

*Представленный доклад в форме интервью
был напечатан в методическом журнале
"Международные банковские операции", № 4/2005*

Тема производных инструментов и перспектив их использования обсуждается сегодня весьма активно на разных уровнях. Напомним, что данная тема стала предметом деятельности специально созданного Комитета АРБ по стандартам и унифицированным правилам. Прокомментировать ситуацию с терминологией, а также высказать свою точку зрения на процессы, происходящие на рынках производных инструментов, которые переживают сегодня бурный рост, мы попросили члена Совета, Председателя Комитета по профессионализму, этике и квалификации Национальной валютной ассоциации, кандидата экономических наук Дмитрия Юрьевича Пискулова.

Тонкости дефиниций

Сейчас готовится и обсуждается законопроект о срочном рынке. Помимо основной работы Вы преподаете спецкурс по финансовым рынкам на экономическом факультете МГУ им М.В. Ломоносова. Это значит, что мы непременно должны остановиться на определении самого понятия «дериватив». Как определяется этот термин в международной практике?

Хороший вопрос. В определении деривативов прослеживаются две тенденции: расширенное толкование и укороченный вариант.

Возьмем пример расширенного толкования понятия. Известный инвестиционный банк JP Morgan, который являлся одним из основателей современного рынка деривативов, в своем глоссарии «The JPMorgan/Risk Magazine: Guide to Risk Management» (2001 г.) приводит такое определение деривативов: «A derivative instrument or product is one whose value changes with changes in one or more underlying market variables, such as equity, or commodity prices, interest rates or foreign exchange rates. Basic derivatives include, forwards, futures, swaps, options, warrants and convertible bonds»¹. То есть на финансовом рынке дериватив — это инструмент, цена которого меняется в зависимости от изменения базового актива, которым могут быть в принципе не только цена, но, например, температура воздуха, ставка аренды или уровень инфляции. Это соответствует математическому определению «первой производной», которую изучают в школе в разделе численного дифференцирования. Если посмотреть более ранние источники по этой проблематике, например «The British Derivatives Market Handbook» (1991 г.), то там деривативами названы только фьючерсы и опционы.

В зависимости от базового актива деривативы обычно подразделяются на товарные (в основе их лежит товарный актив, например нефть или базовые металлы) и финансовые деривативы (в их основе лежат валютные курсы, процентные ставки, цены на акции, облигации и т.п.).

Говоря о деривативах, можно еще добавить, что в деловой практике они обычно делятся на биржевые стандартные контракты (Exchange traded contracts — это биржевые

¹ The JPMorgan. Risk Magazine Guide to Risk Management. — A Glossary of Terms, с. 24.

фьючерсы и опционы, торгуемые на биржевом (или организованном) рынке) и на сделки, заключаемые между банками на внебиржевом рынке (так называемые OTC contracts).

В 90-е годы XX века финансовые рынки переживали небывалый взлет и получили развитие новые формы деривативов: например кредитные деривативы, а также контракты на разницу (contracts for differences — CFD), к которым относится расчетный (или индексный) форвард, столь попортивший крови российской финансовой системе после кризиса 1998 года.

Вы привели определения, которые даются рыночными профессионалами, практиками. А существуют ли определения деривативов со стороны регуляторов в их законодательных или нормативных актах?

Опять-таки нет однозначной трактовки. Например, самый известный и авторитетный западный европейский регулятор в лице британской FSA (Financial Services Authority) в своей «Definitions Handbook» (2001 г.) приводит такое определение: «Derivative: A contract for differences, a future or an option». И все, и нет здесь никаких валютных форвардов, свопов и т.д., то есть укороченный вариант.

Есть примеры и расширенного толкования. Недавно я сдавал экзамены на Кипре для получения профессионального сертификата сотрудника европейской инвестиционной фирмы и изучал последние международные нормативные документы по финансовым рынкам. Так вот, новая Европейская директива «О рынках финансовых инструментов» 2004 года (European Directive on Markets in Financial Instruments 2004/39/EC — MiFiD) была весьма неоднозначно встречена мировым дилерским сообществом и основными профессиональными ассоциациями.

Эта Директива вводит более широкий перечень финансовых инструментов в отличие от предыдущей Директивы 1993 года (European Directive 93/22/EC). И если в Директиве 1993 года в перечне финансовых инструментов, которые принято относить к деривативам, выделялись только 4 вида (Futures, FRAs, Swaps, Options), то теперь появилась более интересная классификация: список из 10 видов финансовых инструментов, 7 из них по сути относятся к деривативам, но при этом они классифицированы как-то странно.

