы свопов, получающие серьезный куш за участие в риске, который несут инвесторы, «держали пари», что ипотечные контракты останутся на плаву.

По состоянию на 30 июня 2008 г. мировой рынок деривативов оценивался в 530 триллионов долларов, включая 55 триллионов, инвестированные в ставшие неожиданно популярными антидефолтные свопы. 530 триллионов долларов - это сумма всех текущих контрактов, а общий объем долларовой наличности в зоне риска был значительно меньше, но все равно, как сообщает Международная ассоциация по вопросам свопов и деривативов, составляет внушительную сумму в 2,7 триллиона долларов.

Чтобы лучше представить эти цифры, сравните их со стоимостью Нью-Йоркской фондовой биржи, которая до недавнего краха, в конце 2007 г., составляла 30 триллионов долларов. Когда ипотечный пузырь лопнул и ипотека приказала долго жить, последствия распространились по всей паутине. Многие из держателей кредитных свопов захотели получить свои деньги, но те, кто был им должен, просто не имели в запасе достаточных средств для таких выплат.

Так вместо того чтобы распылить риск, деривативы усилили его действие.

Конфликты вокруг проблемы регулирования

После 30 лет работы в Вашингтоне в 1992 г. Борн оказалась в коротком списке кандидатов Билла Клинтона на пост Генерального прокурора страны. Приглашения из Белого Дома не последовало. Когда спустя четыре года к ней обратились с предложением возглавить КФСР, как говорят ее коллеги, она приняла назначение, видя в нем возможность оставить свой след в истории государственной службы.

В течение нескольких лет до назначения Борн в Комиссию по фьючерсам Белый Дом получал предупреждения насчет деривативов. Так, в 1993 г. конгрессмен- республиканец из Айовы Джим Лич опубликовал 902-х-странный отчет, в котором призывал к введению «регулирования для защиты от системных рисков» и контролю за деривативами со стороны Комиссии по ценным бумагам или Казначейства. Сенатор-демократ из Мичигана Доналд У. Ригл признавал, что свопы помогают управлению рисками, но видел «признаки опасности на горизонте» в связи со стремительным ростом их объемов. Он и конгрессмен-демократ из Техаса Генри Гонзалес независимо друг от друга подготовили в 1994 г. законопроекты, которые были положены под сукно. Предшественница Борн на посту главы КФСР Мэри Шапиро также пыталась обратиться к этой проблеме.

Десятилетием раньше президент Рейган назвал КФСР своим самым любимым ведомством, потому что оно компактно и способствовало расцвету и процветанию индустрии фьючерсов. Борн пришла в КФСР, наименее известное из четырех главных

регуляторов, чьей первоочередной задачей является контроль за национальными финансовыми рынками, с твердым намерением требовать применения соответствующих законодательных норм и решать трудные проблемы.

По словам Джона Дамгарда, президента Ассоциации индустрии фьючерсов, «...В то время существовала теория, что она была разочарована тем, что не получила возможности рулить юстицией, и это маленькое ведомство стало ей утешительным призом. Она была настроена поднять его статус. Не уверен, что она так и думала, но ее критики об этом говорили». Дамгард был не согласен с подходами Борн, но говорит, что уважает ее за то, что она сражалась за свои принципы.

Даниел Уолдман, партнер Борн по юридической компании Arnold and Porter и ее главный советник в КФСР, говорит, что индустрия фьючерсов поняла серьезность настроя Борн «Она вошла в серьезный клинч с Chicago Board of Trade по поводу контрактов на сою, - вспоминает он. – Она была убеждена, что, в соответствии с уставом Комиссии, ее обязанность заключалась в контроле за принимаемыми биржами решениями. Если эти решения шли вразрез с требованиями Комиссии, она так и говорила, а не закрывала глаза на нарушения».

Борн не отступила и по проблеме деривативов. 7 мая 1998 г., спустя две недели после стычки в Казначействе, Комиссия сделала доступным для общественности «концептуальный релиз» по проблеме деривативов и соответствующих рисков. Реакция на документ была мгновенной и гневной. Буквально через несколько часов в необычном по формату совместном заявлении Гринспен, Рубин и Левит выразили свою «глубочайшую озабоченность». Заместитель Главы Казначейства Лоуренс Саммерс открыто осудил документ в Конгрессе как «бросающий тень регуляторной неопределенности на процветающий рынок».

