

УДК 336.763.3

<http://doi.org/10.35854/1998-1627-2026-4-530-543>

Перспективы развития российского рынка кредитных производных финансовых инструментов

Илья Игоревич Добрица

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия, iidobrica@gmail.com

Аннотация

Цель. Сформулировать и обосновать направления развития российского рынка кредитных деривативов, а также показать их перспективы.

Задачи. На основании анализа зарубежной и российской практики, статистических данных о мировом рынке кредитных деривативов определить перечень потенциальных продавцов кредитной защиты на отечественном рынке; разработать рекомендации по развитию на нем торгово-расчетной и постторговой инфраструктуры; сформулировать ряд направлений по совершенствованию отечественной стандартной документации применительно к сделкам с кредитными деривативами.

Методология. Исследование основано на методах сравнительного анализа и синтеза научного и практического экономического знания, обеспечивающих комплексное рассмотрение проблемы организации рынка кредитных деривативов в России. Автором также использован метод структурного анализа статистических данных о зарубежных рынках кредитных деривативов.

Результаты. В исследовании представлен анализ текущего состояния и перспектив развития в России рынка кредитных деривативов. С учетом статистических данных зарубежных рынков и опыта ряда стран (в частности, Бразилии) автором определены ключевые субъекты, способные выступать в роли потенциальных продавцов кредитной защиты на российском рынке: в качестве таковых для облигаций первого уровня листинга выделены системно значимые кредитные организации, обладающие развитой системой управления рисками. Для облигаций второго и третьего эшелонов (в том числе выпусков малого и среднего бизнеса) в качестве поставщика защиты обосновано привлечение Банка корпорации малого и среднего предпринимательства. Выявлена необходимость и сформированы предложения по совершенствованию стандартной документации НАУФОР RISDA в аспекте включения в нее понятий и определений кредитного дериватива, механизма оценки премии и подходов к конструированию так называемых ванильных версий инструментов данного класса. Автором сформулирован ряд требований по организации торгово-расчетной и постторговой инфраструктуры рынка кредитных деривативов: необходимость внедрения института центрального контрагента, выставление двусторонних маржинальных требований, установка лимитов на открытие позиций и непрерывная оценка финансовой устойчивости для продавцов кредитной защиты. Определены потенциальные субъекты инфраструктуры: АО НКО «Национальный клиринговый центр» (центральный контрагент) и АО НКО «Национальный расчетный депозитарий» (центр раскрытия информации).

Выводы. Проведенный анализ подтверждает, что, несмотря на отсутствие системных сделок с кредитными деривативами в России, рынок инструментов данного класса обладает значительным потенциалом для развития. Для целей формирования стабильного, ликвидного и надежного рынка необходима реализация комплекса предложенных автором мер. Среди них — определение пула организаций, допущенных к предоставлению кредитной защиты (от системно значимых банков до институтов развития предпринимательства), совершенствование стандартной документации, а также развитие торгово-расчетного и постторгового компонентов инфраструктуры рынка. По мнению автора, реализация предложенных в исследовании мер позволит не только снизить общий уровень кредитных рисков в отечественной экономике, но и повысить инвестиционную привлекательность корпоративных облигаций, что положительно отразится на развитии отечественного фондового рынка в целом.

© Добрица И. И., 2026

Данная статья является статьей открытого доступа, распространяемой в соответствии с условиями лицензии Creative Commons Attribution 4.0 License (CC BY 4.0) (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

Ключевые слова: кредитный дериватив, кредитный дефолтный своп, кредитный риск, продавцы кредитной защиты, страховка от дефолта, центральный контрагент, маржинальные требования, фонд защиты от дефолта, стандартная документация

Для цитирования: Добрица И. И. Перспективы развития российского рынка кредитных производных финансовых инструментов // *Экономика и управление*. 2026. Т. 32. № 4. С. 530–543. <http://doi.org/10.35854/1998-1627-20264-530-543>

Development prospects for the Russian credit derivatives market

Ilya I. Dobritsa

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia, iidobrica@gmail.com

Abstract

Aim. This work aimed to formulate and substantiate development trends for the Russian credit derivatives market and demonstrate their prospects.

Objectives. Based on an analysis of international and Russian practices and statistical data on the global credit derivatives market, the work seeks to identify a list of potential sellers of credit protection in the Russian market; develop recommendations for developing trading, settlement, and post-trade infrastructure; and formulate a number of areas for improving Russian standard documentation applicable to credit derivatives transactions.

Methods. The study is based on comparative analysis and synthesis of scientific and practical economic knowledge, providing a comprehensive examination of the organization of the credit derivatives market in Russia. The author also used a structural analysis of statistical data on international credit derivatives markets.

Results. The study presents an analysis of the current state and development prospects of the credit derivatives market in Russia. Based on statistical data from foreign markets and the experience of several countries (in particular, Brazil), the author identified key entities capable of acting as potential sellers of credit protection in the Russian market. For Level 1 bonds, systemically important credit institutions with well-developed risk management systems are selected as such entities. For second- and third-tier bonds (including small and medium-sized enterprise issues), the involvement of a small and medium enterprise corporation bank as a protection provider is justified. The need is identified and proposals are formulated for improving the standard documentation of National Association of Stock Market Traders RISDA in terms of incorporating the concepts and definitions of credit derivatives, the premium valuation mechanism, and approaches to constructing so-called vanilla versions of instruments in this class. The author formulates a number of requirements for the organization of the trading, settlement, and post-trade infrastructure of the credit derivatives market, namely the need to implement a central counterparty institution, set bilateral margin calls, set limits on opening positions, and assess continuously the financial stability of credit protection sellers. Potential infrastructure entities have been identified, namely National Clearing Center (central counterparty) and National Settlement Depository (information disclosure center).