Приведу этот список полностью с комментариями:

1. Transferable securities. Это понятно.
2. Money Market Instruments. Здесь уже можно поспорить, например задаться вопросом: является ли сделка РЕПО инструментом денежного рынка или деривативом, аналогичным валютному свопу? И вообще, является ли деривативом сам валютный своп?
3. Units in collective investment undertakings. Паи в инвестиционных фондах — средние ценным бумагам.
4. Options, futures, swaps, forward rate agreements and other derivative contracts relating to securities, currencies, rates or yields, or other derivatives, financial measures which may be settled physically or in cash. Здесь перечислены основные виды сложных сделок, которые было принято относить к деривативам, но нет прямого упоминания форвардных сделок.
5. Options, futures, swaps, forward rate agreements and other derivative contracts relating to commodities that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event). Здесь не вполне ясно, что имели в виду разработчики закона под термином forward rate agreement (FRA) relating to commodities. Насколько мне известно, в соответствии с международными терминами FRABBA под сделкой FRA понимается только соглашение о будущей процентной ставке.
6. Options, futures, swaps, and any other derivative contract relating to commodities that can be physically settled provided that they are traded on a regulated market and/or an MTF.

7. Options, futures, swaps, forward and any other derivative contract relating to commodities, that can be physically settled not otherwise mentioned in C.6 and not being for commercial purposes, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are cleared and settled through recognized clearing houses or are subject to regular margin calls. А здесь появляется термин «форвард».

8. Derivative instruments for the transfer of credit risk. Мы видим, что впервые кредитные деривативы выделены в отдельный тип.

9. Financial contracts for differences. Здесь не указано, что это деривативы, но, как мы уже сказали, британский регулятор такие контракты считает деривативами.

10. Options, futures, swaps, forward rate agreements and other derivative contracts relating to climatic variables, freight rates, emission allowances or inflation rates or other official economic statistics that must be settled in cash or may be settled in cash at the option of one of the parties (otherwise than by reason of a default or other termination event), as well as any other derivative contract relating to assets, rights, obligations, indices and measures not otherwise mentioned in this Section, which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are traded on a regulated market or an MTF, are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls.

В общем, после прочтения последней Европейской директивы можно сделать несколько выводов:

а) по-прежнему нет полной ясности в том, какие инструменты могут быть отнесены к классу деривативов;

б) отсутствие стандартной унифицированной общепризнанной терминологии создает двусмысленность и, скорее, дезориентирует участников;

в) налицо использование нормотворцами чрезвычайно популярной в среде регуляторов (в том числе и в России) практики использования расплывчатой формулировки «а также любые другие деривативы» (any other derivative contracts), тем самым максимально расширяя поле для толкования, при этом никоим образом не определяя предмет.

Дмитрий Юрьевич, срочные сделки и производные инструменты (сиречь деривативы) — это совпадающие понятия?

Мне представляется, что однозначного соответствия здесь нет. Действительно, зададимся вопросом о соотношении двух терминов: все ли деривативы являются срочными сделками и все ли срочные сделки являются деривативами? Относятся ли к деривативам, например, обычные межбанковские форварды (а точнее, сделки аутрайт) с полной поставкой, а также валютные свопы и сделки РЕПО (т.е. базовые срочные сделки с валютой и ценными бумагами)?

Говоря о деривативах, мы приводим широкий перечень контрактов, многие из которых действительно обладают чертами срочных сделок, так как у них есть продолжительность во времени между датой заключения (покупкой, продажей) и исполнением, то есть у этих сделок есть maturity — некоторая срочность во времени (этот англоязычный термин трудно переводим на русский язык). Что же касается срочных сделок, если мы проводим их анализ, то, как нас учили философы, надо двигаться от простого к сложному. Это значит, что нам надо начинать рассмотрение с самого простого вида срочных сделок — с форвардной (или срочной) покупки-продажи на внебиржевом рынке некоего актива, например валюты, драгметалла или ценных бумаг. В терминологии финансовых рынков это будет форвардный контракт, основным признаком которого является то, что между датой заключения сделки и датой расчетов (или поставки активов) проходит какое-то время, например 3 месяца или 1 год. Так, в случае с простым валютным форвардом с полной поставкой (так называемым full delivery currency forward) сегодня вы заключаете

делку по некоему фиксированному форвардному курсу, но расчеты с контрагентом должны произвести через 3 месяца. А операция валютный своп — это комбинация двух противоположных валютных сделок, когда вы купили одну валюту по текущему рыночному курсу (курсу спот) с расчетами сегодня и одновременно продали это же количество валюты обратно, но по форвардному курсу с расчетами через 3 месяца. В операции валютный своп вы всегда имеете вторую обратную сделку, которая будет фактически форвардной сделкой. Таким образом, простые форвардные сделки и сделки своп относятся к категории срочных сделок.