Уолл-стрит взревел. «У правительства был законный интерес поддержать исполняемость своп-контрактов объемом в миллиарды долларов, которые оказались под угрозой из-за данного документа», - сказал Марк Брикелл, управляющий директор компании, известной в то время как J.P. Morgan Securities, и бывший председатель Международной ассоциации по свопам и деривативам.

Хотя Борн и указывала, что новые правила обратной силы не имеют и распространяются только на будущие контракты, Уолл-стрит опасался того, что уже существовавшие контракты станут предметом судебного разбирательства. По словам Брикелла, «...это означало, что проигравшийся на торгах участник мог просто исчезнуть с рынка».

Он в течение нескольких месяцев метался между Нью-Йорком и Вашингтоном, работая с Конгрессом, чтобы заблокировать действия КФСР. «Помню, я садился в ночной поезд, приезжал в Вашингтоне в 5:30 утра, - говорит он. – Встречал рассвет и потом, не сомкнув глаз, работал над выступлением».

Борн выступала на слушаниях в Конгрессе, по крайней мере, 17 раз, пытаясь каждый раз подчеркнуть, что новые правила будут применяться только к новым контрактам. Но она непрерывно повторяла, что убеждена в опасности игнорирования рисков, порождаемых деривативами.

В июне 1998 г. Лич, ставший председателем Комитета по банкам Конгресса, принял участие в конфликте. Он собрал Борн, Рубина и Гринспена в маленькой комнате рядом с главным залом заседаний Комитета, думая, что сможет стать посредником. Как вспоминает Лич, «...это была самая необычная встреча из тех, в которых мне доводилось

принимать участие. Никогда прежде я видел столь непримиримых отношений между тремя важными правительственными чиновниками. Рубин и Гринспен были едины в своем разочаровании в руководстве КФСР.... Она, я уверен, чувствовала численное превосходство оппонентов».

Лич полагал, что Комиссии по фьючерсам не достает профессионалов для реализации ее главной задачи – контроля за рынком. Он настаивал, чтобы Борн не шла дальше до тех пор, пока Казначейство и Федеральный Резерв не смогут согласовать, какое ведомство больше подходит на эту роль. «Я пытался занять позицию «Я-надеялся-мы-сможем-решить-этот-вопрос», - говорит он, - но обе стороны, точнее, ни одна из сторон, не хотела уступать».

В одном из последних по времени интервью Рубин подтвердил, что в те дни, когда он был управляющим партнером в Goldman Sachs, у него были сомнения относительно деривативов. Позднее, в опубликованной в 2003 г. книге он писал, что «деривативы с лимитами долговой нагрузки от малых до нулевых должны подпадать под действие комплексных и предельно жестких требований», которые заставляли бы дилеров наращивать капитал для подстраховки свопов. «Однако в отсутствие кризиса этого почти наверняка не произойдет».

Когда его спросили, почему в 1998 г. в качестве альтернативы инициативам Борн он не предложил более жесткие требования к капиталу, Рубин ответил: «Тогдашняя политическая реальность не позволила бы это сделать. У нас было столько других срочных и важных проблем...Азиатский финансовый кризис, финансовый кризис в Бразилии. У нас столько всего происходило».

Кризис и мороженое

Когда воюющие стороны вновь встретились лицом к лицу, зал заседаний сенатского Комитета по сельскому хозяйству не стал нейтральной ареной для обсуждения их разногласий. Председатель Комитета Ричард Г. Лугар, республиканец из штата Индиана, хотел выудить у Борн публичное обещание остановить кампанию против деривативов. В противном случае Конгресс запустил бы активно поддерживаемый казначейством законопроект о наложении моратория на дальнейшие действия КФСР.

Как вспоминает помощник Лугара, Комитету даже пришлось поменять зал для проведения заседания, чтобы он вместил ожидавшуюся толпу лоббистов, представлявших интересы банков, брокерских компаний, фьючерсных бирж, нефтяных и сельскохозяйственных компаний. Предвзято настроенный Лугар открыл слушания репликой в адрес Борн: «Очень необычно видеть, что три ведомства исполнительной власти предлагают законопроект, который бы ограничивал деятельность четвертого».

Борн не спасовала. Она представила свое ведомство как жертву атаки, утверждая, что Федеральный Резерв, Казначейство и Комиссия по биржам уже приняли решение о том, что «...полномочия КФСР нужно взамен передать и разделить между ними самими».

Гринспен парировал словами о том, что регулирование со стороны КФСР избыточно и существующего законодательства достаточно: «Регулирование реализуемых профессионалами сделок с деривативами не нужно, - сказал он. – Регулирование, не служащее полезной цели, - тормоз для эффективности рынков в их работе по повышению уровня жизни».

