

ПРАКТИКА ИСПОЛЬЗОВАНИЯ КРЕДИТНЫХ ДЕРИВАТИВОВ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

Наталья Игоревна КРАВЦОВА ^{а*}, Анна Дмитриевна НИКОНОРОВА ^б

^а кандидат экономических наук, доцент кафедры банков, финансовых рынков и страхования, Санкт-Петербургский государственный экономический университет (СПбГЭУ), Санкт-Петербург, Российская Федерация
kravcova.n@unescon.ru
ORCID: отсутствует
SPIN-код: 7067-8406

^б магистрант кафедры банков, финансовых рынков и страхования, Санкт-Петербургский государственный экономический университет (СПбГЭУ), Санкт-Петербург, Российская Федерация
ad.nikonogova@live.unescon.ru
ORCID: отсутствует
SPIN-код: отсутствует

* Ответственный автор

История статьи:

Reg. № 57/2021

Получена 04.02.2021

Получена

в доработанном виде
29.03.2021

Одобрена 12.04.2021

Доступна онлайн

29.06.2021

УДК 336.763.4

JEL: G11, G15, G23

Ключевые слова:

кредитные
деривативы,
фондовый рынок,
кредитный
дефолтный своп

Аннотация

Предмет. Практика использования кредитных деривативов на российском фондовом рынке.

Цели. Выявление проблем и преимуществ российского рынка кредитных деривативов, а также предложение мер совершенствования данного сегмента срочного рынка.

Методология. Использованы логические методы, в частности сравнение и анализ, а также статистические методы.

Результаты. Выявлены проблемы рынка кредитных деривативов, связанные с несовершенством законодательной базы, низкой ликвидностью, спекулятивным характером торговли, отсутствием развитой инфраструктуры внебиржевого рынка. К преимуществам можно отнести надежность участников рынка. Вся необходимая информация по эмитентам доступна внешним пользователям, что позволяет принимать взвешенные решения по сделкам. В качестве мер совершенствования можно предложить внесение понятия «кредитный дериватив» в законодательные акты, расширение списка обстоятельств, признаваемых кредитным событием. Также необходимо создание единой информационной базы, в которой будут содержаться данные по торгуемым инструментам. Это повысило бы интерес к рынку.

Выводы. Результаты могут использоваться при изучении вопросов, касающихся внебиржевых инструментов. Предложенные меры по совершенствованию рынка кредитных деривативов также можно применять в практических целях для совершенствования законодательной базы и развития инфраструктуры рынка.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2021

Для цитирования: Кравцова Н.И., Никонорова А.Д. Практика использования кредитных деривативов на российском фондовом рынке // *Финансы и кредит*. — 2021. — Т. 27, № 6. — С. 1416 — 1440.
<https://doi.org/10.24891/fc.27.6.1416>

На кредитном рынке существует множество факторов риска, которые стремятся минимизировать банковские аналитики. Основной проблемой банков, выдающих кредиты, является ответственность за невозврат средств заемщиком.

Кредитные деривативы были созданы с целью минимизировать риски кредиторов, перенеся риск невозврата средств на инвесторов. Механизм кредитных деривативов позволяет отделить риски от актива, так банки остаются владельцами самих выданных кредитов, однако ответственность за их невозврат переносится на инвесторов, приобретающих данный инструмент.

Специалисты Федеральной резервной системы США определяют кредитные деривативы как забалансовые финансовые инструменты, позволяющие одной стороне (бенифициару) перенести кредитный риск по активу на другую сторону (гаранта), не прибегая к физической продаже актива¹.

Исходя из данных трактовок можно вывести собственное определение кредитного дериватива. Кредитный дериватив — это производный финансовый инструмент, чьим базовым активом могут являться облигации или коммерческие и корпоративные займы, он позволяет продавцу рисков, связанных с кредитной деятельностью, передать данные риски покупателю за определенное вознаграждение.

Отличительной чертой кредитных деривативов является возможность отделить управление риском от владения активами, а, следовательно, торговать риском и активом отдельно.

Основателем современного рынка кредитных деривативов, появившегося в 1993 г., принято считать Питера Хэнхэка из JP Morgan [1]. Сегодня данный сегмент срочного рынка показывает высокие темпы роста. Ряд бирж торгует срочными контрактами на кредитные деривативы. Например, на Eurex торгуется фьючерс, базовым активом которого является индекс Itraxx

¹ Кредитные деривативы — будущее банковского риск-менеджмента. URL: https://gaap.ru/articles/kreditnye_derivativy_budushchee_bankovskogo_risk_menedzhmenta

Europe 5-year index. Этот индекс является к тому же наиболее торгуемым инструментом на внебиржевом рынке².

Основными участниками рынка выступают банки, а также финансовые и страховые компании. Рынок возник как биржевой, однако развивается по пути стандартизации основных разновидностей контрактов. В качестве контролирующего органа выступает Международная ассоциация участников рынка свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association — ISDA).

Кредитные деривативы открыли инвесторам доступ к кредитным рискам. Ранее они были доступны лишь банкам на рынке межбанковских кредитов. Помимо этого, кредитные деривативы позволили адресно формировать кредитные риски в соответствии с предпочтениями различных категорий инвесторов.

Также можно выделить следующие преимущества кредитных деривативов:

- возможность хеджировать риски различных типов, что дает возможность участникам рынка более эффективно управлять своими инвестициями;
- повышение ликвидности финансового рынка с помощью торговли рисками, ранее неторгуемыми из-за низкой ликвидности;
- более низкие операционные затраты по сравнению с затратами на сделки с базовыми инструментами, однако данное преимущество зависит от относительной ликвидности рынков базовых и производных инструментов, поэтому не всегда работает.

Вместе с очевидными преимуществами кредитный дериватив может принести риск для рынка. Так как данный инструмент имеет спекулятивную составляющую, объем рынка кредитного дериватива может в разы превышать объем рынка обязательства, выступающего базовым активом. В случае дефолта эмитента продавцы кредитных деривативов могут стать должниками огромной суммы, намного превышающей общее количество долгов эмитента [2].

Принято считать, что распространение кредитных дефолтных свопов (Credit Default Swap, CDS) на американском рынке повлекло за собой финансовый кризис 2008 г. Этому мнения придерживается и Д.А. Григорьев³. Однако Н.Н. Рубцов выделяет основной причиной кризиса именно целенаправленное

² Общая характеристика кредитных деривативов. URL: <http://economics.studio/tsennyie-bumagi/obschaya-harakteristika-kreditnyih-57887.html>

развитие теневого банкинга [3], а Д.М. Шебзухова отмечает, что кредитные деривативы являлись лишь одной из восьми причин кризиса [4]. Таким образом, можно сказать, что кредитные деривативы стали лишь инструментом, который ускорил дестабилизацию финансовой системы. По данным ISDA, к концу 2007 г. номинальная стоимость обращающихся на рынке CDS в 1,3 раза превышала объем мирового ВВП за аналогичный период и составила 62,2 трлн долл. США [5].