Conclusions. The analysis confirms that, despite the lack of systemic transactions with credit derivatives in Russia, the market for this class of instruments has significant potential for development. In order to create a stable, liquid, and reliable market, it is necessary to implement a set of measures proposed by the author. These include defining a pool of organizations authorized to provide credit protection (from systemically significant banks to entrepreneurship development institutions), improving standard documentation, and developing the trading, settlement, and post-trade components of the market infrastructure. The author believes that implementing the measures proposed in the study will not only reduce the overall level of credit risk in the Russian economy but also increase the investment attractiveness of corporate bonds, which will positively impact the development of the Russian stock market as a whole.

Keywords: credit derivative, credit-default swap, credit risk, credit protection sellers, default insurance, central counterparty, margin requirements, default protection fund, standard documentation

For citation: Dobritsa I.I. Development prospects for the Russian credit derivatives market. *Ekonomika i upravlenie = Economics and Management*. 2026;32(4):530-543. (In Russ.). <http://doi.org/10.35854/1998-1627-20264-530-543>

Введение

В настоящее время на российском рынке корпоративного облигационного долга прослеживаются тенденции к учащению возникновения различных кредитных событий, выраженных в отказе эмитента от обслуживания долга в виде неплатежей по купонам и отсутствию возможности погашения обязательств в установленную дату. Данный тренд может быть объяснен удержанием в экономике высоких процентных ставок и, как следствие, высокой стоимостью финансирования и рефинансирования долга, а также ростом интереса инвесторов к корпоративным облигациям, в особенности к «высокодоходному» сегменту рынка. Справедливым считаем утверждение о возрастании общего уровня кредитного риска в долговом сегменте российского фондового рынка.

Одним из наиболее эффективных подходов к хеджированию такого риска служит использование кредитных деривативов, то есть финансовых инструментов, механизм которых позволяет передать рисковую составляющую в базовом долговом обязательстве третьей стороне, в частности так называемому продавцу кредитной защиты. Применение этих контрактов будет способствовать сведению практически к нулю возможных негативных последствий от реализации кредитных событий.

Вместе с тем дополним, что в момент проведения настоящего исследования, за исключением ряда крупных точечных договоров, системные сделки с кредитными деривативами на российском рынке фактически отсутствуют.

Материалы и методы

Теоретическая база исследования основана преимущественно на трудах зарубежных авторов. Наиболее широко тематика развития рынка кредитных деривативов, в частности клиринговых систем, для этих рынков раскрыта в работах Х. Рютера (2007), Л. К. Дж. Перрера (2011), Р. Брендсена (2020), М. Тивоник (2020, 2024), М. Фреж и К. Муратова-Жабо (2021), Л. Бо (2021) и др. Отдельно обратим внимание на труды российских исследователей, в частности,

А. Селивановского (2009, 2022), Э. Халимуллина (2012), Н. Кравцовой и А. Никоноровой (2021), В. Антюшиной (2022), А. Новодворского (2023), С. Сумарюк (2025), А. Клементьева (2025) и др.

Методы сравнительного анализа и синтеза научного и практического знания применены в исследовании для формирования перечня потенциальных продавцов кредитной защиты, при сопоставлении стандартной документации для срочных производных сделок ISDA (используемой в международной практике) и НАУФОР RISDA (используемой в российской практике) в разработке и доработке требований к торгово-клиринговой и постторговой инфраструктуре рынка кредитных деривативов в России, а также изучении опыта организации рынка кредитных деривативов в Бразилии с целью его проецирования на отечественную экономику.

