Мираков Борис Валериевич. Кредитные деривативы (Анализ мирового опыта и перспективы развития в России) : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10, 08.00.14 : Москва, 2003 192 c. РГБ ОД, 61:04-8/1248

**Содержание к диссертации**

Введение

1. Теоретические аспекты операций с кредитными деривативами 11

1.1. Предпосылки возникновения и развития кредитных деривативов 11

1.2. Содержание кредитных деривативов 32

1.3. Классификация и виды кредитных деривативов 49

2. Анализ мирового опыта операций с кредитными деривативами 75

2.1. Мировая практика применения кредитных деривативов 75

2.2. Инфраструктура мирового рынка кредитных деривативов 93

2.3. Проблемы и перспективы мирового рынка кредитных деривативов 115

3. Перспективы развития кредитных деривативов в России 127

3.1. Необходимость развития кредитных деривативов в России 127

3.2. Условия развития кредитных деривативов в РФ 136

Заключение 152

Библиографический список использованной литературы 160

Приложения 174

**Введение к работе**

Актуальность темы. Глобализация и либерализация мировой экономики первым делом затронула мировой финансовый рынок. В результате развития этих процессов в конце XX века особенно часто стали проявляться кризисные явления в различных регионах нашей планеты. Усиление волатильности как на финансовых, так и на других рынках - сырьевых, фондовых, валютных, процентных, привело к необходимости более жестко подходить к управлению рисками. Естественно, что на передовой в этой борьбе за адекватное управление рисковыми ситуациями оказались коммерческие и инвестиционные банки. Однако имеющиеся в распоряжении банков инструменты управления рисками оказались неспособными противостоять в полной мере меняющимся условиям.

Одновременно с этим продолжается процесс финансового инжиниринга и развитие операций с производными финансовыми инструментами. Зародившись в его нынешнем виде в начале XX века, за столетие операции с производными финансовыми инструментами достигли многотриллионных объемов и стали неотъемлемой составной частью современного банковского риск-менеджмента. К 90-м годам наибольшее развитие получили процентные и валютные деривативы. В то же время традиционные кредитные риски, представляющие наибольшую опасность для банков, продолжали управляться с помощью устаревших методов.

Волна кризисов, прокатившаяся по миру, в конце XX века позволила выявить реальный масштаб и уровень кредитных рисков, принятых коммерческими и инвестиционными банками. Это стало стимулом к активизации деятельности в области создания новых, более эффективных инструментов управления кредитными рисками. Одним из путей развития риск-менеджмента стали кредитные деривативы. Возникновение этого нового вида производных инструментов относится к началу-середине 1990-х годов, однако развитие операции с кредитными деривативами получили лишь во второй

половине десятилетия. При этом рынок продолжает развиваться, продолжается процесс создания новых инструментов, относящихся к классу кредитных деривативов. Расширяется и поле применения этих операций в банках.

Актуальность данного диссертационного исследования обусловлена:

1. Необходимостью систематизации и теоретического обоснования операций с кредитными деривативами;
2. Возрастающей потребностью банков в управлении кредитными рисками;
3. Увеличением роли производных финансовых инструментов в операциях коммерческих и инвестиционных банков;
4. Недостаточной изученностью практических аспектов проведения операций с кредитными деривативами, а также всего разнообразия возможностей их применения;
5. Возросшей необходимостью исследования закономерностей эволюции операций с кредитными деривативами для выработки рекомендаций развития этого рынка в России;
6. Предполагаемой эффективностью использования кредитных деривативов в операциях российских банков.

В существующей практике нет консенсуса как в части терминологии операций с кредитными деривативами, так и в части понимания сущности этих операций. Большинство работ на данную тему охватывает лишь отдельные аспекты операций с кредитными деривативами, что не позволяет видеть целостную картину. В то же время имеются попытки систематизации имеющегося опыта, что также подтверждает актуальность исследования.