Существует несколько подходов к классификации кредитных деривативов. Банк международных расчетов предлагает следующую классификацию, в основе которой лежит деление по количеству базовых активов:

- простые инструменты (single-name) — в данную группу деривативов входят инструменты с однородными базовыми активами, которые зачастую могут быть выпущены одним контрагентом. То есть в их основе лежит либо единственный базовый актив, либо совокупность одинаковых базовых активов одного контрагента (например, портфель облигаций, выпущенных одной компанией). К данному виду кредитных деривативов можно отнести кредитный дефолтный своп, кредитный свопцион, своп на общую суммарную доходность (Total Return Swap, TRS) и дефолтный своп на акции (Equity Default Swap, EDS);
- сложные инструменты (multi-name) — в данную группу деривативов входят инструменты, базовыми активами которых выступают портфели различных активов, выпущенных разными контрагентами. К ним можно отнести корзинный кредитный дефолтный своп, портфельный дефолтный своп и CDS-индексы.

Однако некоторые авторы не согласны с данным подходом. Например, И.М. Карпов выделяет еще одну группу деривативов — смешанные инструменты [5], к которым относятся продукты секьюритизации, например обеспеченное долговое обязательство (Collateralized debt obligation, CDO) и кредитные ноты [6]. Выделение дополнительной группы в классификации кредитных деривативов обосновывается тем, что входящие в данную группу инструменты могут быть отнесены как к группе простых инструментов, так и к группе сложных инструментов, не меняя при этом механизма функционирования. Например, CDO может выпускаться и на один CDS, и на пул CDS.

³ Григорьев Д.А. Влияние рынка кредитно-дефолтных свопов на банковскую систему // Новая наука: от идеи к результату. 2017. № 1-1. С. 166—170.

В России получили распространение такие виды кредитных деривативов, как CDS и кредитная нота, причем последняя начала использоваться лишь с 2018 г.⁴. Для дальнейшего анализа необходимо дать определения данных инструментов.

Кредитный дефолтный своп — это соглашение, по которому продавец кредитной защиты принимает на себя кредитный риск по определенному финансовому активу, принадлежащему покупателю кредитной защиты. В обмен на защиту от риска покупатель выплачивает продавцу премию. При наступлении установленного кредитного события (дефолта) продавец кредитной защиты обязан выплатить компенсацию покупателю финансовой защиты. Данная выплата отражает разность между номинальной стоимостью финансового актива и его рыночной стоимостью на момент кредитного события.

Из определения CDS видно, что данный инструмент выступает в роли страховки. Так, инвестор, сомневающийся в финансовом положении эмитента финансового актива, может купить своп на приобретенные ценные бумаги и таким образом застраховать свои вложения. Премия, которую покупатель выплачивает продавцу, аналогична страховой премии. В случае дефолта эмитента продавец свопа погашает долг по застрахованным ценным бумагам. Стоит отметить, что технический дефолт также является кредитным событием.

По аналогии с классическим процентным свопом кредитный дефолтный своп состоит из фиксированной и плавающей частей. Фиксированная часть — это премия, выплачиваемая продавцу покупателем за риски. Выплаты премии прекращаются при наступлении кредитного события. Плавающая часть — это выплата продавцом покупателю в случае наступления кредитного события до завершения срока действия контракта. С помощью нее покупатель может компенсировать убытки, понесенные в результате наступления кредитного события.

Кредитная нота — инструмент, выпускаемый банком-эмитентом, представляющий собой гибрид стандартной процентной ценной бумаги и оговариваемого условия, которое определяет кредитный риск.

Также стоит подробнее рассмотреть обеспеченное долговое обязательство, которое имеет спорный статус, поскольку некоторые эксперты относят

⁴ До М.Ю. Регулирование кредитных деривативов по праву Российской Федерации // Актуальные проблемы юриспруденции: сборник статей по материалам XXXIV международной научно-практической конференции. Новосибирск: Сибирская академическая книга, 2020. С. 58—63.

его к структурированным продуктам из-за того, что для его создания используются различные виды активов.

Обеспеченное долговое обязательство — это фонд, состоящий из множества активов, которые в зависимости от степени риска разделяются на классы. В верхний класс (senior notes) входят активы с самым высоким рейтингом. Далее идет класс активов с рейтингом от А до В по шкале S&P (mezzanine notes). Нижний класс (equity notes) представлен наиболее рисковыми активами.

Принцип действия обеспеченного долгового обязательства заключается в следующем. Если в течение срока действия фонда по базовому обеспечению не произошли кредитные события, то в конце инвесторы получают все причитающиеся выплаты. Если же по каким-либо активам наступает дефолт или прекращаются выплаты процентов, то инвесторы получают меньше денежных средств, при этом выплаты по активам начнутся с высшего транша.

Далее необходимо определить правовой статус кредитных деривативов в России.

Кредитные деривативы относятся к производным финансовым инструментам. Их определение содержится в п. 23 ч. 1 ст. 2 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Определение кредитного дефолтного свопа появляется в российском законодательстве впервые в проекте приказа ФСФР от 31.07.2013⁵, однако в итоговой версии приказа определение отсутствует⁶. В 2015 г. положение о кредитно-дефолтных свопах было включено в Указание Банка России № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов». Также в данном Указании содержится определение кредитного дериватива.

В международной практике регулирование сделок с CDS осуществляется по стандартам ISDA, контрагенты отчитываются по сделкам с ними перед репозитарием в том же порядке, что и по другим внебиржевым производным инструментам.

Практика показывает, что регулирование сделок с кредитными деривативами должно быть регламентировано на законодательном уровне,

⁵ Обзор рисков финансовых рынков.

URL: http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/8858/ORFR_2018-02.pdf

⁶ Приказ ФСФР России от 30.07.2013 № 13-65/пз-н «О порядке открытия и ведения держателями реестров владельцев ценных бумаг лицевых и иных счетов и о внесении изменений в некоторые нормативные правовые акты Федеральной службы по финансовым рынкам».

так как при отсутствии законодательного регулирования возникают сложности в решении споров между сторонами сделок, а также проблемы при классификации сделок в судебной практике [7].