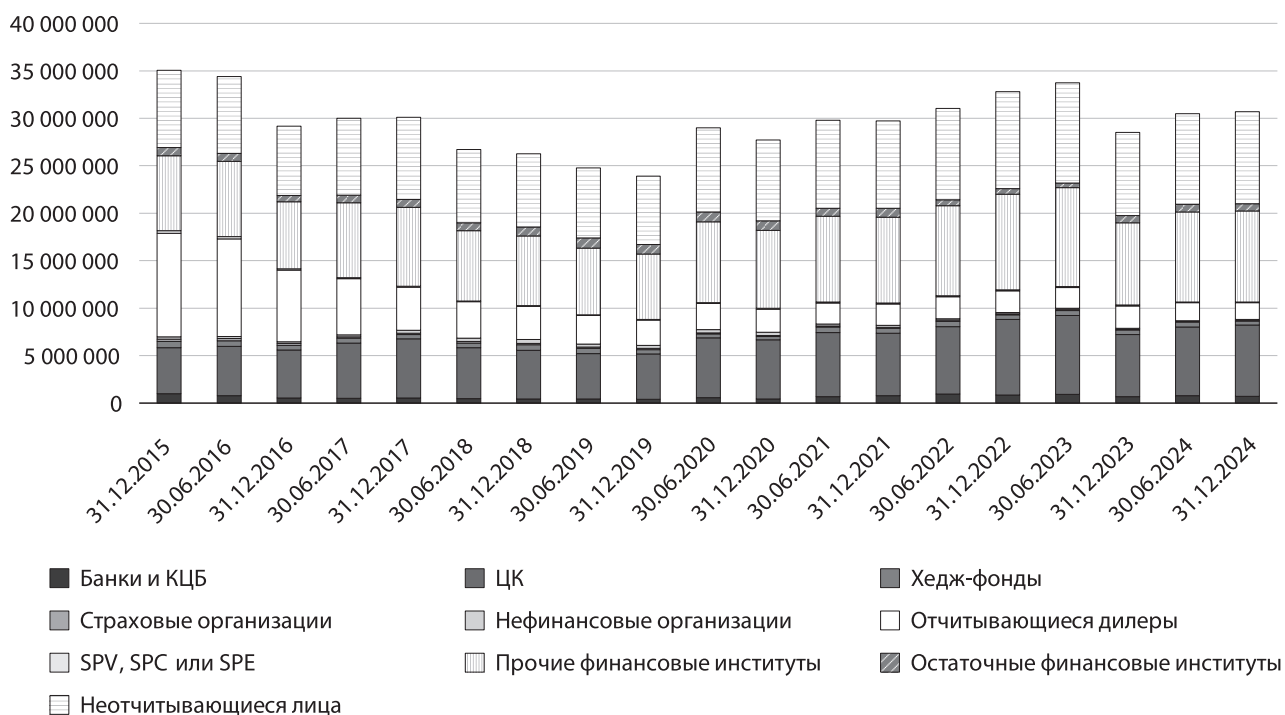
Результаты и обсуждение

Для целей формирования перечня перспективных участников российского рынка кредитных деривативов нами рассмотрены зарубежный опыт и статистика. Так, на зарубежных финансовых рынках кредитные деривативы представляют собой распространенный и эффективный инструмент для хеджирования риска контрагента и осуществления торговых операций (распределение по данным целям между участниками торгов приблизительно равное [1]).

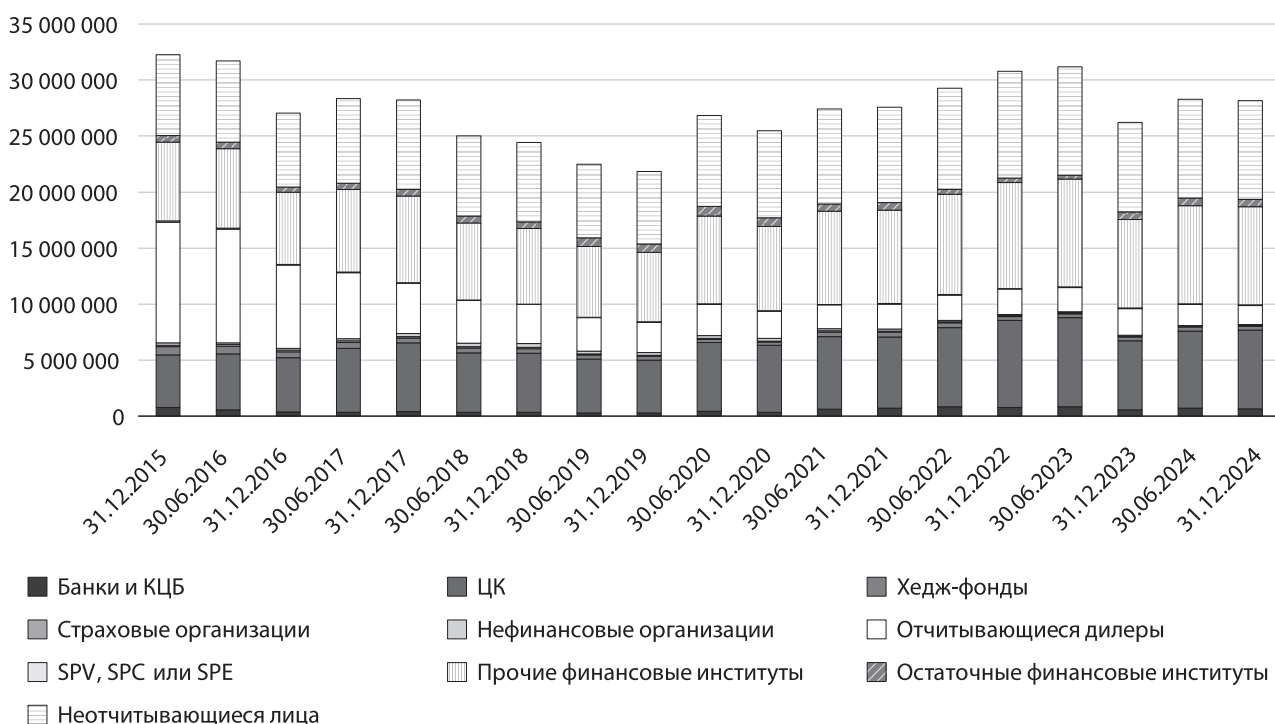
В качестве основного провайдера информации о сделках с кредитными деривативами на мировых финансовых рынках выступает Банк международных расчетов (англ. Bank of International Settlements, BIS). Данные банк агрегирует и публикует раз в полгода: они содержат в себе информацию о сделках с биржевыми и внебиржевыми кредитными деривативами. Поставщиками данных служат более 330 участников рынка из 12 подотчетных BIS и 30 дополнительных юрисдикций, в том числе своп-дилеры, коммерческие и инвестиционные банки, инвестиционные фонды и т. д. Информация раскрывается в основном по CDS, поскольку сделки с другими типами кредитных деривативов носят менее массовый характер¹.

На рисунках 1 и 2 представлены данные о номинальных приобретенных и проданных

¹ OTC derivatives statistics // BIS Data Portal. URL: https://data.bis.org/topics/OTC_DER (дата обращения: 15.02.2026).



Источники: составлено автором на основе данных BIS. См.: OTC derivatives statistics // BIS Data Portal. URL: https://data.bis.org/topics/OTC_DER (дата обращения: 15.02.2026).



объемах CDS. Гранулярность данных полугодовая, период обзора — с 31 декабря 2015 г. по 31 декабря 2024 г. Данные на диаграммах декомпозированы относительно участников торгов, при этом приобретенный CDS подразумевает под собой получение кредитной защиты, а проданный — наоборот, ее предоставление.