Сказанное в полной мере относится и к форвардным сделкам с ценными бумагами, а сделки РЕПО (от англ. *sale and repurchase agreement*) по форме аналогичны сделкам валютный своп с той лишь разницей, что вместо базовой валюты там продается на споте, и затем покупается на форварде какая-либо ценная бумага (чаще всего облигация). Но эти операции также можно считать срочными сделками.

Являются ли такие срочные сделки производными? В нестрогом математическом смысле — возможно, так как их цена может меняться в зависимости от цены базового актива. Вопрос: что считать базовым активом? Если текущий валютный курс спот, то здесь будет простая линейная зависимость, так как в формуле для получения форвардного валютного курса вы берете курс спот и прибавляете (или вычитаете) форвардные пункты. А вот уже величина форвардных пунктов зависит от разницы в процентных ставках между двумя валютами, а считать для простого валютного форварда базовым активом процентные ставки как-то нелогично.

На мировых финансовых рынках существует авторитетная профессиональная ассоциация ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*). Даже из названия видно, что при ее создании дилеры разделили два термина: *swaps* и *derivatives*. Мне кажется, это — отражение того факта, что сделки своп не всегда являются деривативами. Справедливости ради стоит заметить, что словом «своп» (от англ. *swap* — обмен) называется большое количество сделок с различной структурой, отличающимися условиями обращения, расчетами и т.д. При этом мне кажется, что абсолютно неправомерно сравнивать валютный своп, процентный своп или своп кредитного дефолта (так называемый *credit default swap*, рассматриваемый как базовый инструмент из разряда кредитных деривативов) и относить их к одной группе финансовых инструментов только потому, что в их названии присутствует слово «своп».

Вернемся к вопросу о соотношении понятий «срочная сделка» и «производный инструмент». Я полагаю, что не все срочные сделки являются производными. Например, валютный своп, равно как и сделка РЕПО, производными инструментами не являются. Сделки прямого репо, являющиеся срочными сделками, в международном учете трактуются как аналог депозитно-кредитной операции.

Напротив, есть деривативы, которые довольно затруднительно однозначно трактовать как срочные сделки. Например, *credit default swap* (CDS) представляет собой дериватив, по сути аналогичный страховому контракту: заключив сделку CDS, вы фактически покупаете страховку (защиту) от дефолта какого-либо заемщика по своим обязательствам. С экономической точки зрения вы передаете тем самым кредитный риск третьему лицу, не передавая ему самого актива (т.е. кредита) и продолжая пользоваться экономической выгодой от актива (т.е. процентами). Вопрос: правомерно ли относить дериватив с чертами страхового контракта, в котором рискованный случай (дефолт) имеет вероятностную природу, то есть может реализоваться, а может и нет, к категории срочных сделок? И вообще, является ли тогда обычный страховой контракт срочной сделкой? Мне кажется, что ответ на этот вопрос должен быть наверняка отрицательным. Сделка страхования оформлена в другом юридическом виде. Она в принципе похожа на опцион, но там вы сами решаете, реализовать его или нет, а тут она реализуется сама по себе. Конечно, если

говорить, что риск возникает в будущем, то есть соблазн трактовать страховку как срочную сделку, но мне кажется, что это слишком широкое толкование.

Как видите, вопросов пока еще больше, чем ответов.

Почему же валютные форварды и свопы часто причисляют к производным инструментам?

Я склонен полагать, что это в первую очередь история и традиция, а во-вторых, недостаточные компетентность и профессионализм тех, кто об этом говорит, например журналистов или юристов, не являющихся рыночными практиками.

Если говорить об истории, то валютные форварды получили широкое развитие начиная с 70-х годов, когда в свободное плавание были отпущены обменные курсы, когда появились постоянно изменяющиеся процентные ставки, то есть тогда, когда мировые финансовые рынки вышли из относительного равновесия, заданного Бреттон-Вудской системой. Финансисты поняли, что надо хеджироваться от валютного риска. Поскольку товарные фьючерсы существовали уже более сотни лет (например, Лондонская биржа металлов (London Metal Exchange) была создана в 1876 г.), то форма фьючерсного контракта на валюту была не изобретена заново, а просто удачно скопирована с существующих товарных аналогов и стала стандартным контрактом, который ввели некоторые биржи (вначале американские, потом и европейские).