Кредитный дериватив можно классифицировать как гражданско-правовую сделку, поскольку в отношении способов обеспечения обязательств, основания прекращения обязательств и иных аспектов применяются положения Гражданского кодекса РФ (ГК РФ). Соответственно, наиболее удачным вариантом законодательного регулирования является закрепление положений по данным сделкам в самом Кодексе. Федеральным законом от 08.03.2015 № 42-ФЗ «О внесении изменений в часть первую Гражданского кодекса Российской Федерации» в ГК РФ были добавлены положения, касающиеся опциона на заключение договора (п. 2 ст. 429) и опционного договора (п. 3 ст. 429).

Однако модель регулирования по п. 2 ст. 429 ГК РФ нельзя полностью сопоставить с положениями, закрепленными в упомянутом ранее Указании Банка России и Федеральном Законе «О рынке ценных бумаг». Конфликт заключается в том, что регулирование по ГК предоставляет право заключения одного или нескольких договоров, но не право требовать уплаты денежной суммы в зависимости от изменения обстоятельств (наступления кредитного события).

Более удачным вариантом регулирования сделок по кредитным деривативам является рассмотрение контракта в качестве опционного договора по п. 3 ст. 429 ГК РФ. В данном случае стороне предоставляется право требовать исполнения обязательств по заключенному договору. Исполнение в таком случае может быть фактическим (передача имущества) или расчетным (передача денежных средств). Таким образом, регулирование сделок с кредитными деривативами по данной модели позволяет требовать уплаты денежных средств при наступлении определенных обстоятельств взамен на выплату премии. Виды обстоятельств, при которых можно требовать уплаты средств, определены в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг», а также в Указании Банка России, упомянутом ранее. При этом дериватив, регулируемый по данной модели, следует признать расчетным, так как в конце происходит выплата денежных средств, а не физическая поставка актива. Для регулирования расчетных деривативов по данной модели происходит согласование соответствующих виду дериватива условий. Например, в рамках кредитного дериватива обстоятельство, предполагающее поставку актива — неисполнение кредитного обязательства должником или иное кредитное событие.

Стоит отметить, что в законодательстве не содержится четкого определения кредитного события, поэтому в отдельных случаях необходимо обращаться к нормам саморегулирования. В 2015 г. НАУФОР совместно с иными ассоциациями разработала Стандартные условия кредитных производных сделок⁷, в которых в качестве кредитного дериватива выделяют такие обстоятельства, как банкротство, дефолт по обязательству, отказ от исполнения обязательства и т.д.

Судебная практика показывает, что при удовлетворении требования о выплате денежных средств по сделкам с кредитными деривативами решающим фактором является правильное определение обстоятельства, приводящего к праву требовать выплаты. При этом остается вопрос, можно ли считать кредитным событием не только факты правового изменения обязательств или отказа от обязательств, но и факты стоимостного изменения базовых активов. Указание Банка России и нормативный акт НАУФОР не содержат информации по данному вопросу.

Базельский комитет по банковскому надзору отмечает, что лишь 33% убытков инвесторов связаны с реальными дефолтами, в остальных случаях убытки были связаны с корректировкой стоимости базового актива и не были полностью покрыты⁸. Действующая система регулирования не принимает во внимание потери рыночной стоимости, не связанные с событиями дефолта, таким образом, кредитный риск остается не покрытым полностью.

Из анализа законодательного регулирования становится ясно, что специфика кредитных деривативов требует совершенствования законодательной базы. Далее мы рассмотрим проблемы рынка кредитных деривативов более подробно.

Теперь необходимо обратиться к статистическим данным российского рынка кредитных деривативов. Рассмотрим структуру рынка российских CDS. Данные представлены на *рис. 1*.

Из представленных данных видно, что более половины торгуемых на рынке CDS являются свопами на единственного заемщика (инструмент *single-name*). При этом высокий процент расчетного типа контрактов (95%)

⁷ Стандартные условия кредитных производных сделок 2015 г.
URL: <http://spfi.info/files/StandartnieUsloviyaKPS2015.pdf>

⁸ До М.Ю. Регулирование кредитных деривативов по праву Российской Федерации // Актуальные проблемы юриспруденции: сборник статей по материалам XXXIV международной научно-практической конференции. Новосибирск: Сибирская академическая книга, 2020. С. 58–63.

говорит о спекулятивном характере большинства сделок, несмотря на то что рынок CDS является внебиржевым [8].

Основными продавцами кредитных деривативов на российском рынке выступают частные банки, основные покупатели — иностранные компании, нерезиденты⁹. Из-за внебиржевого характера рынка данные по многим торгуемым инструментам отсутствуют, наиболее доступная статистика представлена по CDS на Министерство финансов РФ. Данные по российским корпоративным CDS представлены в зарубежных источниках, что подтверждает информацию о востребованности этих инструментов среди иностранных инвесторов. Таким образом, можно выявить проблему низкой ликвидности и узкой направленности российского рынка кредитных деривативов.

Проанализируем взаимосвязь вероятности дефолта по пятилетним российским CDS и объемам выданных частному сектору кредитов. Данные представлены на *рис. 2*.

Статистические данные наглядно показывают стабильный рост объема выданных кредитов, даже последний экономический кризис на фоне пандемии оказал слабое влияние на динамику роста. Этот факт указывает на перспективность развития кредитных деривативов в условиях российской экономики.

Динамика вероятности дефолта более чувствительна к экономической нестабильности. В период с февраля по апрель 2020 г. вероятность дефолта увеличивается высокими темпами, однако затем снова начинается снижение, что может говорить об адаптации экономики к новым условиям.

Большая доля свопов на единственного заемщика среди торгуемых инструментов объясняется тем, что своп на Минфин России является наиболее распространенным инструментом на рынке¹⁰. Данный инструмент позволяет хеджировать риски по российским еврооблигациям, а кредитное событие связано с состоянием суверенного долга государства.

На *рис. 3* представлены данные по динамике цен пятилетнего CDS на Минфин России и динамике спреда еврооблигаций Россия-30 со ставкой купона 7,5% (XS0114288789). Данная еврооблигация была выбрана для анализа из-за того, что она выступает базовым активом у большого объема

⁹ Обзор рисков финансовых рынков.

URL: http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/8858/ORFR_2018-02.pdf

¹⁰ Обзор рисков финансовых рынков.

URL: http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/8858/ORFR_2018-02.pdf

торгуемых на рынке свопов. T-spread показывает разность между доходностью выпуска анализируемых еврооблигаций и доходностью по государственным бумагам США с сопоставимой модифицированной дюрацией.