Наиболее существенную долю среди участников рынка CDS занимают центральные контрагенты, так называемые прочие финансовые институты, а также неотчитывающиеся дилеры. Определения этих терминов раскрыты BIS в Рекомендациях по отчетности¹. К прочим финансовым институтам отнесены финансовые учреждения, являющиеся конечными пользователями финансовых услуг, а именно фонды (пенсионные, взаимные, инвестиционные) и небанковские финансовые организации (общества), в том числе лизинговые, строительные и др. Неотчитывающиеся дилеры — это коммерческие и инвестиционные банки, расположенные в 30 неподотчетных BIS юрисдикциях, преимущественно в странах и регионах с развивающимся рынком, например государствах Азиатско-Тихоокеанского региона и Латинской Америки. Как видно на рисунках 1 и 2, доля таких юрисдикций в общем объеме сделок с CDS возросла практически вдвое. Наибольшая доля сделок с CDS приходится на Бразилию и Китайскую Народную Республику.

Наибольший интерес представляет бразильский кейс, поскольку финансовый рынок этой страны похож на российский по составу участников и инфраструктуре: оба рынка основаны на «банковской» модели, на обоих рынках в течение последних пяти-десяти лет активно используют сложные финансовые инструменты. Кроме того, за последние 20 лет коммерческие банки Бразилии интенсивно наращивают объемы операций с CDS.

Хронология развития бразильского рынка кредитных деривативов подробно освещена в исследовании Х. Рютера [2]. «Авторизация» транзакций с инструментами, являющимися кредитными деривативами, осуществлена Центральным банком Бразилии в 2002 г. с выпуском резолюции № 2.933/02. В документе сформирован перечень организаций, которые могли выступать продавцами кредитной защиты посредством принятия

на себя кредитного риска. К таким организациям отнесены инвестиционные и коммерческие банки, лизинговые компании и агентства по недвижимости, иные кредитно-финансовые общества. Покупателями кредитной защиты могли выступать все организации, в том числе корпоративные.

Одним из главных требований, установленных регулятором бразильского рынка, было обязательство регистрации сделок продавцами кредитной защиты в специальных органах (BM&F или CETIP) [2; 3]. Аналогом этих организаций в России выступает торговый репозиторий АО НКО «Национальный расчетный депозитарий» (НРД). Последующей резолюцией Центрального банка Бразилии под № 3.106/02 [2] ограничен перечень доступных для сделок и операций кредитных деривативов: к разрешенным инструментам отнесены лишь CDS и TRS. При этом заключение опционов на указанные контракты также оказалось под запретом, поскольку, как утверждает регулятор, такие операции кратно увеличивали системные риски финансовой системы.

После официальной авторизации регулятором кредитные деривативы в Бразилии стали пользоваться большой популярностью. Так, в 2011 Л. К. Дж. Перрера и ряд других авторов провели эмпирическое исследование среди 160 коммерческих банков, осуществлявших сделки с кредитными деривативами [3]. Целью исследования служила оценка потребностей банков в операциях с кредитными деривативами. Среди выборки — 82 банка «малого размера» со стоимостью активов менее 1 млрд реалов, 56 банков «среднего размера» со стоимостью активов от 1 до 10 млрд реалов и 18 банков «крупного размера» со стоимостью активов более 10 млрд реалов. В результате исследования установлено, что большинство банков не просто заинтересованы в кредитных деривативах, а регулярно заключают сделки с ними. Кроме того, руководство банков «малого» и «среднего» размеров утверждало, что расширению количества и объемов этих операций мешают жесткие требования регулятора, в основном к минимальной стоимости собственных средств. Следовательно, несмотря на недавнее (по отношению к дате публикации исследования) завершение глобального экономического ипотечного

¹ Reporting guidelines for amounts outstanding at end-June 2025 for non-regular reporting institutions // Bank of International Settlements. May 14. 2024. URL: https://www.bis.org/statistics/triennialrep/2025survey_guidelinesoutstanding.pdf (дата обращения: 15.02.2026).

кризиса, коммерческие банки представляли кредитные деривативы как эффективный способ хеджирования рисков при вложениях в портфели облигаций.

Независимо от пожеланий рынка, такие регуляторные ограничения справедливы для любой развивающейся финансовой системы. Возвращаясь к российскому рынку, справедливым считаем утверждение о том, что передача существенных объемов кредитных рисков в небольшие банковские организации с минимальным объемом собственных средств, вероятнее всего, окажет негативное влияние на их финансовую устойчивость в частности и устойчивость финансовой и банковской систем в целом. Тем более что кредитные деривативы служат привлекательным инструментом при осуществлении непокрытых сделок и операций для получения дохода в виде премии.

На основании международной практики, данных BIS¹, а также опыта Бразилии [2; 3] верным представляется утверждение о том, что на гипотетическом российском рынке кредитных деривативов в качестве главных продавцов кредитной защиты могут выступать крупнейшие банки. К ним можно отнести системно значимые кредитные организации (СЗКО), в штате которых работают казначеи и трейдеры с высоким уровнем профессиональной квалификации, имеющие отлаженную, четко выстроенную систему риск-менеджмента и строго выполняющие требования регулятора по нормативам достаточности собственных средств и капитала.

Приведенная выше гипотеза подтверждается практикой. В январе 2024 г. на отечественном рынке заключена сделка с кредитным дефолтным свопом CDS, в полной мере регулируемым российским правом. Сторонами сделки выступили два крупных банка (ПАО «Сбербанк» и ПАО «МКБ»), а базовым долговым обязательством — кредит, выданный одной из сторон сделки,

некой корпоративной организации². Данная сделка упомянута и в ежегодном аналитическом материале Банка России «Рынок производных финансовых инструментов»³.