Степень разработанности темы. К настоящему времени вопросы, связанные с проведением операций с кредитными деривативами в банках, в отечественной литературе освещены в незначительной степени. Имеются отдельные попытки систематизации существующего опыта, рассматриваются различные аспекты операций с производными

финансовыми инструментами. Более полное раскрытие проблем функционирования операций с кредитными деривативами в качестве эффективного банковского продукта можно найти в западной литературе. Однако и здесь комплексный анализ всех аспектов операций с кредитными деривативами приведен лишь в нескольких работах.

Следует отметить, что представители отечественной научной мысли, как правило, изучают, с одной стороны, общетеоретические вопросы функционирования мирового рынка производных финансовых инструментов, а, с другой стороны, концентрируют внимание на традиционных подходах управления кредитными рисками и портфелями. Среди этих работ наиболее близки теме исследования валютного и процентного сегментов рынка деривативов (работы Буренина А.Н., Галанова В.А., Красавиной Л.Н., Миркина Я.М., Михайлова Д.М., Платоновой И.Н., Рубцова Б.Б., Фельдмана А.Б.). А также работы, освещающие проблемы управления кредитным портфелем и кредитными рисками (Балабанова И.Т., Лаврушина О.И., Пановой Г.С., Усоскина В.М.). Отдельно стоит пока единственная монография на тему мирового рынка кредитных деривативов (Кавкин А.В.).

Отдельные аспекты функционирования рынка кредитных деривативов рассмотрены в работах Кавкина А.В., Гавриловой Л.А., Рудько-Селиванова В., опубликованных в периодической печати.

На Западе тема более изучена - к наиболее значимым работам в этой области относятся исследования Дж. Тирни, К. Спиннер, С. К. Агравал, К.Фигнер и других. В то же время следует отметить, что большинство работ западных специалистов рассматривает лишь отдельные аспекты операций с кредитными деривативами, такие как документация, сущность операций, модели ценообразования, обобщение статистической информации, инфраструктуры рынка.

Предмет и объект исследования. Объектом исследования являются операции с кредитными деривативами. В качестве предмета исследования выступает механизм применения кредитных деривативов в мировой и российской банковской практике.

Цели и задачи исследования. Целью диссертационной работы является исследование операций с кредитными деривативами как нового вида банковских операций. В рамках общей цели исследования в диссертации поставлены следующие задачи:

Исследовать объективность исторического процесса возникновения и развития кредитных деривативов;

Раскрыть сущность, место и роль кредитных деривативов в банковских операциях;

Разграничить понятия и дать определения ключевым терминам, относящимся к кредитным деривативам;

Рассмотреть состав участников рынка кредитных деривативов, цели и мотивы их участия на рынке;

Обобщить статистический материал, выявить закономерности развития операций с кредитными деривативами, дать прогнозную оценку перспектив мирового рынка на ближайшие 2-3 года;

Обосновать целесообразность использования адаптированного к российской банковской практике мирового опыта кредитных деривативов;

Выявить предпосылки формирования рынка кредитных деривативов в России и дать рекомендации по совершенствованию законодательной базы и методов государственного регулирования данных сделок в России.

Методология и теоретическая основа исследования. Настоящая диссертация базируется на системном и диалектическом подходе к изучению предмета исследования и исходит из того, что операции с кредитными деривативами являются составной частью продуктового набора современного банка, возникшими в результате обострения необходимости управления рисками в условиях усиления нестабильности экономик. При проведении исследования применялись следующие методы и приемы: анализ и синтез,

сравнение, моделирование, исторический метод, метод восхождения от абстрактного к конкретному.

В диссертационном исследовании также использовалсиь фундаментальные аналитические разработки ведущих инвестиционных банков (Deutsche Bank, Goldman Sachs, J.P. Morgan Chase), известных консалтинговых компаний (PriceWaterhouseCoopers), крупнейших рейтинговых агентств (Standard & Poor's, Moody's), специализированных фирм по оценке кредитных рисков (KMV Corporation, Skora & Company), электронных торговых площадок (Creditex, CreditTrade), некоммерческих саморегулируемых организаций (International swap and derivatives association, British Bankers Association), международных регулирующих органов (Basel committee for banking supervision, Bank of International Settlement).

Научная новизна диссертации состоит в том, что на основе анализа мирового опыта операций с кредитными деривативами разработан экономический механизм использования кредитных деривативов в иностранных и российских коммерческих банках.