Так как T-spread довольно чувствителен к экономическим событиям, на протяжении исследуемого периода могут наблюдаться значительные колебания. Для уменьшения чувствительности к колебаниям было принято решение построить скользящую среднюю по 3 периодам (где 1 период — 1 месяц). Таким образом, случайные колебания были устранены. Сравнение динамики скользящей средней по спреду еврооблигаций и динамики цены CDS позволяет сделать вывод о том, что колебания показателей довольно похожи. То есть в периоды экономической стабильности спред между российскими еврооблигациями и американскими казначейскими облигациями уменьшается, так как риски при инвестировании в данные облигации сокращаются, а соответственно, уменьшается их доходность. Падение цен CDS происходит из-за того, что снижаются экономические риски и пропадает потребность в страховании капитала. В периоды экономической нестабильности появляется риск неопределенности и наблюдается противоположная ситуация — растут цены на CDS и увеличивается спред российских еврооблигаций.

Далее рассмотрим взаимосвязь стоимостей пятилетней CDS и курса рубль/доллар. Валютный курс здесь выступает в роли макроэкономического индикатора финансового рынка. Данные представлены на *рис. 4*.

Данное сравнение подтверждает сделанное ранее предположение о том, что цены на CDS и экономическое положение страны взаимосвязаны. По представленным данным можно отследить, как менялась экономическая ситуация в России. С 2016 по 2018 г. наблюдается как снижение валютного курса, так и цен CDS, что связано с восстановлением экономики после финансового кризиса 2014 г. Рост цен в 2018 г. можно объяснить возрастающим риском смены политической обстановки — ужесточение санкций со стороны США, ликвидация Резервного Фонда, создание проекта по реформированию пенсионной системы. Далее ситуацию удалось стабилизировать и следующий скачок курса и роста цен связан уже с экономическим кризисом из-за пандемии коронавируса в 2020 г., а также неудачными переговорами ОПЕК весной 2020 г.

Стоит отметить, что динамику цен по государственным CDS можно интерпретировать как страновой риск. Чем выше цена по инструменту, тем выше риск. Для подтверждения данного предположения обратимся к

динамике зарегистрированных сделок по CDS за последние два года. Она отражена на *рис. 5*.

Из представленных данных видно, что повышение количества зарегистрированных сделок наблюдается в месяцы повышенного странового риска. Также можно отметить, что со временем увеличивается средний объем одной сделки. Сложность интерпретации результатов заключается в том, что Национальный расчетный депозитарий раскрывает объем торгов лишь в том случае, если в месяц количество сделок превышало 10 шт.

Далее обратимся к зарубежным источникам и посмотрим взаимосвязь цен CDS крупных российских корпораций и цен акций этих корпораций. Для этого проанализируем данные по Газпрому как по представителю нефтегазового сектора (который в период последнего кризиса был подвержен довольно сильному спаду), а также проанализируем данные по ВТБ как по представителю финансового сектора (он имеет меньшую чувствительность к макроэкономическим колебаниям).

Для начала проанализируем данные, связанные с Газпромом. На *рис. 6* представлена динамика цены CDS и цены акций Газпрома до пандемии.

Проанализировав данные, представленные на *рис. 6*, мы можем сделать вывод о том, что цена акций и цена CDS Газпрома имеют отрицательную взаимосвязь — на протяжении всего исследуемого периода цена акций растет с незначительными колебаниями, в то время как цена CDS снижается с незначительными колебаниями.

Далее рассмотрим данные, связанные с ВТБ. На *рис. 7* представлена динамика цены CDS и цены акций ВТБ в период до пандемии.

В случае с ВТБ взаимосвязь между ценой акций и ценой CDS не такая очевидная как в случае с Газпромом. Можно предположить, что в период с июня по декабрь 2018 г. цена акций снижалась, при этом цена CDS росла. Затем цена акций начала расти, в то время как цена CDS начала падать. При этом следует отметить, что если цена акций ВТБ фактически движется в ценовом диапазоне примерно 1,1—1,6 долл. США, то цена CDS с декабря 2018 г. по январь 2020 г. опустилась значительно ниже, и здесь ценовой коридор отсутствует.

Анализ российского рынка кредитных деривативов выявил следующие проблемы:

- несовершенство законодательной базы — торговля инструментами недостаточно регламентирована, фактически сделки по кредитным дериватам рассматриваются как сделки по классическим свопам;
- низкая ликвидность рынка — рынок ориентирован на зарубежных инвесторов, низкий спрос на торгуемые инструменты из-за недостаточной финансовой грамотности российских инвесторов;
- спекулятивный характер торговли — данная проблема характерна для всего российского срочного рынка, однако внебиржевой характер инструментов предполагает их основное применение в качестве инструментов хеджирования;
- отсутствие развитой инфраструктуры для обращения внебиржевых инструментов — низкая информационная доступность по представленным инструментам и статистике торгов, отсутствие централизованного клиринга.

Несмотря на выявленные проблемы, рынок кредитных деривативов имеет большой потенциал. В пользу этого можно указать сильные стороны рынка. Сюда относятся участники с высокой финансовой устойчивостью — эмитентами инструментов являются крупные российские компании, а также Министерство финансов РФ, покупателями выступают нерезиденты и крупные отечественные институциональные инвесторы. Помимо этого, стоит отметить прозрачность отчетности и доступность информации по эмитентам инструментов (но не по самим инструментам).

В условиях роста экономической неопределенности, обострения торговых войн и нестабильной политической ситуации число рисков на мировом рынке увеличивается, а следовательно, повышается спрос на инструменты, способные уменьшить данные риски. Рынок кредитных деривативов обладает большим потенциалом, для реализации которого необходимы определенные преобразования, направленные на решение перечисленных ранее проблем.

В качестве мер совершенствования можно предложить внесение в законодательную базу поправок, касающихся исчерпывающего перечня обстоятельств, признающих кредитным событием. Необходимо добавить положения, признающие кредитным событием факты стоимостного изменения активов, например снижение стоимости базового актива до определенной отметки.