Тем не менее, согласно данным BIS⁴ и ISDA⁵, а также бразильскому опыту использования кредитных деривативов, в роли продавцов кредитной защиты могут быть заинтересованы не только крупные и системно значимые банки, но и, например, небанковские финансовые корпорации различного размера и с разным объемом средств. Исходя из приведенного примера сделки между ПАО «Сбербанк» и ПАО «МКБ», логичным считаем вывод о том, что потенциально интерес СЗКО к кредитным деривативам может находиться исключительно в области крупных кредитов и облигационных портфелей, не затрагивая более мелкие позиции иных участников рынка. В данном контексте представляется актуальным определение гипотетического продавца кредитной защиты для малых и средних участников, количество которых значительно больше крупных компаний.

В качестве примера организации может выступать Банк Федеральной корпорации по развитию малого и среднего предпринимательства (Банк корпорации МСП). Организация оказывает финансовую поддержку предприятиям малого и среднего бизнеса путем выдачи поручительств по биржевым облигациям в виде гарантии их исполнения.

Банк МСП предоставляет юридическим лицам — владельцам облигаций финансовую поддержку в виде компенсации стоимости вложений в случае реализации одного из следующих кредитных событий:

- 1) невыплаты купонов в установленную эмитентом дату;
- 2) отказа от погашения облигаций в установленную дату;
- 3) инициализации в отношении эмитента процедуры банкротства или ликвидации юридического лица;

¹ OTC derivatives statistics // BIS Data Portal. URL: https://data.bis.org/topics/OTC_DER (дата обращения: 15.02.2026).

² Сбер и МКБ заключили первый кредитно-дефолтный своп, регулируемый российским правом // ПАО «Сбербанк». 2024. 13 февраля. URL: <https://www.sberbank.ru/ru/sberpress/business/article?newsID=f572f9ab-b2c3-4b32-8553-b79923e2f799&blockID=8a17129a-cf00-4b6d-b8b8-fe57ee628586®ionID=77&lang=ru&type=NEWS> (дата обращения: 15.02.2026).

³ Рынок производных финансовых инструментов: информационно-аналитический материал. 2024 // Банк России. URL: https://www.cbr.ru/collection/collection/file/50717/derivatives_market_2024.pdf (дата обращения: 15.02.2026).

⁴ OTC derivatives statistics // BIS Data Portal. URL: https://data.bis.org/topics/OTC_DER (дата обращения: 15.02.2026).

⁵ Usher G. ISDA publishes 2014 Credit Derivatives Definitions Protocol // Fieldfisher. August 27. 2014. URL: <https://www.fieldfisher.com/en/insights/isda-publishes-2014-credit-derivatives-definitions-protocol> (дата обращения: 20.01.2026).

4) отсутствия у эмитента возможности исполнения ковенантов по выпуску.

Гарантию предоставляют на условиях выплаты Банком МСП страховой премии, как правило, или в момент заключения договора, или с периодичностью раз в год в размере фиксированной ставки в 0,75 % от стоимости позиции под кредитным риском. Однако гарантия Банка МСП не является кредитным дефолтным свопом, поскольку не содержит в себе его неотъемлемых характеристик, таких как:

1) отсутствие механизма рыночного ценообразования и возможности перепродажи гарантии третьим лицам на открытом рынке;

2) характеристики договора поручительства унифицированы, а не определяются индивидуально параметрами базовой облигации, например рыночной ценой, вероятностью реализации кредитного события, финансовым положением эмитента и т.д., то есть отсутствует признак производности от базовой облигации, а значит, инструмент не является деривативом;

3) выплата компенсации происходит в течение трех месяцев с даты реализации кредитного события, в отличие от CDS, при котором компенсация перечисляется существенно быстрее;

4) заключение договоров не осуществляется на основании генерального соглашения;

5) порядок заключения договора поручительства регулируется Гражданским кодексом Российской Федерации (РФ), а не Федеральным законом от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»;

6) стороны не отчитываются о сделке в репозиторий АО НКО НРД.

Тем не менее Банк МСП имеет существенный опыт в заключении похожих на кредитные деривативы договоров, которые, согласно стандарту IFRS 9, могут быть классифицированы именно как финансовые инструменты (поскольку у инвестора возникает гипотетический актив в виде потенциальной компенсации, а у Банка МСП — обязательство по уплате данной компенсации), главной целью которых служит предоставление защиты от неисполнения обязательств по

базовой облигации. Таким образом, справедливой считаем позицию о том, что именно Банк МСП может стать гипотетическим дилером CDS на рынке кредитных деривативов для облигаций второго и третьего эшелонов, к тому же на существенно меньшие, по сравнению с СЗКО, объемы.

Для целей регламентации экономических и правовых отношений между сторонами сделки с кредитными деривативами в российской и международной практике используют специальный документ — Генеральное соглашение, в котором определены правила заключения, изменения и прекращения срочных сделок. О важности регулирования договорных отношений между сторонами сделки по кредитным деривативам, в том числе посредством Генерального соглашения, речь идет в трудах А. Клементьева и А. Касаткиной [4], а также С. Сумарюк и Ю. Кабановской [5].

В международной практике используется документация, созданная по стандартам International Swaps and Derivatives Association (ISDA), в отечественной — по стандартам НАУФОР RISDA. Текущая российская документация служит переводной версией более ранней международной, с некоторыми изменениями и дополнениями. В контексте настоящего исследования целесообразно сконцентрироваться на сравнительном анализе различий этих документов.

Проблема разработки отечественной стандартной документации рассмотрена в 2009 г. А. Селивановским [6], а о практике использования кредитных деривативов речь идет в статье Н. Кравцовой и А. Никоноровой [7]. Тем не менее во всех трех редакциях (от 2011, 2015 и 2024 гг.) документация по-прежнему не приведена в соответствие международным стандартам и лучшим практикам.