Элементы научной новизны содержат следующие положения диссертационной работы:

Выявлены объективные предпосылки возникновения и развития операций с кредитными деривативами;

Усовершенствован понятийный аппарат в части определения и разграничения ключевых понятий - «кредитные деривативы», «кредитное событие»;

Исходя из анализа состава участников рынка кредитных деривативов, выявлены и раскрыты цели и мотивы банков при проведении данных операций, которые заключаются в возможности использования кредитных деривативов как в управлении кредитным портфелем и кредитным риском, так и в целях создания синтетических активов, использования механизма финансового рычага, оптимизации управления достаточностью капитала, в сделках слияния и поглощения;

Определены проблемы развития операций с кредитными деривативами, заключающиеся в неурегулированности правового поля, низкой ликвидности рынка и недостаточном понимании этих инструментов, выдвинуто предположение о развитии организованных площадок как эффективном решении ряда проблем;

Выявлены и обоснованы необходимость и предпосылки развития банковских операций с кредитными деривативами в России;

Сформулированы рекомендации по совершенствованию нормативной базы в области проведения операций с кредитными деривативами.

Практическая значимость исследования заключается в том, что основные положения и выводы исследования ориентированы на широкое использование операций с кредитными деривативами в деятельности российских и зарубежных банках.

Положения и выводы диссертации в области анализа международного опыта применения кредитных деривативов в области управления кредитным риском, достаточностью капитала, в операциях слияния и поглощения и т.д. могут быть использованы российскими банками в своей практической деятельности. Наиболее эффективно данные производные финансовые инструменты могут быть использованы банками, имеющими выход на международные рынки капиталов, а также банками, имеющими клиентов (заемщиков) с высоким кредитным качеством.

Ряд выводов может быть использован государственными органами для совершенствования правового поля, регулирующего операции с производными финансовыми инструментами в целом и кредитными деривативами в частности. Положения диссертации могут быть востребованы Центральным банком, Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг, Министерством по налогам и сборам, а также некоммерческими негосударственными саморегулируемыми организациями (Национальная ассоциация участников фондового рынка, Ассоциация российских банков).

Материал, содержащийся в диссертации, может быть использован ВУЗами при преподавании курса по банковскому делу.

Практическую значимость имеют следующие положения диссертации: а анализ мировой практики осуществления банками операций с кредитными деривативами, выявление проблем, связанных с их проведением (непроработанность документации, низкая ликвидность рынка, недостаточная осведомленность специалистов многих банков о существовании и возможности эффективного использования кредитных деривативов, недостатки законодательств отдельных стран), предложения по их нивелированию; оценка целесообразности применения банками операций с кредитными деривативами, обоснование эффективности кредитных деривативов в различных областях деятельности банков (управление кредитным риском и кредитным портфелем в целом, управление достаточностью капитала, левераж, сделки по слиянию и поглощению); а предлагаемые действия по развитию кредитных деривативов в России как на микро-, так и на макроуровне (обоснование необходимости проведения операций с кредитными деривативами в российских банках, выявление условий для развития кредитных деривативов, анализ налогового режима проведения данных сделок, рекомендации по совершенствованию законодательства).

Апробация и внедрение результатов исследования. Основные положения и выводы диссертации используются в практической деятельности российского коммерческого банка. Рекомендации, содержащиеся в диссертации, в части использования кредитных деривативов в целях управления кредитным риском применяются в КБ «Русский международный банк» ООО. На основе выводов и положений диссертации было принято решение о необходимости хеджирования кредитных активов посредством производных финансовых инструментов.

Основные выводы и предложения были представлены автором в выступлениях на научной конференции «Проблемы совершенствования банковского дела в России», проведенной кафедрой «Банковское дело» Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации в декабре 2001 года, г.Москва.

Публикации. Основные положения диссертации освещены в 2 опубликованных работах соискателя общим объемом 1,1 п.л. (весь объем авторский).

Структура диссертации определена исходя из целей и задач исследования с учетом особенностей предмета и объекта работы. Состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии и приложений.