Ситуация зашла в тупик, но затем в сентябре 1998 г. случился кризис, который показал состоятельность опасений Борн.

Long Term Capital Management, огромный хеджинговый фонд, инвестировавший значительные объемы средств в деривативы, сообщил Федеральному резерву, что не может покрыть убытки в размере 4 млрд. долл. Это стало угрозой для всех – от финансовых магнатов до пенсионных фондов. После того как захваченная Азиатским экономическим кризисом Россия объявила дефолт по своему долгу, Long Term Capital одолели призывами создать денежный резерв как залог по инвестициям фонда. Судя по бухгалтерии деривативов, отношение долга к капиталу у Long Term Capital было устрашающе велико. «Внебалансовый левверидж был 100 или 200 к 1,- я даже не знаю, как рассчитать его», - сообщил ответственный сотрудник Федерального резерва Питер Фишер Гринспену и другим руководителям ФР на встрече 29 сентября 1998 г..

Два дня спустя Борн предостерегла Комитет Конгресса по банкам: «Этот эпизод-тревожный звонок о тех неизвестных рисках, которые внебиржевой рынок деривативов может создать для экономики США и финансовой стабильности в мире». Она говорила о «немедленной и срочной необходимости обратиться к проблеме закрытия неприемлемых регуляторных брешей».

Чудом не случившийся коллапс Long Term Capital ничего не изменил. Хотя некоторые законодатели и выказали страстное желание исследовать проблему рисков, которые несут деривативы, Конгресс поспешил принять закон, который наложил 6-месячный мораторий на деятельность КФСР по этому вопросу.

В результате битвы Борн оказалась в политической изоляции. В апреле 1999 г. она в последний раз участвовала в деятельности рабочей группы при Президенте - подготовке отчета об уроках истории с Long Term Capital. В отчете содержались некоторые опасения в связи с избыточным леввериджем и неизвестными рисками, которые несут деривативы, и лишь одна рекомендация по изменению законодательства, а именно: нерегулируемые дочерние подразделения брокерских компаний должны оценивать свои финансовые риски и информировать госорганы.

Гринспен выразил свое несогласие с этой рекомендацией.

К маю 1999 Борн сложила оружие. По традиции, сотрудники Комиссии сами организуют проводы уходящего главы ведомства, но Борн лично вкатила тележку с мороженым в отделанный бежевого цвета ковром зал заседаний ведомства. Июньским деньком, поедая мороженое, ее сотрудники слушали спокойные, тщательно подобранные прощальные слова своего руководителя.

В ноябре того же года Гриспен, Рубин, Левит и пришедший на место Борн Уильям Рейнер представили рабочей группе доклад о деривативах. Они рекомендовали не вводить регулирование со стороны КФСР, утверждая, что оно «в противном случае увековечит юридическую неопределенность или станет ненужным регуляторным бременем и тормозом развития этих рынков в США».

На пути к саморегулированию

В течение большей части 2000 г. лоббисты мелькали в офисах конгрессменов. С уходом Борн они увидели шанс на разрешение проблемы регулирования и, быть, может, на достижение большего. Поддержку они находили в лице сенатора-республиканца из Техаса Фила Грэма, влиятельного председателя Комитета Сената по банкам. Все закончилось

появлением благоприятного для них законопроекта, известного как закон о модернизации товарных фьючерсов.

21 июня 2000 г. Грэм открыл слушания призывом к «снятию регуляторных барьеров». Глядя сквозь очки в широкой оправе, он, по-техасски растягивая слова, произнес: «Полагаю, будет правильным напомнить изречение Линкольна о том, что просить общество продолжать жить по старым и отжившим законам, – и я полагаю, то же можно отнести и к регулированию, – это как просить мужчину продолжать носить ту же одежду, что и в детстве».

Гринспен и преемник Рубина в Казначействе Ларри Саммерс по-прежнему владели преимуществом по вопросу устранения КФСР от контроля за рынком свопов. Представители Казначейства видели шанс в проталкивании идеи саморегулирования, высказанную в отчете рабочей группы от 1999 г. и заключающуюся в создании клирингового центра, в котором аккумулировались бы полученные от финансовых компаний средства для покрытия возможных потерь на рынке деривативов. Но отчет также призывал к построению системы надзора со стороны федеральных органов власти для обеспечения следования процедурам управления рисками.