Во-первых, в документации RISDA¹, в отличие от ISDA², отсутствует определение кредитного дериватива как финансового инструмента. В Федеральном законе от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» тоже не определены понятие и функции кредитного дериватива как финансового инструмента³.

¹ Стандартная документация для срочных сделок на финансовых рынках. 2011 // НАУФОР. URL: https://naufor.ru/risda/files/Standart_docs.pdf (дата обращения: 15.02.2026).

² Usher G. Op. cit.

³ О рынке ценных бумаг: федер. закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ (последняя редакция) // Справ.-правовая система «КонсультантПлюс». URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/?ysclid=mn5t6c0h9z625470452 (дата обращения: 20.02.2026).

Во-вторых, закрепленный в документации RISDA подход к расчету стоимости возмещения при реализации кредитного события не учитывает фундаментальных детерминантов деятельности эмитента и рыночных характеристик базовой облигации, применение которых при оценке обусловлено экономической сущностью CDS. Обоснование перечня необходимых для оценки детерминант и моделирование потоков платежей по гипотетическим CDS для российского рынка приведены нами ранее, в предыдущих исследованиях [8; 9]. Кроме того, в документации RISDA отсутствуют подходы к оценке премии за предоставление кредитной защиты по CDS.

Среди достоинств документации RISDA — полный и подробный с точки зрения раскрытия экономического смысла перечень кредитных событий, отраженных в четвертой главе. Одним из главных недостатков подходов НАУФОР к формированию стандартной документации видится отсутствие рекомендаций для участников рынка в аспекте конструирования кредитных деривативов. В стандартах ISDA, напротив, эти подходы раскрыты, акцент сделан на финансовом инжиниринге *single-named CDS*, как наиболее популярных инструментах данного класса. В частности, ISDA определяет:

1) методику расчета премии за предоставление кредитной защиты, указывая, что она напрямую зависит от изменений кредитного риска по базовой облигации;

2) различные подходы к оценке возмещения при реализации кредитного события.

Таким образом, при помощи документации ISDA любой участник торгов может сконструировать подходящий ему «ванильный» кредитный дериватив. Кроме того, ISDA регулярно публикует собственные расчеты по ценообразованию ставок для CDS-премий.

Одна из важнейших составляющих рынка любых финансовых инструментов — информационная инфраструктура, поскольку для его прозрачного функционирования необходимо регулярное раскрытие достоверных данных о котировках и сделках. На российском рынке для всех внебиржевых деривативов в качестве главного центра сбора, хранения, обработки и раскрытия информации о сделках выступает торговый репозиторий АО НКО НРД. Помимо этого, в 2024 г. Cbonds, совместно с ПАО «Сбербанк», начал публиковать торговые данные и котировки по CDS, выписанным на облигации

крупнейших российских эмитентов. В их числе — ГМК «Норильский никель», Газпром Нефть, Ростелеком, АЛРОСА, МегаФон, РусГидро, Акрон и РУСАЛ. Тем не менее инструменты не запущены ни на организованных торгах, ни во внебиржевой секции ПАО «Московская Биржа», так как в репозитории данные по сделкам с ними отсутствуют. Из этого следует, что большинство контрактов CDS заключают в виде простых договоров, без отправки отчетности в репозиторий. Кроме того, по представленным Cbonds данным, определение объемов и направлений сделок, а также их сторон не представляется возможным.

Помимо приведенного выше, для организации торговли кредитными деривативами необходимо отобрать надежную трейдинговую систему. Площадкой для заключения сделок и операций с ними может выступать ПАО «Московская Биржа» со своими развитыми системами торговли стандартизированными деривативами (СПФИ) и более сложными внебиржевыми контрактами, а также интегрированными системами клиринга и расчетов по сделкам, как в АО НКО «Национальный клиринговый центр» (НКЦ), и учета позиций участников торгов в репозитории АО НКО «Национальный расчетный депозитарий» (НРД).

Важнейшим аспектом организации торговли гипотетическими кредитными деривативами является внедрение на рынке централизованного клиринга с ежедневным расчетом и оценкой маржинальных требований для покупателей и продавцов кредитной защиты. При этом для последних требования должны быть существенно строже.

На зарубежных финансовых рынках рекомендации по организации клиринга кредитных деривативов разрабатывают как биржи, клиринговые палаты (в частности, биржи Intercontinental Exchange (ICE) и лондонская клиринговая палата London Clearing House LCH SA), саморегулируемые организации по типу ISDA, так и органы государственной власти (в качестве примера может быть приведена директива Европейского союза 2014/65/EU) [10].

Вопрос организации централизованного клиринга для кредитных деривативов получил широкое освещение в трудах зарубежных исследователей, (например, С. М. Баркера [11]). В работах М. Тивоник [12; 13] рассмотрены, среди прочих аспектов, различные математические методы и подходы

Организация централизованного клиринга по Р. Берндсену

Table 1. R. Berndsen central clearing organization

№	Вопрос	Ответ
1	Осуществлять или не осуществлять централизованный клиринг?	Осуществлять, поскольку наличие клиринга по технологии с ЦК способствует росту доверия к кредитным дериватам со стороны потенциальных участников рынка и повышает спрос на данный класс инструментов
2	Если на рынке уже есть один ЦК, каково их оптимальное количество?	В связи с отсутствием на российском рынке системных сделок с кредитными деривативами для запуска первых контрактов и начала торгов необходим один клиринговый центр в лице АО НКО НКЦ
3	Какие экстремальные события должен выдерживать ЦК?	Банкротство одного и более участников клиринга
4	Что случится после череды банкротств?	ЦК должен покрыть убытки продавцов кредитной защиты за счет депонированных ими средств в фондах ЦК
5	Какой процент собственного капитала ЦК депонирован в его фондах?	ЦК не должен депонировать собственные средства в фондах для кредитных деривативов, поскольку они являются высокорискованными и новыми для российского рынка инструментами. Депонировать средства должны исключительно участники торгов

Источник: составлено автором с учетом данных [16].