## Предпосылки возникновения и развития кредитных деривативов

Предпосылки возникновения и развития кредитных деривативов. Кредитные деривативы1 стали логическим продолжением развития производных финансовых инструментов. И хотя история существования этих новых срочных сделок насчитывает не более 8-10 лет, их появление и развитие носит объективный характер и в большой степени предопределено тенденциями современного финансового рынка.

Срочные операции, как таковые, известны очень давно. Первые упоминания сделок, напоминающих современные производные финансовые инструменты, относятся к Древней Японии, где существовала практика торговли пустыми корзинами для риса. Эти пустые корзины олицетворяли будущий (еще не собранный) урожай. Таким образом, можно говорить о первичном зарождении срочного рынка.

Второе упоминание срочных сделок, схожих по содержанию с современными деривативами, относится уже к XVII веку. Речь идет о тюльпан омании, которая охватила

Голландию в это время . В результате возросшей популярности тюльпанов, завезенных из Константинополя, и повальному увлечению разведением редких сортов этих цветов в Голландии получил сильное развитие рынок тюльпановых луковиц. В связи с вовлечением в торговлю тюльпанами все большего числа людей начался рост цен. Увеличивающийся спрос способствовал развитию срочных сделок, когда покупатель и продавец заранее, за пять - шесть недель, договаривались о цене и объеме сделки. Целью заключения форвардных контрактов со стороны покупателя было естественное желание забронировать сделку в условиях недостаточного предложения. С другой стороны, продавцы, заключая такие договора, обеспечивали себе гарантированную выручку по цене, которая, как правило, намного превышала существующую на данный момент цену.

Однако широкое распространение производные финансовые инструменты получили лишь в XX веке и особенно во второй его половине. Как показывает история возникновения срочных сделок, первоначально основным объектом выступали товары, причем большей частью сырьевые. Тем не менее, с развитием финансового сектора, именно операции с финансовыми инструментами стали все больше преобладать в структуре рынка деривативов. Уже в 80-е - 90-е годы прошлого столетия рынки производных финансовых инструментов достигли колоссальных масштабов и намного превзошли объемы сырьевых деривативов.

Мощнейшим толчком развития производных инструментов стало развитие теории срочного рынка Дж. М. Кейнсом. Именно Дж. М. Кейнс стал первым крупным экономистом-теоретиком, который обратил серьезное внимание на рынок производных финансовых инструментов. Отдельные упоминания срочных операций встречаются и в работах более раннего периода1, однако, в связи с отсутствием рынка, эти работы носили недостаточно систематизированный характер. Поэтому с уверенностью можно говорить о том, что фундамент теории срочного рынка заложил именно Джон Мейнард Кейнс. Исследование срочных сделок представлено в двух его работах - "Трактате о деньгах" и "Трактате о денежной реформе". Основной темой исследования были изучение роли срочного рынка в условиях рыночной экономики, значения его для поддержания макроэкономической стабильности, а также значения операций хеджеров, спекулянтов и арбитражеров. Еще одним существенным разделом теории срочного рынка стала модель ценообразования и соотношения форвардной и спотовой цены.

## Мировая практика применения кредитных деривативов

Развитие мирового рынка кредитных деривативов во многом обязано уникальной гибкости и необычайно широкому полю применения этих производных инструментов. Действительно, как уже было обозначено в предыдущем разделе, сфера использования кредитных деривативов не ограничивается обычным для производных финансовых инструментов набором - хеджирование, арбитраж, спекуляция. Конечно, эти глобальные мотивы имеют место быть и при принятии решения хозяйствующими субъектами при выходе на рынок кредитных деривативов. Однако даже эти операции в контексте кредитных деривативов приобретают особую сложность и неповторимую специфику. Кроме того, существует множество других способов их использования - это и управление достаточностью капитала, налоговое планирование, оптимизация деятельности в условиях множества законодательных ограничений и многое другое. Кредитные деривативы также очень эффективны в таких специфичных ситуациях как слияния и поглощения, а эти операции актуальны последние несколько десятилетий во всем мире и сейчас будут все более популярны в России.