Индустрия свопов в целом поддерживала идею создания клирингового центра. Одна из модифицированных версий законопроекта предлагала сделать федеральный надзор дискреционным. Представители Казначейства сражались за нее, но возобладала позиция, представленная Личем.

Палата представителей приняла законопроект 19 октября, но он застрял в последующих инстанциях. Грэм использовал все возможности, чтобы запретить и КРФС, и Комиссии по биржам вмешиваться в рынки свопов. Встревоженные этим, юристы последней утверждали, что ведомство должно хотя бы сохранять полномочия по предупреждению мошенничества и инсайдерской торговли: что, если вооруженный инсайдерской информацией трейдер будет вовлечен в сделку по свопам или акциям? Заместитель главы Казначейства Гари Генслер сумел привести стороны к компромиссу: Комиссия по биржам сохранит свои полномочия в части борьбы с мошенничеством, но без права на законотворческие инициативы.

Вечером 15 декабря, когда внимание населения США было привлечено к решению Верховного суда, который тремя днями раньше разрешил вопрос о победителе президентских выборов в стране в пользу Дж. Буша, законопроект был принят как довесок ко всеобъемлющему закону о расходах. В нем осталось положение о клиринговом центре, и в то время это представлялось подлинным прорывом.

По словам Крэга Пиррига, эксперта по рынкам университета Хьюстона, такой клиринговый центр создал бы защитные слои, которых нет сегодня: «Созданный за счет средств этого сектора, такой фонд мог бы служить страховкой против потерь на рынке и одновременно остужал бы страсть к рискованным операциям».

Однако впоследствии идея о создании клирингового центра так и осталась нереализованной, и никто в финансовом секторе не стал продвигать ее дальше.

Тяжелые времена

В 2004 г. Комиссия по биржам предложила новую, добровольную систему, которая также была реализована не совсем так, как надеялись ее авторы.

В течение ряда лет Конгресс не препятствовал существованию огромной лакуны в вопросе о надзоре за Уолл-стрит: Комиссия по биржам имела полномочия в отношении брокерских подразделений инвестиционных банков, таких, как Lehman Brothers и Bear Sterns, но оставалась в неведении относительно сделок, осуществлявшихся их холдинговыми компаниями и нерегулируемыми дочерними фирмами. Европейские же регуляторы, учитывая существенные объемы зарубежных операций фирм США, настаивали на большей прозрачности и угрожали постановкой этих холдинговых компаний под собственный регуляторный надзор, если их американские коллеги не сделают это первыми.

Комиссия по биржам испытала приступ дежа-вю. В 1999 г. она уже настаивала на подобных полномочиях, но не смогла их получить. Позднее в том же году Конгресс принял Акт Грэмма-Лича-Блайли, который разрушил «перегородки», со времени Великой Депрессии отделявшие друг от друга коммерческие, инвестиционные банки и страховые компании. Однако этот Акт не предоставлял Комиссии полномочий по какому бы то ни было надзору за холдинговыми компаниями инвестиционных банков – в то время общая тенденция была в пользу дерегулирования.

«Помню, я в то время говорила – но никто меня не слушал - об упущенных возможностях по решению этих проблем,- говорит Аннет Назарет, в то время глава Департамента регулирования рынков Комиссии по биржам, - Это была абсолютная профанация идеи регулирования».

Пять лет спустя европейские регуляторы вновь подняли этот вопрос. Ограниченная в своих действиях актом Грэмма-Лича-Блайли, Комиссия по биржам выдвинула идею об основанной на добровольности системе, которую выбрали для себя крупные инвестиционные банки. Холдинговым же компаниям впоследствии для оценки уровня принимаемых рисков разрешат следовать их собственным компьютерным моделям, а Комиссия по биржам получит доступ к ним, чтобы удостовериться в адекватности моделей управления капиталом и рисками.

На заседании руководства Комиссии по биржам 28 апреля один из ее руководителей, Харви Голдшмид, высказал свои опасения. «Если все пойдет не так, это будет чудовищный хаос»,- сказал Голдшмид, который голосовал за эту программу.

В сентябре 2008 г. Генеральный инспектор Комиссии по биржам пришел к выводу, что программа потерпела неудачу в случае с Bear Sterns, который рухнул в марте 2008 г. Сотрудники Комиссии обращали внимание на чрезмерную приверженность Bear Sterns к ипотечным ценным бумагам и сверхвысокий уровень левриджа, но, как сказано в отчете Генерального инспектора, «... не предприняли серьезных действий, чтобы ограничить эти факторы риска».