Фьючерс — это в чистом виде дериватив, поскольку, покупая валютный фьючерсный контракт, вы при этом не обязательно покупаете саму валюту и можете не рассчитываться по нему, а продать обратно на бирже. Цена фьючерсного контракта отличается от валютного курса, фьючерс котируется по-другому. Другое дело — аналогичная по целям валютная форвардная сделка, это в чистом виде покупка или продажа валюты против другой валюты с необходимостью провести расчеты с контрагентом. Это сродни обычной покупке валюты на споте, разница только в значении обменного курса, и все. Мне кажется, это не дериватив, а простая покупка/продажа того самого базового актива. Но поскольку оба инструмента — биржевой фьючерс и межбанковская валютная форвардная сделка — используются для хеджирования валютного риска, то их отнесли к одной категории деривативов, не вдаваясь в особенности их ценообразования и обращения.

Говоря о том, где профессиональный опыт помогает идентифицировать правильную терминологию, следует привести в пример те же срочные валютные сделки (валютные форварды). Их можно разбить на две группы: обычные валютные форвардные контракты с полной поставкой (которые, по моему мнению, деривативами не являются) и так называемые расчетные валютные форвардные сделки, Non-Deliverable Forwards (NDFs) (еще в России их называли индексными), болезненные последствия обращения которых в кризис 1998 года призваны разрешить новые законопроекты о срочном рынке. NDFs, называемые также синтетическим форвардным контрактом, получили распространение в 90-е годы и, с моей точки зрения, являются деривативами в соответствии с определением FSA, поскольку относятся к классу контрактов на разницу (contracts for differences). Согласно определению Национальной валютной ассоциации, которое дано в Стандартах работы на внутреннем валютном и денежном рынке, сделка на условиях расчетный форвард отличается от обычной сделки типа поставочный форвард тем, что в отличие от последней она представляет собой совокупность трех действий:

- покупка/продажа определенной суммы иностранной валюты в установленный сторонами срок по курсу, согласованному сторонами в момент заключения сделки (срочная сделка), — это по сути определение обычного поставочного валютного форварда;

- продажа/покупка той же суммы иностранной валюты в дату исполнения срочной сделки по курсу, способ определения которого на дату исполнения сделки согласовывается сторонами в момент заключения сделки (встречная сделка);
- зачет встречных денежных требований, возникающих в момент исполнения срочной и встречной сделки.

Какие еще Вы можете назвать контракты на разницу, которые являются производными инструментами?

Эквивалентом расчетных форвардов (NDF) на денежном рынке выступают сделки FRA (Forward Rate Agreement). FRA — это соглашение между двумя контрагентами, фиксирующее будущее значение процентной ставки на определенный период по воображаемому форвардному кредиту (notional loan) с расчетом и выплатой на форвардную дату валютирования разницы между зафиксированной форвардной ставкой и реальной процентной ставкой, которая сложится на эту дату. При этом один из контрагентов является воображаемым кредитором, а другой — заемщиком, и они имеют противоположные ожидания по поводу движения процентных ставок. По сути сделка FRA представляет собой форвардный кредит, только без реального движения основной суммы. При этом кредитор воображаемой суммы называется продавцом FRA и хеджируется от понижения процентных ставок, а покупатель — воображаемый заемщик — наоборот. Эти сделки появились впервые в 1984 году и регулируются правилами, разработанными Британской банкирской ассоциацией (British Bankers Association) в 1985 году.

По своей форме FRA аналогичны сделкам NDF, потому что имеют сходные условия расчетов при истечении срока, а именно: поставка разницы от проигравшей стороны, но если в NDF базовый актив — это валютный курс (т.е. мы имеем дело с валютным рынком), то в FRA базовым активом является процентная ставка по кредиту. Разница между двумя процентными ставками считается как разница между ставкой, оговоренной в контракте, и рыночной справочной ставкой (например, LIBOR в Лондоне, а в России — это MICEX, т.е. ставка ММВБ). Мне представляется, что FRA — это дериватив, потому что у него условия расчетов сформулированы таким образом, что это не просто продажа базового актива (т.е. одна сделка), а, как в случае с NDF, целая последовательность сделок и других действий.

На своих лекциях я обычно провожу аналогии между этими двумя инструментами: один, дериватив, — это контракт на разницу на валютном рынке, другой — на денежном рынке. Разница в том, что в FRA сравниваются процентные ставки, а в NDF — валютные курсы. Сделки FRA — это базовый форвардный инструмент страхования процентных рисков на короткие и средние периоды, чрезвычайно распространенный на финансовых рынках.