к оценке ставок маржинальных требований для сторон сделки, а также вопрос о влиянии внедрения института центрального контрагента на CDS-спреды. Указано, что внедрение механизма централизованного клиринга снижает рыночную цену CDS, и это в контексте использования данных инструментов на российском рынке повысит их привлекательность в глазах потенциальных инвесторов.

В эмпирическом исследовании М. Фреж и соавторов [14] раскрыт вопрос объединения гарантийных фондов разных клиринговых палат для различных производных финансовых инструментов в единый фонд, а также предоставления перекрестных гарантий в рамках клиринга. В результате исследования авторы пришли к выводу о том, что такое объединение снижает общий уровень надежности финансовой системы, а значит, справедливым становится утверждение о том, что при внедрении кредитных деривативов на российском рынке фонды гарантийного обеспечения и защиты от дефолта по данным инструментам должны быть обособлены от аналогичных фондов по остальным дериватам. Это особенно актуально в условиях нахождения отечественного рынка внебиржевых деривативов в состоянии становления.

Л. Бо, Ю. Лью и Т. Жан [15] исследовали зависимость между интенсивностью дефолтов на рынке базовых облигаций и вероятностью отказа от исполнения обя-

зательств со стороны клиринговой организации. В процессе анализа результатов эмпирических наблюдений авторами выведена закономерность, согласно которой увеличение частоты дефолтов и высокий уровень кредитного риска в базовых облигациях приводят, как правило, к накоплению рисков в клиринговой системе и «преждевременному отказу центральным контрагентом от исполнения своих обязательств» [15]. Таким образом, при организации на российском рынке клиринга для гипотетических кредитных деривативов необходимо формирование специфического фонда защиты от дефолта участников клиринга, что позволит «купировать» системный риск.

Первичная формулировка требований к организации централизованного клиринга кредитных деривативов в России осуществлена при помощи методики пяти вопросов, предложенной Р. Берндсена [16]. Результаты представлены в таблице 1.

Исходя из сущности поставленных вопросов, можно заключить, что методика Р. Берндсена в большей степени применима для развитых финансовых рынков, на которых кредитные деривативы активно торгуются в течение продолжительного периода. Для юрисдикций, рынок кредитных деривативов которых находится в состоянии становления (например рынок РФ), данный список должен быть расширен, в частности, следующими вопросами.

1. Кто и каким образом будет осуществлять оценку вероятности реализации базового кредитного события?

2. Как избежать чрезмерной концентрации кредитных рисков в клиринговой системе?

3. Каким образом сохранить устойчивость клиринговой системы в случае реализации череды банкротств участников клиринга?

Второй и третий вопросы наиболее актуальны, поскольку в период кризиса 2007–2008 гг. именно массовая реализация кредитных событий привела к кратному падению фондового рынка [17; 18]. При проецировании данного опыта на клиринговую систему это может иметь даже более негативные последствия, поскольку приведет к невозможности обслуживания клиринговым центром сделок и операций с остальными ценными бумагами.

Для формирования ответов на приведенные вопросы целесообразно проанализировать исследование Э. Халимуллина [19], в котором обоснована необходимость внедрения института центрального контрагента, ежедневной переоценки позиций участников клиринга и выставления требований по доведению обеспечения, а также формирования фонда защиты от дефолта участников клиринга. Тем не менее для целей разработки концепции централизованного клиринга кредитных деривативов в России и формирования ответов на представленные выше вопросы требуется осуществить доработку приведенных в труде [19] предложений.

Оценка кредитного риска. Как указано в исследовании Э. Халимуллина, введение требований по маржированию для кредитных деривативов позволит клиринговому центру осуществлять оценку «слабоизученного» и «с трудом поддающегося оценке» кредитного риска через стоимость имущества, переданного в обеспечение позиций [18]. В отличие от данного тезиса, в предыдущих исследованиях, проведенных автором, доказана возможность оценки кредитного риска через детерминанты волатильности активов эмитента базовой облигации, его финансового рычага, а также стоимости собственного капитала [8]. Следовательно, клиринговый центр может осуществлять надежную и достоверную оценку кредитного риска, в том числе при помощи предложенных параметров.

Фонд гарантийного обеспечения. Необходимо скорректировать гипотезу Э. Халимуллина о том, что требования по маржированию позиций должны быть применены клиринговым центром исключительно к продавцам кредитной защиты [19]. Премия по кредитным дефолтным свопам CDS является переменной величиной, зависящей от экзогенных рыночных факторов и эндогенных факторов деятельности эмитента базовой облигации. В результате моделирования теоретических CDS-спредов [9] автором сделан вывод о том, что они расширяются пропорционально увеличению кредитного риска (в данном случае прослеживается увеличение спредов практически в пять раз менее чем за шесть месяцев), что может вызвать затруднения при оплате премии за предоставление кредитной защиты ее покупателем. Поэтому размер отчислений в фонд гарантийного обеспечения нужно определять индивидуально для каждой из сторон сделки по каждому кредитному деривативу в отдельности для гарантии исполнения обязательств обеими сторонами сделки.