Представители Комиссии утверждают, что их возможности ограничивала добровольная программа. Они лишь проверяли компанию, чтобы убедиться, что Bear Sterns придерживалась своих моделей риска, но не анализировали фундаментальные дефекты этих моделей.

26 сентября 2008 г., в самый разгар финансового кризиса, Председатель Комиссии по биржам Кристофер Кокс закрыл эту программу. Бывший в течение длительного времени защитником дерегулирования, в своем заявлении, размещенном на официальном сайте Комиссии, он сообщил, что «... последние шесть месяцев сделали совершенно очевидным тот факт, что добровольное регулирование не работает».

Но было уже поздно. Все пять брокерских компаний – участников программы либо заявили о своем банкротстве, либо находились в стадии поглощения другими компаниями, либо были превращены в коммерческие банки.

Мысли вдогонку

15 сентября 2005 г. Президент Федерального резервного банка Нью-Йорка Тимоти Ф. Гейтнер собрал руководителей и ответственных за управление рисками сотрудников 14 фирм Уолл-стрит в зале совещаний на 10-м этаже здания Банка в Нижнем Манхэттене, чтобы еще раз обсудить механизмы добровольного регулирования. К ним за накрытым зеленой скатертью деревянным прямоугольным столом причислились представители органов надзора за рынками из Британии, Швейцарии и Германии.

Е. Джеральд Корриган, управляющий директор Goldman Sachs и один из предшественников Гейтнера на посту Председателя Федерального Резерва Нью-Йорка, сообщил в июле с.г., что только за последние три года номинальная стоимость «антидефолтных» свопов выросла в 9 раз. В отсутствие автоматической электронной системы отслеживания сделок или залогов по ним потенциал системного риска возрастал многократно. «Рост деривативов превосходил зрелость операционной инфраструктуры, так что мы думали о том, как закрыть образующуюся брешь», - сказал Гейтнер в интервью. Переговоры продолжались по целому ряду вопросов, включая и создание клирингового центра, обладающего резервами на случай дефолта, - та же концепция, что и в законодательных предложениях 2000 г., - и какого типа государственный надзор следует разрешить. Но и сегодня, три года спустя, система так и не создана. Некоторые крупные дилеры предпочли положить этот вопрос под сукно, и никто в правительстве не указал им, что они не смеют это делать.

Когда в сентябре 2008 г. в смертельный штопор вошла самая крупная в мире частная страховая компания American International Group, регуляторы увидели, как материализуются их страхи. AIG реализовала привязанных к ипотечным ценным бумагам антидефолтных свопов на сумму 440 млрд. долл., а потом эти бумаги стали падать в цене. Когда потери компании стали нарастать, рейтинговые агентства понизили ее рейтинг, что активировало положение в заключенных компанией контрактах по антидефолтным свопам, требовавшее от нее предоставить многомиллиардные залогов, - средства, которых у AIG не было. Правительство стремительно вмешалось в ситуацию, чтобы предотвратить банкротство AIG, а также в надежде остановить еще одну цепную реакцию в уже пошатнувшейся финансовой системе.

Экономический кризис придал новый импульс попыткам Федерального Резерва организовать клиринговый центр на добровольной основе. На прошлой неделе Гейтнер провел две встречи с несколькими компаниями и крупными дилерами, заинтересованными в создании подобного механизма. На прошлой же неделе Chicago Mercantile Exchange сообщила, что объединяет усилия с крупным хедж-фондом Citadel Investment Group для запуска электронных торговой платформы и клирингового центра для антидефолтных свопов. Другие частные компании и биржи работают над собственными системами, видя шанс на получение прибыли, если они станут своего рода буфером для всей финансовой системы.

Кризис породил немало мыслей о прошлом. Оглядываясь на длительную историю упущенных возможностей, бывший ответственный сотрудник Комиссии по биржам Голдшмид вздыхает: «В ретроспективе даже не обсуждается, что мы были бы сейчас в

гораздо более выигрышном положении, если бы регулировали деривативы и создали бы клиринговый центр для этих целей».

Его бывший руководитель, Левит, тоже задумывается о том, что могло бы быть сделано. «Честно говоря, хотя Саммерс, Рубин и я определенно уступили по этому вопросу, мы не были в одном лагере с Федеральным Резервом,- говорит он.- Федеральный Резерв был действительно категорически против любой формы регулирования. Думаю, если бы можно было начать все сначала, я бы предпринял усилия для обеспечения большой прозрачности продуктов, которые оказались столь разрушительными для наших рынков».