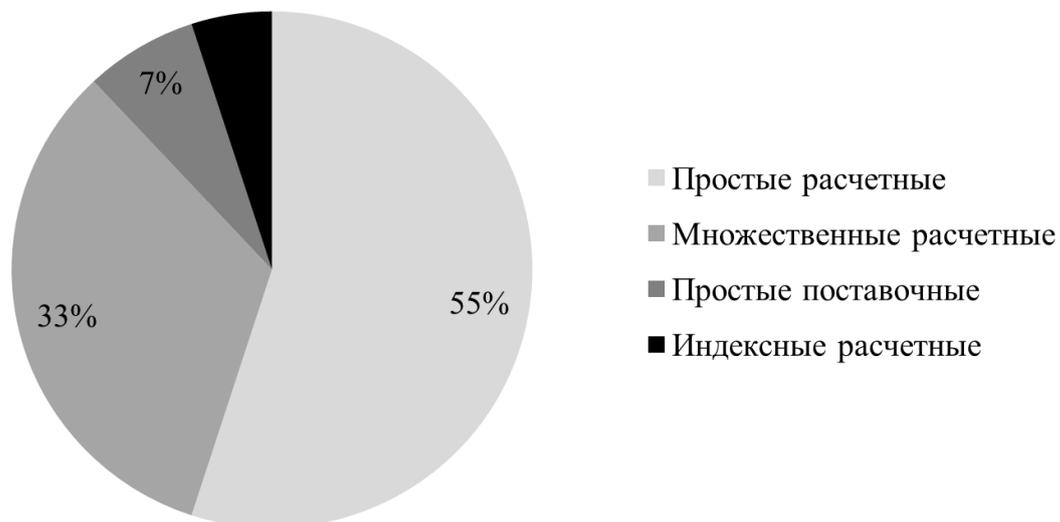
Некоторые исследователи говорят о необходимости создания специализированной площадки по торговле внебиржевыми инструментами для популяризации инструментов среди обычных инвесторов [9], однако данная мера нецелесообразна из-за самого характера кредитного дериватива — торговля данными инструментами в целях хеджирования необходима инвесторам с достаточно большим капиталом, которые заключают сделки довольно редко. И.Р. Ипатьев в своем исследовании [10] на основе опроса реальных участников рынка также не выделяет создание специальной площадки для торговли в качестве первостепенной задачи.

Низкая информационная доступность кредитных деривативов требует создания единой информационной базы, в которой содержались бы необходимые сведения о торгуемых инструментах.

С учетом повышения спроса на кредитование в условиях падения реальных доходов и экономической нестабильности развитие рынка кредитных деривативов может способствовать росту кредитования реального сектора, в том числе снижению уровня кредитного риска и диверсификации кредитных портфелей банков. Если принять во внимание мировой опыт использования кредитных деривативов, то их правильное использование способно принести пользу как продавцам кредитной защиты — банкам, так и покупателям — инвесторам.

Рисунок 1
Структура рынка CDS на 31.12.2018, %

Figure 1
The CDS market structure as of December 31, 2018, percentage



Источник: Стандартные условия кредитных производных сделок 2015 г.
URL: <http://spfi.info/files/StandartnieUsloviyaKPS2015.pdf>

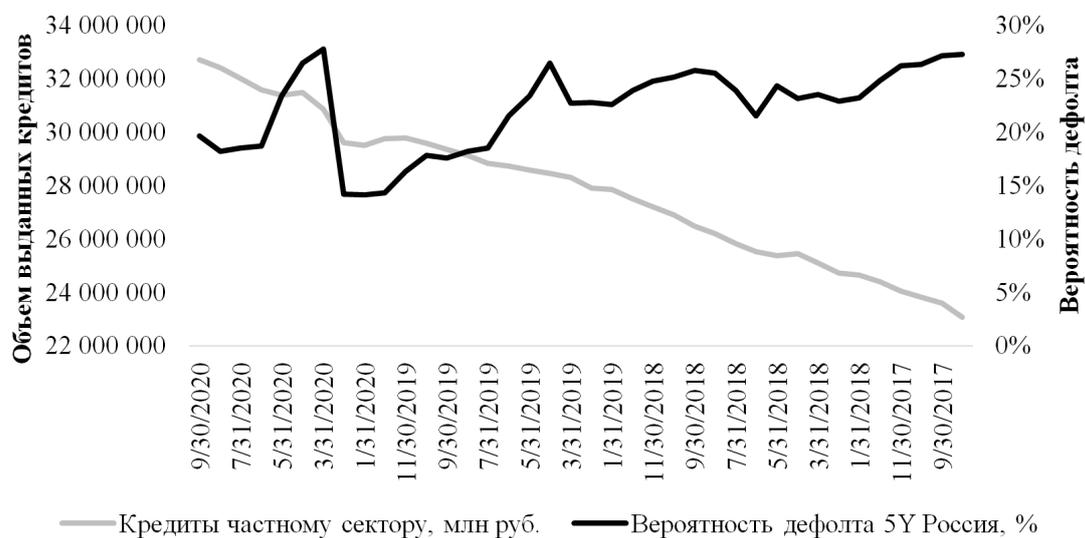
Source: Standard Terms of Credit Derivative Transactions 2015.
URL: <http://spfi.info/files/StandartnieUsloviyaKPS2015.pdf>

Рисунок 2

Динамика выданных кредитов частному сектору и вероятность дефолта по 5-летним российским CDS в период с 01.08.2017 по 21.12.2020

Figure 2

Changes in loans granted to the private sector and the probability of default on five-year Russian CDS within the period from August 1, 2017 to December 21, 2020



Источник: CBonds. URL: <http://ru.cbonds.info>

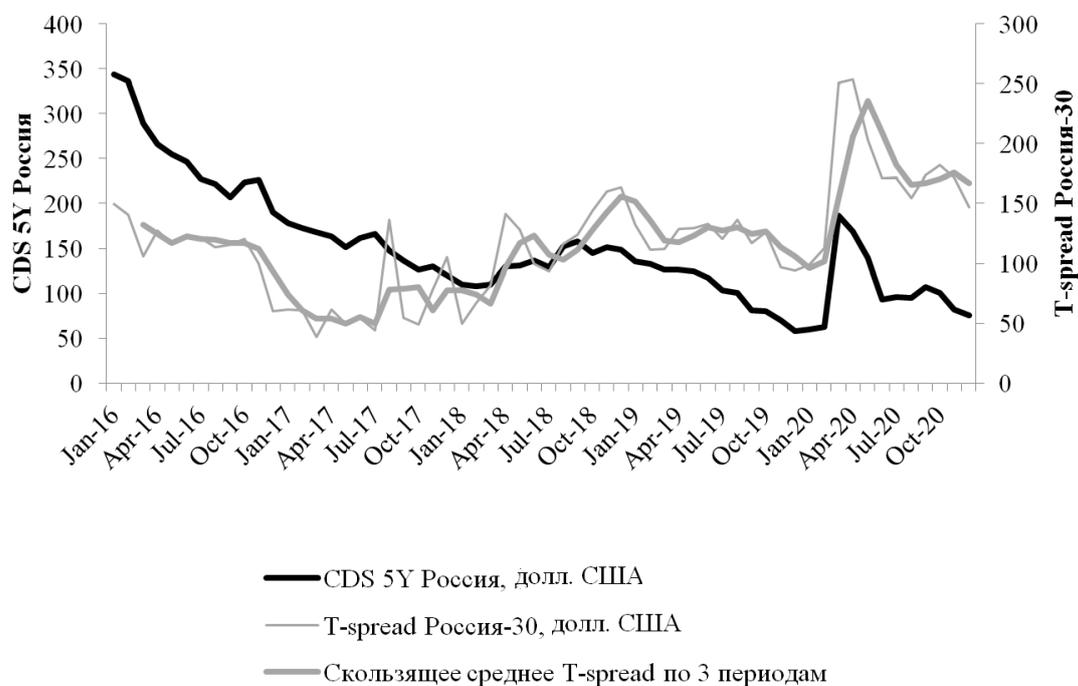
Source: CBonds. URL: <http://ru.cbonds.info>

