

РЕГУЛИРОВАНИЕ МИРОВОГО РЫНКА КРЕДИТНЫХ ДЕРИВАТИВОВ В СВЕТЕ ПОСТКРИЗИСНЫХ ОСОБЕННОСТЕЙ ЕГО ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ

GLOBAL CREDIT DERIVATIVE MARKET REGULATION IN LIGHT OF ITS POST CRISIS FUNCTIONING PECULIARITIES

С. В. Матросов

S. V. Matrosov

В статье рассматриваются особенности функционирования и проблемы регулирования мирового рынка кредитных деривативов, породившие возникновение кризисных явлений на мировом финансовом рынке.

The article discusses global credit derivative market functioning peculiarities and regulation problems, which provoked world financial crisis.

Ключевые слова: кредитные деривативы, мировой рынок ссудных капиталов, мировой финансовый кризис, кредитный риск, секьюритизация.

Keywords: credit derivatives, global financial market, global financial crisis, credit risk, securitization.

Появление на определенном историческом этапе рынка кредитных деривативов было обусловлено появлением самого предмета торговли – кредитного риска. Участники этого рынка, стремясь максимально снизить риски по базовым активам, перераспределяли кредитные риски, не передавая права собственности на сам актив.

Рынок кредитных деривативов можно определить как совокупность отношений, прежде всего, кредитных институтов, в частности коммерческих, инвестиционных и универсальных банков, институциональных инвесторов, страховых обществ и промышленных предприятий, обеспечивающих перераспределение финансовых средств за счет нерегулируемой купли-продажи кредитных рисков.

Мотивация покупателей рисков заключается в их стремлении максимально захеджировать риски, снизить кумулятивное накопление рисков, оптимизировать фондирование, портфельные риски и расходование собственного капитала.

Продавцы рисков видят в кредитных деривативах следующие преимущества:

- возможный эффект от диверсификации, спекуляции и арбитража;
- новые возможности для выхода на денежный рынок;
- использование преимуществ от особенностей предоставления отчетности и налогообложения в связи с операциями по кредитным деривативам.

Основными формами кредитных деривативов являются кредитные дефолтные свопы, кредитные ноты, возвратные свопы и спредовые опционы.

По мнению А. В. Кавкина, рынок кредитных деривативов следует считать частью мирового рынка ссудных капиталов. Он обосновывает это утверждение следующим образом: «В отечественной литературе мировой рынок

ссудных капиталов (МРСК) традиционно рассматривается как специфическая сфера рыночных отношений, где осуществляется движение денежного капитала между странами на условиях возвратности и уплаты процента и формируется спрос и предложение» [1, с. 15–17]. Однако данное определение не учитывает кардинальные изменения, произошедшие в последние десять лет в рамках процесса интернационализации хозяйственной деятельности.

Значительный вклад в теорию мирового рынка ссудных капиталов внесли работы отечественных ученых-экономистов В. Н. Шенаева «Международный рынок ссудных капиталов» [2] и Д. М. Михайлова «Современные тенденции развития мирового рынка ссудных капиталов» [3]. Глубокий анализ изменений, происходящих в структуре мировой экономики, и сделанные на этой основе выводы позволили сформулировать и теоретически обосновать новый подход к определению МРСК [более подробно см.: 2; 3].

В современных условиях под мировым рынком ссудных капиталов понимают совокупность и взаимное переплетение национальных и международных рынков ссудных капиталов, обеспечивающих направление, аккумуляцию и перераспределение денежных капиталов между субъектами рынка посредством банковских и иных финансовых организаций для целей воспроизводства и достижения нормального соотношения между спросом и предложением капитала [более подробно см.: 3, с. 15–120].

Если ранее в структуре МРСК было принято выделять три основных элемента (рынок капиталов, денежный рынок и финансовый рынок), то современная структура МРСК более многогранна и представлена мировым денежным рынком, мировым рынком капиталов, мировым кредитным рынком, мировым рынком ценных бумаг и мировым рынком производных финансовых инструментов [1, с. 15–17].