Тем не менее, можно определить несколько наиболее важных и распространенных сфер применения кредитных деривативов. Одно из первых мест в этом списке занимает управление кредитным риском и кредитным портфелем банка в целом. Действительно к 1990-м годам сложилась ситуация, которая характеризовалась внедрением в банках прогрессивных систем управления рыночными рисками, в то же время кредитные риски продолжали управляться традиционными методами. То же самое относится и к моделям формирования и управления портфелями - всем известны модели портфелей ценных бумаг, однако модели управления кредитным портфелем стали развиваться лишь с появлением кредитных деривативов.

На практике именно кредитный риск представляет собой наибольшую угрозу, как для коммерческих, так и инвестиционных банков. Кредитный риск сопутствует практически всем банковским операциям - это и кредитование, которое занимает главное место в деятельности любого коммерческого банка, и управление портфелями долговых ценных бумаг, что особенно актуально для инвестиционных банков, и риски при взаимодействии с контрагентами на межбанковском рынке1. Действительно, сложно переоценить важность надлежащего управления кредитным риском. Собственно для этих целей и создавались изначально кредитные деривативы. Как класс эти инструменты созданы именно в целях совершенствования механизмов регулирования величины принятого банком кредитного риска, прочие же сферы применения кредитных деривативов можно назвать «побочным», но от этого не менее значимым эффектом.

Кредитные деривативы позволяют управлять величиной, структурой, географией, концентрацией и прочими параметрами кредитного риска (кредитного портфеля банка). Цель портфельного менеджера — невзирая на то, что портфель может состоять как из акций, так и кредитных активов - создавать «эффективный» портфель, под которым подразумевается минимальный риск для заданного уровня ожидаемого дохода. Что касается акций, менеджер, как правило, может покупать и продавать активы до тех пор, пока не будет достигнут оптимальный уровень диверсификации, придавая портфелю нужные границы. Менеджер кредитного портфеля, однако, встречает ограничения и конфликты интересов. Например, несколько кредитов в портфеле могут быть ликвидными, но даже они могут не быть реально продаваемыми, так как ограничения по документации или эффект от продажи могут повлиять на взаимоотношения с заемщиком.

## Необходимость развития кредитных деривативов в России

Анализ сущности и возможностей кредитных деривативов, проведенный в предыдущих разделах, говорит о существенных достоинствах этих инструментов при их использовании в деятельности коммерческих и инвестиционных банков. Широкое применение кредитных деривативов в практике управления кредитными портфелями иностранных банков должно распространиться и на российскую банковскую систему. Тем не менее, исследование вопроса осуществления операций с кредитными деривативами в России не дает возможность утверждать о существовании рынка этих инструментов.

Несмотря на то, что активная фаза развития мирового рынка кредитных деривативов началась еще в 1996 году, можно с уверенностью утверждать об отсутствии такого сегмента финансового рынка в России как такового. Более того, остается открытым вопрос о проведении хотя бы одной операции с кредитными деривативами.

Следует отметить, что на настоящий момент в законодательстве Российской Федерации отсутствует понятие «кредитные деривативы» или отдельных инструментов, подпадающих в категорию этой группы производных финансовых инструментов. Такая ситуация автоматически выводит кредитные деривативы за рамки существующего правового поля. Тем не менее, в периодических изданиях появляются ссылки на проведение операций с кредитными деривативами российскими банками. Однако анализ отдельных публикаций свидетельствует о некорректном использовании термина «кредитные деривативы».

С.Вайн1 в своей статье утверждает, что кредитные деривативы уже прижились на российской почве и проявляются в четырех формах. В качестве «кредитных деривативов» рассматривались следующие операции: кредитование под залог ценных бумаг, сделки репо, банковские векселя и реструктуризация задолженности посредством продажи кредитных активов. Все описанные случаи связаны с переносом и/или управлением кредитным риском, однако их можно назвать кредитными деривативами лишь при буквальном понимании слова «дериватив» (derivative англ. - производный). То есть все указанные продукты производны от кредита, однако в первой главе настоящей работы мы установили, что кредитными деривативами являются не все, а лишь отдельные производные от кредитного риска продукты, которые объединены этим общим термином. Ниже приводится анализ соответствия данных инструментов критериям, определяющим кредитные деривативы.