Рисунок 3

Динамика цены еврооблигаций Россия-30 и цены 5-летней CDS на Минфин России в период с 01.01.2016 по 18.12.2020

Figure 3

The Eurobonds Russia-30 and five-year CDS price movements for the Ministry of Finance of the Russian Federation within the period from January 1, 2016 to December 18, 2020



Источник: CBonds. URL: <http://ru.cbonds.info>

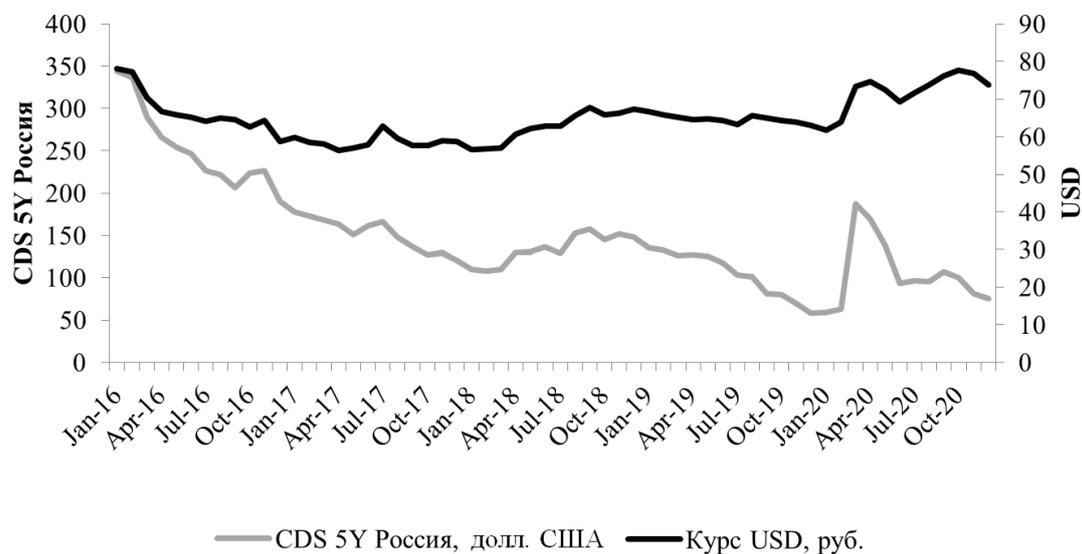
Source: CBonds. URL: <http://ru.cbonds.info>

Рисунок 4

Динамика курса рубль/доллар и цены 5-летних CDS на Минфин России в период с 01.01.2016 по 18.12.2020

Figure 4

The RUB/USD rate and five-year CDS price movements for the Ministry of Finance of the Russian Federation within the period from January 1, 2016 to December 18, 2020



Источник: CBonds. URL: <http://ru.cbonds.info>

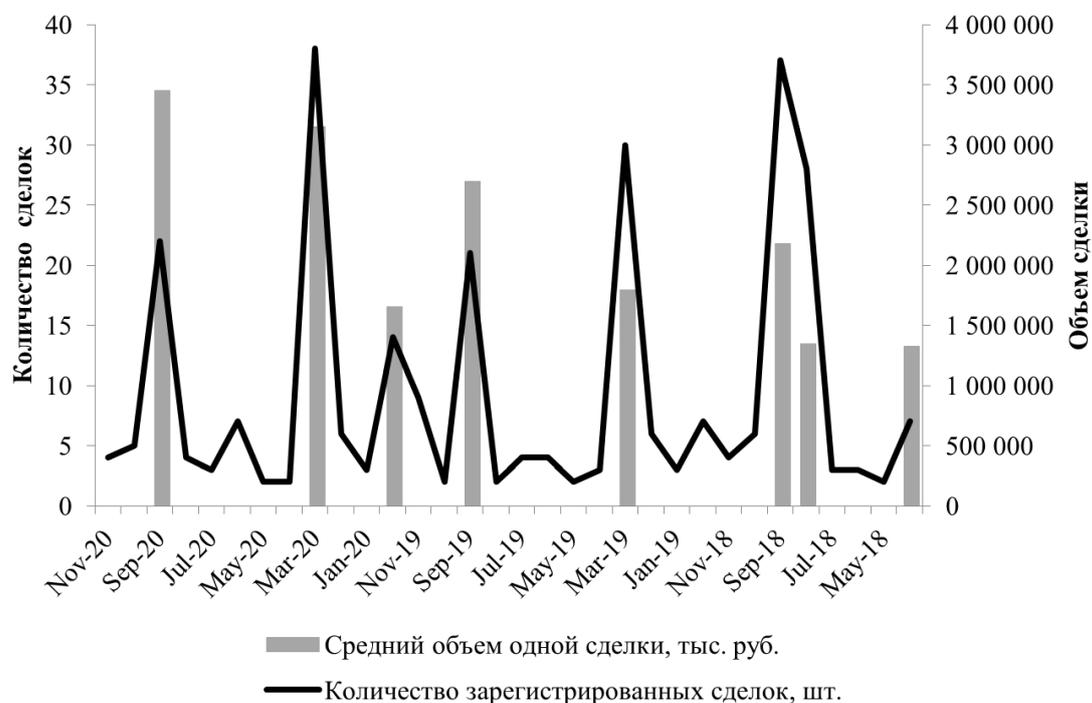
Source: CBonds. URL: <http://ru.cbonds.info>

Рисунок 5

Количество зарегистрированных сделок по CDS в период с 01.04.2018 по 31.11.2020, шт.

Figure 5

The number of registered CDS transactions within the period from April 1, 2018 to November 31, 2020



Источник: GAZPROM 5Y Credit Default Swaps Historical Prices.