Сегодня можно было бы данное определение дополнить или расширить в том смысле, что рынок кредитных деривативов за первое десятилетие XXI в. оформился в самостоятельный рынок, и этот процесс, несмотря на мировой финансовый кризис, вряд ли остановится.

Выделение рынка производных финансовых инструментов в отдельный было вызвано стремительным его ростом с начала 1990-х гг. Особенно быстро росло число различных видов кредитных деривативов, способов инвестирования, и расширялся сам круг участников рынка.

Британская банковская ассоциация, например, при подготовке статистической отчетности в начале 1990-х сделки с кредитными деривативами, ввиду их незначительного количества, просто не показывала. В 1996 г. объем совершенных сделок с данными инструментами составлял уже 180 млрд долл., спустя два года эта цифра почти удвоилась до 350 млрд долл. В 2004 г. – 5,4 трлн долл., в 2007 году – почти 35,0 трлн долл., в 2009 г. – 28 трлн долл. [4], в 2010 г. – 30 трлн долл. [5].

Становление рынка кредитных деривативов, обусловленное отделением кредитного риска от базового актива и превращением его в предмет торговли, позволило сделать рынок кредитных рисков более ликвидным по сравнению с рынком самих базовых активов.

Вторичный рынок кредитов в силу высоких временных и рабочих затрат не отличался высокой ликвидностью. Благодаря появлению кредитных деривативов, а позднее и синтетической секьюритизации¹ однородных кредитов, покупка ценных бумаг, обеспеченных такими кредитами, без перехода права собственности превратилась в одно из основных направлений деятельности инвестиционных фондов.

Отмечая экспоненциальный рост объемов рынка кредитных деривативов, следует отметить, что он происходил в значительной мере за счет развития инструментария, появляющегося в процессе секьюритизации и роста числа участников рынка.

Так, если в начале формирования рынка основными игроками были банки и хедж-фонды, то позднее к ним присоединились страховые компании, пенсионные фонды и другие, более консервативные институциональные инвесторы. Появление же новых производных финансовых инструментов стало отражением того, что секьюритизация все более активно применяется участниками рынка как инструмент для привлечения заемных средств по сравнению с обычным заимствованием средств у банков.

Формально инструменты секьюритизации не являются кредитными деривативами, хотя структурно весьма схожи. Кредитные деривативы и производные финансовые инструменты секьюритизации направлены на обе-

спечение кредитного риска и рефинансирование, то есть имеют общие цели и сходные признаки. Также мы учитываем, что кредитные деривативы являются преимущественно элементами финансовых сделок и стратегий, в частности, используются при синтетической секьюритизации. Анализируя рынок кредитных деривативов в его современном виде, мы сталкивались с тем, что такие организации, как Международная ассоциация по свопам и деривативам (ISDA), Британская банковская ассоциация (BBA), Федеральное управление по надзору за финансовыми услугами Германии (BaFin), публикуя статистику по рынку кредитных деривативов, неизменно включают помимо данных по сделкам с традиционными кредитными деривативами сведения по инструментам синтетической секьюритизации [6].

Разнообразие инструментов обусловлено стремлением инвесторов отыскать эффективные варианты страхования кредитных рисков. Поэтому каждый из продуктов ориентирован сугубо на специфические потребности инвесторов, и этим объясняется их структурное и функциональное различие.

В числе наиболее значимых синтетических или гибридных, как их еще называют, продуктов значатся следующие:

- Облигация, обеспеченная активами, Asset Backed Security, ABS;
- Облигация, обеспеченная ипотекой, Mortgage Backed Security, MBS;
- Облигация, обеспеченная долговыми обязательствами, Collateralized Debt Obligation, CDO;
- Кредитная нота, Credit Linked Note, CLN.

Весной 2009 г. участниками рынка вносились многочисленные изменения в типовые контракты, предпринимались попытки изменить сложившиеся торговые правила и обычаи, чтобы обеспечить большую прозрачность рынка и его целостность, а также за счет стандартизации контрактов сделать первый шаг на пути к централизованному клирингу.