В отличие от мировых рынков в нашей российской практике рублевые FRA пока не развиты. Главная причина в том, что рублевые кредитно-депозитные инструменты, находящиеся на балансе банков, по-прежнему имеют достаточно короткие сроки (short maturities), как правило, не превышающие 3–6 месяцев, а на такие сроки они готовы нести процентный риск. Кроме того, многие российские банки имеют весьма слабую организацию риск-менеджмента и большие аппетиты к риску. Другая причина состоит в том, что на рынке нет единого уровня процентной ставки по рублям. Ставки на одинаковые сроки на рублевом межбанковском рынке по-прежнему довольно сильно отличаются в зависимости от того, что это за банк, каковы его финансовые показатели, репутация и устойчивость, к какому кругу банков он относится.

Дмитрий Юрьевич, а что такое структурированные продукты и чем они отличаются от деривативов?

Действительно, здесь тоже наблюдается смешение понятий. В структуре департаментов глобальных банков обязательно есть подразделение, занимающееся структурированными

продуктами (structured products), к которым обычно причисляют широкий круг инструментов, многие из которых также называют деривативами. К их числу обычно относят: варранты (warrants); ноты, привязанные к какому-либо активу, акции или кредитному риску (asset-linked-notes, equity-linked notes и credit linked notes, последние являются кредитными деривативами); ноты, привязанные к пассивам; конвертируемые ценные бумаги (convertible securities); экзотические опционы (exotic options); большое количество сложных видов свопов (например, частные размещения — private placements).

Мы видим, что понятия «деривативы» и «структурированные продукты» во многом пересекаются. Они часто приводятся в одном словосочетании Structured derivatives products. В чем же их различия?

Поскольку у регуляторов нет стандартного определения структурированных продуктов (FSA на этот счет ничего не говорит), рискну предположить, что деривативы — это более узкий и простой класс инструментов, которые связаны тем или иным способом с базовым активом (так сказать, проистекают (deriving) из него) и используются для страхования рисков, связанных с этим активом. Например, стандартные биржевые фьючерсные контракты. Структурированные продукты — более широкое и сложное понятие. Они — как конструктор, в котором базовыми деталями являются все возможные виды финансовых инструментов, начиная от vanilla products (самых простых конверсионных сделок, валютных форвардов и свопов) и кончая всевозможными деривативами на тот или иной риск. Допустим, вы в качестве финансового инженера сидите в своем отделе и конструируете сложные структурированные продукты, комбинируя, сшивая и склеивая различные виды сделок, контрактов и соответственно рисков на разных рынках, возможно, в различных валютах. На выходе получают довольно объемный многостраничный документ и презентационные материалы, описывающие этот сложный продукт для клиентов — потенциальных покупателей. Например, какая-нибудь нота, привязанная к какой-нибудь еврооблигации России, несущая в себе суверенный риск Российской Федерации (т.е. уже элементы кредитного дериватива), где купонные выплаты привязаны к купонной ставке по этой облигации, но гарантировано, что вложенная вами сумма не уменьшится (capital protected structure).

Этот сложный вид деятельности на Западе называется financial engineering. Там даже есть отдельная ассоциация, объединяющая таких вот финансовых инженеров, — International Association of Financial Engineers (IAFE).

Вы достаточно детально описали сложности, которые возникают при отнесении финансовых инструментов к различным видам. Что же делать с терминологией финансовых рынков, с определениями срочных сделок, деривативов и структурированных продуктов?

Я бы выдвинул лозунг «Давайте классифицировать!». На финансовых рынках нужен свой Карл Линней (например, в лице международной рабочей группы), который сгруппировал бы финансовые инструменты по видам, классам и т.д. Поскольку пионерами являются западные финансисты, то, мне кажется, ключевую роль должны играть международные саморегулируемые профессиональные ассоциации, например ISDA, ACI — Financial Markets Association, IAFE.

Сложности регулирования

А каким образом, то есть каким документом или практикой, по Вашему мнению, должен регулироваться этот рынок в России? Нужен ли нам специальный закон на эту тему?

Не будучи профессиональным юристом, я не стану вдаваться в тонкости гражданско-правового регулирования деривативов в России, но, по-моему, — это непаханое поле, на котором растет бурьян. Что касается регулирования данного рынка посредством издания специального закона, то, наверное, какой-то базовый закон должен быть, хотя, возможно,

начинать надо с нормативных актов отдельных регуляторов. Закон нужен главным образом для того, чтобы показать иностранцам, что мы извлекли уроки из того кризиса, а также для того, чтобы создать инфраструктуру рынка, назвать регулятора, определить его компетенцию, закрыть пробелы и противоречия с другими государственными документами, например с Гражданским кодексом. Сейчас никакой глобальный банк, находящийся в Лондоне, помня о неисполнении расчетных валютных форвардов в 1998 году, не будет работать с российскими банками по срочным деривативным инструментам, поскольку у нас отсутствует должное регулирование.