URL: <https://www.assetmacro.com/russia/credit-default-swaps-cds/gazprom-credit-default-swaps-gazpru-5y-cds>

Source: GAZPROM 5Y Credit Default Swaps Historical Prices.

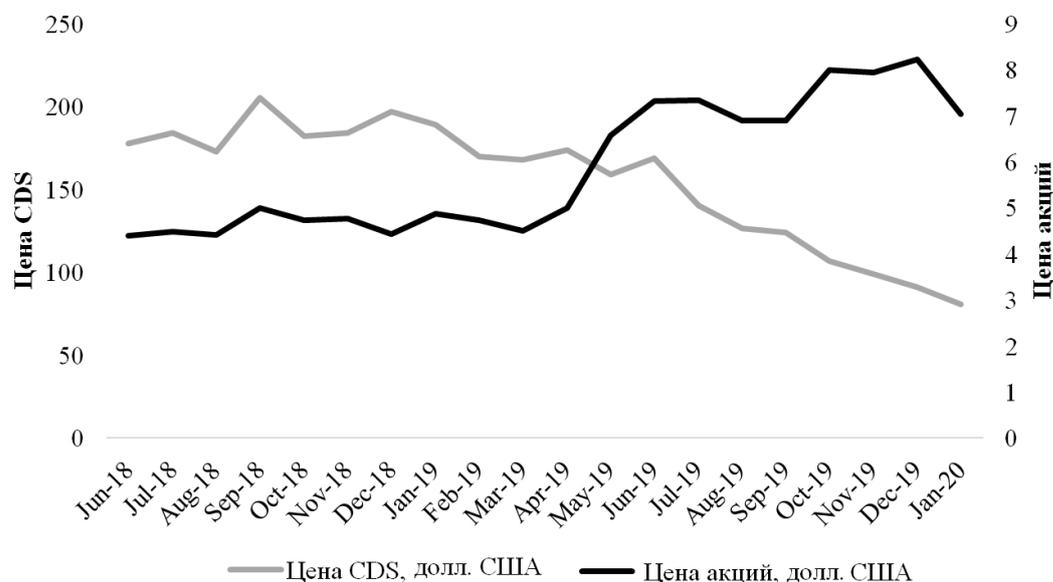
URL: <https://www.assetmacro.com/russia/credit-default-swaps-cds/gazprom-credit-default-swaps-gazpru-5y-cds>

Рисунок 6

Динамика цены CDS Газпрома и цены акций Газпрома в период с 01.06.2018 по 31.01.2020

Figure 6

Movements of Gazprom CDS and Gazprom share prices within the period from June 1, 2018 to January 31, 2020



Источник: GAZPROM 5Y Credit Default Swaps Historical Prices.

URL: <https://www.assetmacro.com/russia/credit-default-swaps-cds/gazprom-credit-default-swaps-gazpru-5y-cds>

Source: GAZPROM 5Y Credit Default Swaps Historical Prices.

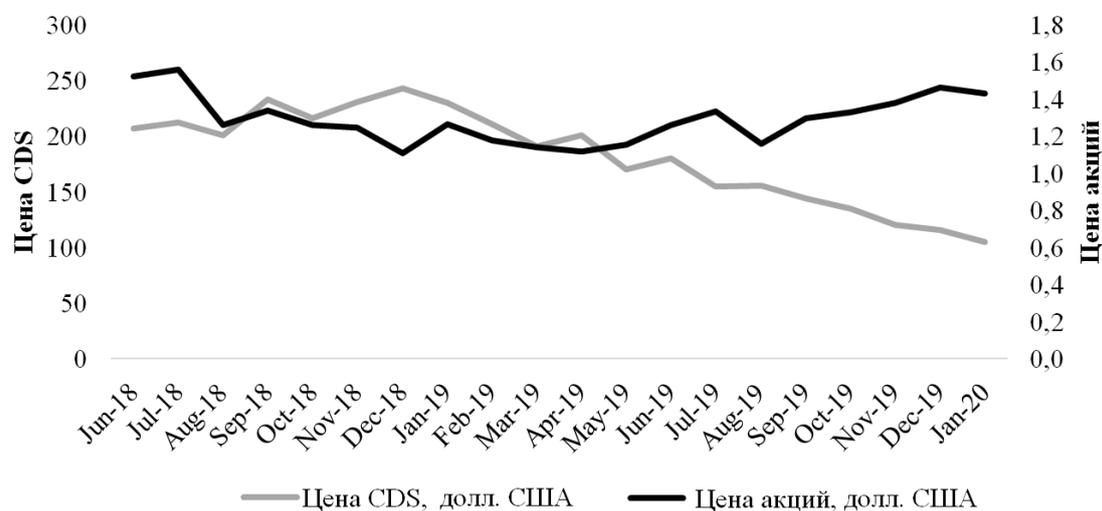
URL: <https://www.assetmacro.com/russia/credit-default-swaps-cds/gazprom-credit-default-swaps-gazpru-5y-cds>

Рисунок 7

Динамика цены CDS ВТБ и цены акций ВТБ в период с 01.06.2018 по 31.01.2020

Figure 7

Movements of VTB CDS and VTB share prices within the period from June 1, 2018 to January 31, 2020



Источник: VTB Bank 5Y Credit Default Swaps Historical Prices.

URL: <https://www.assetmacro.com/russia/credit-default-swaps-cds/vtb-bank-credit-default-swaps-vtb-5y-cds>

Source: VTB Bank 5Y Credit Default Swaps Historical Prices.

URL: <https://www.assetmacro.com/russia/credit-default-swaps-cds/vtb-bank-credit-default-swaps-vtb-5y-cds>