В результате такой активности участников рынка Международная ассоциация свопов и деривативов переработала весной 2009 г. типовой контракт и конкретизировала наступление кредитного события, а также порядок расчетов в этом случае. Раздел в контракте получил название «**Big Bang Protocol**»².

Существовавший на тот момент порядок действий при наступлении кредитного события определялся сторонами контракта – покупателем и продавцом рисков. Обе стороны должны были договориться по вопросу, что они понимают под кредитным событием.

Это могло приводить к ситуациям, когда инвестор, который заключал CDS-контракт с двумя продавцами рисков на один актив, мог с одним продавцом договориться о наступлении кредитного события при

¹ Отличие традиционной секьюритизации от синтетической носит функциональный характер. Так, основной функцией простой секьюритизации является привлечение более дешевых ресурсов, в то время как за счет синтетической секьюритизации достигается хеджирование кредитных рисков.

² Досл.: «протокол Большого взрыва».

одних условиях, а с другим продавцом об этом же он договориться уже не мог. Следствием этого становилось растущее число конфликтов и правовых споров.

Более того, вариант оплаты «платеж и поставка» был самым популярным. Это приводило, как в вышеуказанном случае, к тому, что не все покупатели рисков владели активом, который должен был быть поставлен в качестве компенсации. В связи с этим как следствие возникали невероятные, краткосрочные взлеты цены на те или иные активы.

Чтобы справиться с данной проблемой, и был введен в новый рамочный контракт Big Bang Protocol, а старые контракты дополнены этим протоколом, основными позициями которого стало:

- учреждение Комитета по определению кредитных деривативов (Credit Derivatives Determinations Committee), решение которого должно было заменить двусторонние переговоры по поводу наступления кредитного события;
- введение аукциона в качестве способа решения проблемы оплаты в форме «платеж и поставка»;
- установление «периода обратного отсчета» (Look-back period), то есть определение 6-недельного срока с момента, когда в открытом публичном доступе появилась информация о кредитном событии, в течение которого сторона CDS-контракта вправе требовать исполнения обязательств в свою пользу.

Новый типовый контракт был принят 8 апреля 2009 г. Участники рынка за месяц до этого должны были проинформировать ISDA, согласны ли они перенести на заключенные ранее договоры новые положения контракта. Если обе стороны CDS-контракта выражали свое согласие с новым типовым контрактом, то он заменял подписанный ими старый контракт без учета сроков его действия.

Проведенная в США и проводимая в Европе названная законодательная деятельность способствует лучшему по-

ниманию рынка кредитных деривативов и открывает новые возможности устранения существующих до сих пор проблем. Участники рынка работают над этим в тесном сотрудничестве с законодателями. В ходе такого сотрудничества рынок, очевидно, превращается из сильно децентрализованной в более централизованную структуру.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ И ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Кавкин А. В.* Рынок кредитных деривативов. М.: Экзамен, 2001. 288.
2. *Шенаев В. Н.* Международный рынок ссудных капиталов. М.: Финансы и статистика, 1985. 190 с.
3. *Михайлов Д. М.* Современные тенденции мирового рынка ссудных капиталов. М.: Финансовая академия, 1999.
4. *Mai Ch., Bayer T.* "Urknall" auf dem Derivatemarkt // Financial Times: Deutschland. 2009. 18.06 [Electronische Ressource]. URL: <http://www.ftd.de/finanzen/maerkte/anleihen-devisen/:credit-default-swaps-urknall-auf-dem-derivatemarkt/528870.html> (Zugriffsdatum 17.03.2012).
5. *Muzik P.* Kreditderivate: Blythe Masters' Plan [Electronische Ressource]. URL: http://www.wienerzeitung.at/nachrichten/wirtschaft/international/228476_Kreditderivate-Blythe-Masters-Plan.html (Zugriffsdatum 5.04.2012).
6. British Bankers Association: Credit Derivatives Report / R. Barrett, J. Ewan. London: BBA Enterprises Ltd, 2006.
7. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / под ред. д. э. н. проф. Л. Н. Красавиной. М.: Финансы и статистика, 2008. 576 с.