Если все же говорить о законе, то вначале все-таки необходимо определиться с тем, что должно быть предметом закона: срочные сделки или деривативы (как мы уже обсуждали, это не одно и то же) или структурированные продукты. Структурированные продукты вообще очень сложно расклассифицировать, ведь они собираются как конструктор, и каждый из них закрывает некий конкретный риск или их комбинацию. При этом начинать надо с определения того, что есть дериватив, а что — срочная сделка, задать хотя бы общую классификацию этих сложных финансовых инструментов.

В этой связи было бы логичнее говорить о законе, посвященном именно деривативам. При этом мне кажется, что попытка детально прописать в нем все виды инструментов бесполезна, поскольку постоянно будут рождаться новые деривативы, а также структурированные синтетические продукты, практика рынка будет постоянно меняться, всегда опережая нормотворчество. Посмотрите: на Западе регуляторы только в начале этого десятилетия обсуждали кредитные деривативы, возникшие за 10 лет до этого. Мне кажется, наш рынок и его регуляторы отстали еще больше.

Еще закон, видимо, должен определять некие общие, рамочные принципы функционирования рынка: кто является регулятором данного рынка (один регулятор или несколько, если два и более, то как они взаимодействуют), общие принципы работы рынка, роль и место профессиональных ассоциаций, механизмы защиты и разрешения споров. Возможно, определив общие критерии отнесения сделок к деривативам, надо делать ссылки на документы профессиональных ассоциаций (например, НВА²).

С другой стороны, идея регулирования рынка именно посредством закона небесспорна. Давайте зададимся вопросом: почему финансовые рынки наиболее развиты именно в Великобритании? Потому что там прецедентная система права, то есть не столь важно, написано ли в законе о той или другой сделке: существует практика, и она защищается судом. Банки же дорожат своей репутацией и уважают сложившиеся обычаи делового оборота и практику друг друга. По этой причине массовый отказ от исполнения обязательств по расчетным форвардам в России в 1998 году там просто невозможен. Конечно, банкротства имеют место, но отказа от исполнения своих обязательств быть попросту не может: оспаривать сделки, заключаемые всеми рыночными участниками, не будут. У нас же апеллировали к тому, что расчетные форварды являются сделками пари и не подлежат судебной защите.

Сейчас есть риск того, что закон будет оперировать неверными терминами, и могут произойти подмена, смешение понятий. На заре 90-х годов в нормативных и законодательных документах под ценными бумагами понимались фьючерсы и опционы (которые сейчас никто ценными бумагами не называет). Но тогда разработчикам закона было сложно найти рыночных профессионалов: не было рынка как такового и не было практики. Сейчас профессионалы в стране есть (хотя их немного), но главное — не совершать те же ошибки.

² Национальная валютная ассоциация объединяет крупные и средние российские банки. Более подробную информацию о ней можно получить на сайте ассоциации: www.nva.ru

Второй способ — опробованный на Западе — это движение по шагам, когда вместо одного всеобъемлющего закона, в который стараются засунуть все, появляются небольшие нормативные документы, посвященные одному небольшому классу финансовых инструментов, практике их обращения, учета. Например, тот же FSA, готовя нормативные документы по регулированию, облакает их в форму Consultation papers, которые предварительно обсуждаются с деловым сообществом и финансовыми практиками.

Если не будет закона, то каким образом может обеспечиваться защита участников рынка?

Абсолютно правильный вопрос. Та же НВА, членом Совета которой я являюсь, разработала «Стандарты работы и правила совершения сделок на внутреннем валютном и денежном рынках», представляющие собой некий кодекс поведения при заключении сделок на рынке. Фактически это модельный кодекс, аналог AIC Code of Conduct (Кодекс поведения Международной ассоциации финансовых рынков). Помимо этого НВА разработаны такие документы регулирования рынка, как Положение о формировании индикативной ставки MosPrime Rate (которая является базой для расчета купонного дохода первого облигационного займа ЕБРР с плавающей процентной ставкой в российских рублях), Положение о формировании индикативного валютного курса USD/RUR на межбанковском рынке Российской Федерации RIBER, Положение о формировании индикативной ставки предоставления рублевых кредитов (депозитов) на московском межбанковском рынке MosIBOR — Moscow Inter-Bank Offered Rate.

Для чего нужны такие документы? Они вводят терминологию и определяют понятия (например, понятия свопа и форварда). Нами была проведена серьезная работа по их классификации. Такой базовый документ позволяет рынку в дальнейшем саморегулироваться. Собственно НВА и была создана для того, чтобы продвигать правильную рыночную практику, поскольку практика и есть оптимальный инструмент регулирования.