Список литературы

1. Аюпов А.А. Производные финансовые инструменты: обращение и управление. Тольятти: ТГУ, 2007. 184 с.
2. Адамова К.Р., Анненская Н.Е. Использование деривативов в современных практиках кредитования // *Финансовые рынки и банки*. 2019. № 4. С. 89—94. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ispolzovanie-derivativov-v-sovremennyh-praktikah-kreditovaniya>
3. Рубцов Н.Н. Теневой банкинг и его роль в современной мировой финансовой системе // *Креативная экономика*. 2016. Т. 10. № 6. С. 577—600. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/tenevoy-banking-i-ego-rol-v-sovremennoy-mirovoy-finansovoy-sisteme>
4. Шебзухова Д.М. Глобальный рынок деривативов: биржевые и внебиржевые финансовые производные инструменты // *Инновации и инвестиции*. 2017. № 3. С. 57—63. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/globalnyy-rynok-derivativov-birzhevye-i-vnebirzhevye-finansovye-proizvodnye-instrumenty>
5. Карпов И.М. Кредитные деривативы и их использование в секьюритизации // *Контентус*. 2019. № 4. С. 81—90. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kreditnye-derivativy-i-ih-ispolzovanie-v-sekyuritizatsii>
6. Южакова О.А. Место кредитных нот в системе финансовых инструментов рынка ценных бумаг и особенности регулирования операций с нотами // *Вестник РЭА им. Г.В. Плеханова*. 2017. № 2. С. 74—80. URL: <https://vest.rea.ru/jour/article/view/270>
7. Колесникова Е.Г. Обеспечительная сделка «Кредитный дефолтный своп»: риск переквалификации в договор поручительства // *Актуальные проблемы российского права*. 2019. № 2. С. 70—75. URL: <https://doi.org/10.17803/1994-1471.2019.99.2.070-075>
8. Рогозин С.С. Современное состояние рынка кредитных деривативов в России // *Финансы и управление*. 2019. № 2. С. 118—128. URL: <https://doi.org/10.25136/2409-7802.2019.2.29875>
9. Максимов Н.А., Рябинина Е.В. Реформирование внебиржевого рынка ПФИ в России // *Экономика и бизнес: теория и практика*. 2020. № 2-2. С. 23—30. URL: <https://doi.org/10.24411/2411-0450-2020-10117>

10. *Ипатъев И.Р.* Управление рисками и основные проблемы использования внебиржевых производных финансовых инструментов. Страхование опционных позиций // *Финансовые рынки и банки*. 2020. № 3. С. 144–150. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/upravlenie-riskami-i-osnovnyye-problemy-ispolzovaniya-vnebirzhevyyh-proizvodnyh-finansovyh-instrumentov-strahovanie-optsiionnyh>

Информация о конфликте интересов

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

RUSSIAN STOCK MARKET: THE PRACTICE OF USING CREDIT DERIVATIVES

Natal'ya I. KRAVTSOVA ^{a,*},
Anna D. NIKONOROVA ^b

^a Saint-Petersburg State Economic University (SPbSEU),
St. Petersburg, Russian Federation
kravcova.n@unecon.ru
ORCID: not available

^b Saint-Petersburg State Economic University (SPbSEU),
St. Petersburg, Russian Federation
ad.nikonorova@live.unecon.ru
ORCID: not available

* Corresponding author

Article history:

Article No. 57/2021
Received 4 Feb 2021
Received in revised
form 29 March 2021
Accepted 12 April 2021
Available online
29 June 2021

JEL classification:

G11, G15, G23

Keywords: credit-linked derivatives, equities market, credit default swap

Abstract

Subject. This article explores the practice of using credit derivatives in the Russian stock market.

Objectives. The article aims to identify the problems and advantages of the Russian credit derivatives market, and propose certain improvements concerning this derivatives market segment.

Methods. For the study, we used analysis, comparison, and statistical methods.

Results. The article describes the problems and advantages of using credit derivatives in the Russian stock market and proposes certain activities to improve this segment of the market.

Conclusions. The results obtained can be used by students and university staff to study over-the-counter derivatives. The proposed measures to improve the credit derivatives market can also be applied for practical purposes to improve the legislative framework and develop the market infrastructure.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2021

Please cite this article as: Kravtsova N.I., Nikonorova A.D. Russian Stock Market: The Practice of Using Credit Derivatives. *Finance and Credit*, 2021, vol. 27, iss. 6, pp. 1416–1440.
<https://doi.org/10.24891/fc.27.6.1416>

References

1. Ayupov A.A. *Proizvodnyye finansovye instrumenty: obrashchenie i upravlenie* [Financial derivatives: circulation and management]. Togliatti, TSU Publ., 2007, 184 p.

2. Adamova K.R., Annenskaya N.E. [Use of derivatives in modern lending practices]. *Finansovye rynki i banki = Financial Markets and Banks*, 2019, no. 4, pp. 89–94. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ispolzovanie-derivativov-v-sovremennyh-praktikah-kreditovaniya> (In Russ.)
3. Rubtsov N.N. [Shadow banking and its role in the modern global financial system]. *Kreativnaya ekonomika = Journal of Creative Economy*, 2016, vol. 10, no. 6, pp. 577–600. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/tenevoy-banking-i-ego-rol-v-sovremennoy-mirovoy-finansovoy-sisteme> (In Russ.)
4. Shebzukhova D.M. [Global market of derivatives: exchange and off-exchange financial derivative instruments]. *Innovatsii i investitsii = Innovation and Investment*, 2017, no. 3, pp. 57–63. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/globalnyy-rynok-derivativov-birzhevye-i-vnebirzhevye-finansovye-proizvodnye-instrumenty> (In Russ.)
5. Karpov I.M. [Credit derivatives and their use in securitization]. *Kontentus*, 2019, no. 4, pp. 81–90. (In Russ.) URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kreditnye-derivativy-i-ih-ispolzovanie-v-sekyuritizatsii>
6. Yuzhakova O.A. [The position of credit linked notes in the system of financial market instruments and securities and features of the regulation notes operations]. *Vestnik REA im. G.V. Plekhanova = Vestnik of Plekhanov Russian University of Economics*, 2017, no. 2, pp. 74–80. URL: <https://vest.rea.ru/jour/article/view/270> (In Russ.)
7. Kolesnikova E.G. [A “credit default swap” secured transaction: the risk of its recharacterization into a suretyship agreement]. *Aktual'nye problemy rossiiskogo prava = Actual Problems of Russian Law*, 2019, no. 2, pp. 70–75. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.17803/1994-1471.2019.99.2.070-075>
8. Rogozin S.S. [Current situation in the credit derivatives market of Russia]. *Finansy i upravlenie = Finance and Management*, 2019, no. 2, pp. 118–128. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.25136/2409-7802.2019.2.29875>
9. Maksimov N.A., Ryabinina E.V. [Reforming of the OTC derivatives market in Russia]. *Ekonomika i biznes: teoriya i praktika = Economics and Business: Theory and Practice*, 2020, no. 2-2, pp. 23–30. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.24411/2411-0450-2020-10117>

10. Ipat'ev I.R. [Risk management and basic problems of otc derivatives dealing. Insurance of optional positions]. *Finansovye rynki i banki = Financial Markets and Banks*, 2020, no. 3, pp. 144–150.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/upravlenie-riskami-i-osnovnye-problemy-ispolzovaniya-vnebirzhevyh-proizvodnyh-finansovyh-instrumentov-strahovanie-optsiionnyh> (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.