Мне импонирует идея, что рынок производных может регулироваться и использовать процедуры судебного и внесудебного разрешения споров на основании сложившейся практики (и российской, и зарубежной), в том числе на основании документов, терминологии и правил заключения и исполнения, разрабатываемых профессиональными ассоциациями валютных и денежных дилеров, например Национальной валютной ассоциацией (НВА). Возможно, потребуется внести изменения в Гражданский кодекс, где описать виды деривативных договоров, чтобы обычные суды получили четкие определения, на которые можно было бы ссылаться.

С другой стороны, это вопрос все-таки узкоспециальный и потребует от судей соответствующих знаний. Не случайно на западных рынках получила широкое развитие практика решения споров либо третейскими судами, где арбитры назначаются из числа рыночных профессионалов, либо досудебного урегулирования, когда разрешение споров участников осуществляется специальной группой специалистов под эгидой профессиональной ассоциации. Стороны при этом, как правило, принимают их советы и рекомендации и исполняют соответствующие решения в добровольном порядке.

Кредитные деривативы — новый шаг

Хотелось бы узнать Ваше мнение по поводу нового вида производных — кредитных деривативов, которые Вы упоминали выше. Для начала несколько вопросов по части статистики. Каковы объемы этого рынка?

Если говорить о кредитных деривативах, более точно — о свопах кредитного дефолта (credit default swap — CDS), как о базовом инструменте, то этот рынок динамично развивался с начала 90-х годов. По оценкам British Bankers Association, которая ведет

соответствующую статистику, на начало 2002 года общий объем находящихся в обращении заключенных, но не истекших (от англ. outstanding) сделок credit default swaps составлял порядка 1,6–2 триллионов долларов. В 2003 году, по подсчетам инвестиционного банка JP Morgan, ежедневный объем операций составлял порядка 30–40 миллиардов долларов.

Конечно же, эти объемы существенно меньше, чем дневные обороты, например, мирового рынка форекс (там в день заключается сделок на сумму около 3 миллионов долларов), но все же достаточно прилично. Рынок достаточно ликвиден, на нем всегда есть котировальщики, и этот рынок продолжает расти. Причина этого очевидна — желание страховать кредитные риски, точнее, снимать их. Из всего списка финансовых рисков кредитный всегда стоит на первом месте.

О важности производных инструментов для развития экономики сегодня говорят довольно много. А каковы перспективы рынка кредитных деривативов в России?

Чтобы оценить перспективы его развития в России, нужно проанализировать, кто может являться потребителем кредитных деривативов. Они нужны тем, у кого нет аппетита к кредитным рискам или кому регуляторы ограничивают максимальный их объем размерами капитала (см. последние Базельские положения о достаточности капитала).

С одной стороны, можно утверждать, что аппетит к кредитному риску на активы, имеющие российское происхождение, существенно меньше за рубежом, чем внутри страны (Россия все-таки продолжает относиться к категории развивающихся рынков — emerging markets).

Любой кредитор или инвестор в долговую ценную бумагу несет кредитный риск. К примеру, некая крупная российская компания выпускает евробонды (сегодня на международных рынках новые выпуски еврооблигаций, осуществляемых российскими компаниями, расходятся, как горячие пирожки зимой), а параллельно с ними функционирует рынок credit default swaps, поскольку многие западные инвесторы хотят снять с себя кредитный риск российского заемщика, риск дефолта и оставить себе только экономическую выгоду: получение основного долга и процентов по нему. При этом, в принципе, российские компании, размещающие свои долговые бумаги на Западе, должны быть заинтересованы в поддержке и развитии рынка кредитных деривативов на свои бумаги с целью увеличения числа потенциальных инвесторов.

Наши отечественные инвесторы и банки, находясь внутри страны, наоборот, как правило, готовы нести кредитные риски, особенно на компании сырьевого сектора (посмотрите на бурный рост кредитных портфелей российской банковской системы за последние годы).

По этой причине, мне кажется, рынок кредитных деривативов на российские активы будет более развит на Западе, чем внутри России.

С другой стороны, давайте зададимся вопросом: будут ли российские компании покупать credit default swaps, инвестируя в зарубежные активы? Валютное регулирование только-только либерализовали, и портфельные инвестиции в западные инструменты растут. Поэтому потенциальный интерес к страхованию кредитного риска западных заемщиков возможен. Так, в последние годы в Америке ухудшился кредитный рейтинг автомобильных компаний. Например, облигации автомобильного концерна Ford с высокой доходностью стоили дешевле, чем еврооблигации некоторых развивающихся стран. Я не исключаю того, что если бы какой-нибудь продвинутый с точки зрения риск-менеджмента российский инвестор захотел купить Ford и при этом снять риски, то такая схема возможна. Но это весьма гипотетическая ситуация, поскольку таких инвесторов у нас мало. При этом заметьте, что покупать кредитные деривативы они будут на международных рынках, то есть опять-таки приходится констатировать, что этот рынок скорее «там», чем «здесь».

В большинстве случаев, я полагаю, российские компании при покупке облигаций зарубежных эмитентов вряд ли будут снимать кредитный риск приобретением credit default swaps, и перспектива роста числа наших участников на этом рынке весьма низка. Это связано с тем, что наши портфельные инвесторы, не являясь изощренными профессионалами, станут скорее покупать облигации каких-то известных компаний, имеющих нормальный кредитный рейтинг. Доходность, правда, по таким бумагам обычно довольно низкая. Но риски по таким бумагам будут браться автоматически, по умолчанию, как, например, риски на американский доллар. Аналогичным образом риск будет взят и на вложения в такие бумаги. Что же касается инвестиций в третьесортные бумаги иностранных эмитентов, то мне кажется, что в России интереса к ним практически нет и этим пока никто не занимается. Конечно, существуют отдельные фонды по управлению активами, основанные русскими, но они инвестируют в основном в простые и понятные долговые инструменты, по которым хотят нести риски, надеясь на высокий доход.

А как Вы оцениваете будущее этого рынка?

Конечно, кредитные деривативы — вещь, полезная для рынка, но в них «защита» одна проблема, которая на первый взгляд не видна. На Западе сейчас активно ведется дискуссия по этому поводу, в ней принимал участие и Джордж Сорос, который называл кредитные деривативы очень опасным инструментом и призывал их запретить.

В чем суть этой проблемы? Например, покупая евробонд Газпрома, вы берете на него кредитный риск. Вам необходима «защита» (protection) в виде CDS. Где вы покупаете этот своп? В каком-нибудь крупном международном банке, в котором есть департамент деривативов и структурированных продуктов, а в нем есть группа кредитных деривативов.

При этом вы снимаете этот кредитный риск, а банк берет этот риск на себя. Куда он его потом денет?

Если международный банк готов взять столько-то риска в рамках своего лимита на Россию и российских заемщиков (в крупных банках существуют страновые лимиты), он «положит его себе на книжку», то есть возьмет в позицию. Если лимита нет, он может перепродать его какому-нибудь другому банку или институциональному инвестору (например, страховой компании или хедж-фонду).

Таким образом, в результате может случиться, что все эти риски скопятся у каких-то не очень высокочастных банков. Например, JPMorgan продал риски более мелкому банку, а тот — еще более мелкому или страховой компании. В теории риски должны распределяться равномерно, диверсифицироваться, а в случае кредитных деривативов риски могут скопиться в каком-то темном углу.

При этом общий объем кредитных рисков в финансовой системе не уменьшился. Эта проблематика сейчас очень беспокоит финансовых профессионалов и регуляторов — они отмечают, что не обладают точной информацией о зонах концентрации кредитного риска. Поэтому дальнейшее развитие рынка кредитных деривативов будет испытывать мощное ограничительное влияние регуляторов.

Сходная ситуация в плане перераспределения рисков была с расчетными форвардными контрактами в России, покупая которые, иностранные инвесторы в рублевые ГКО страховали валютный риск. Инвесторы покупали расчетные форварды у крупных западных банков в лице их российских «дочек». «Дочки», в свою очередь, покупали форварды у Инкомбанка, банков «Империал», «СБС-Агро», «Российский Кредит» — крупных системообразующих российских банков, которые покупали у более мелких, те же — у еще более мелких, которые их просто брали себе на позицию. Образовывались цепочки сделок, которые в конечном итоге заканчивались где-то на задворках банковской

системы. В ситуации кризиса и девальвации рубля возникла обратная цепочка неисполнения, ведь риски были сконцентрированы неравномерно.

Использование кредитных деривативов потенциально создает другую серьезную проблему для устойчивости финансовых рынков — они искажают систему оценки рисков. Появляется соблазн: вместо того чтобы кредитные риски оценивать и брать разумно (например, вместо бумаг одного эмитента купить на ту же сумму бумаги нескольких), просто приобрести страховку в виде credit default swaps и как будто снять проблему. Но, убрав их, таким образом, вы просто взяли риск на вашего контрагента, а первоначальный кредитный риск остался внутри системы. Рост оборотов приводит к увеличению совокупного объема кредитных рисков.