Предельная сумма обязательств. Организация централизованного клиринга сделок с кредитными деривативами может приводить к концентрации рисков контрагента в одном месте путем их передачи и накопления в клиринговой палате, что негативно отразится на стабильности финансового рынка в целом. Для целей предотвращения возникновения таких системных рисков центральному контрагенту необходимо устанавливать лимиты на объем принимаемых обязательств (то есть открытия позиций в кредитных деривативах) для каждого продавца кредитной защиты отдельно, и лимиты должны быть рассчитаны динамически и зависеть от вероятности дефолта базовой облигации, уровня финансовой устойчивости продавца кредитной защиты, его денежных потоков, долговой нагрузки. Установка этих лимитов позволит «отсекать» участников рынка с плохим финансовым положением и не допускать их к сделкам с кредитными деривативами, а также существенно ограничивать допустимые объемы для открытия новых позиций или наращивания имеющихся. Чем лучше финансовое положение продавца кредитной защиты, тем выше будет граница предельно допустимого объема принимаемых по кредитным деривативам обязательств, и наоборот.

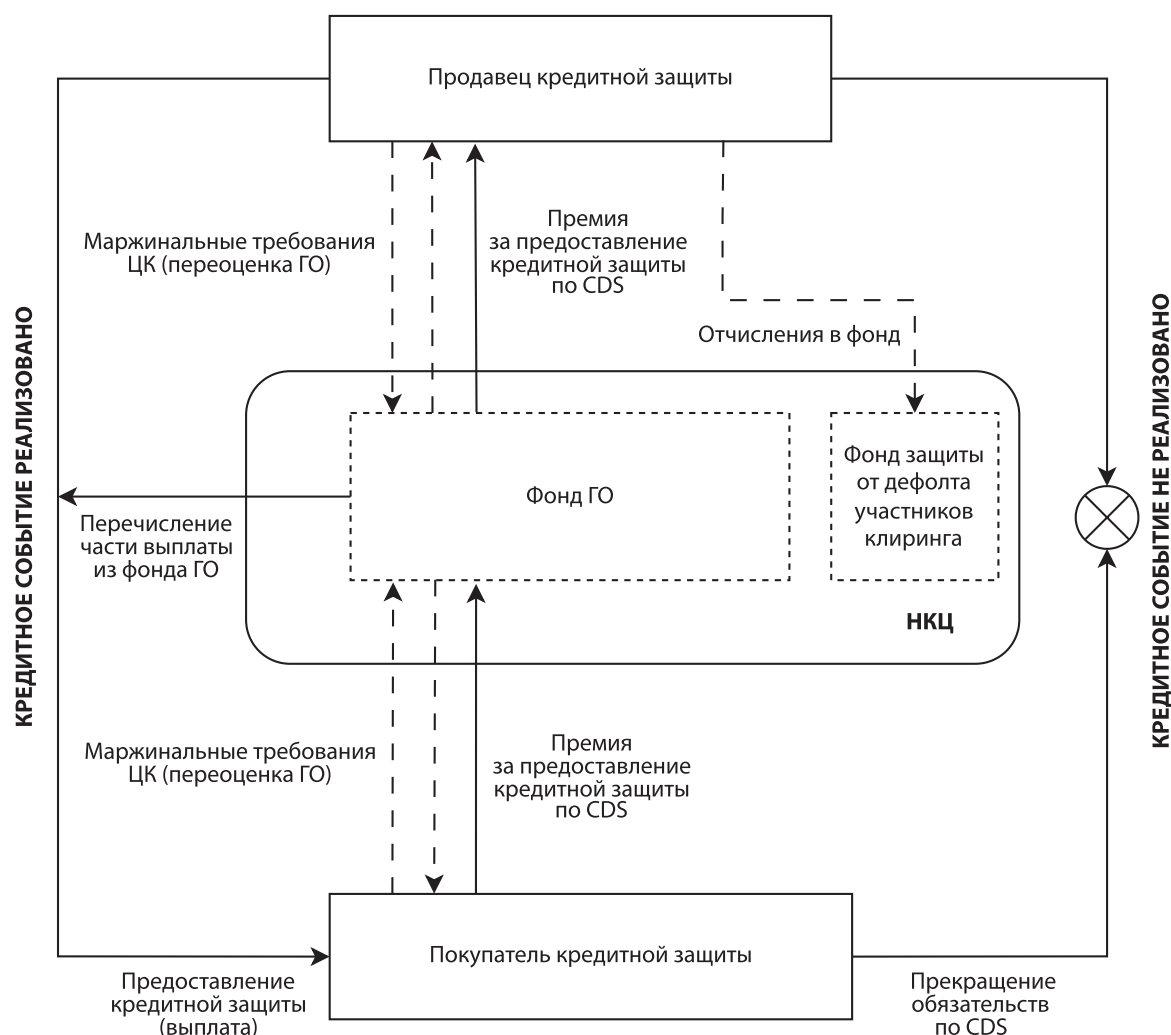


Рис. 3. Организация клиринга кредитных деривативов на российском рынке
Fig. 3. Clearing organization of credit derivatives in the Russian market

Примечание: потоки платежей по финансовому инструменту показаны сплошной линией, по отчислениям — штриховой.
Источник: составлено автором.

Фонд защиты от дефолта. Утверждение Э. Халимуллина [19] о необходимости установки единых ставок отчислений в фонд защиты от дефолта для всех продавцов кредитной защиты также требует дополнения. Различное финансовое положение и платежеспособность всех продавцов кредитной защиты, индивидуальный уровень риска по каждой позиции в портфеле кредитных деривативов, наоборот, требует дифференцированного подхода к установке требований по отчислениям в данный фонд. На этапе становления рынка кредитных деривативов в России изложенный подход позволит повысить его устойчивость путем минимизации указанных выше системных рисков с учетом привлечения на рынок участников с разным кредитным качеством.

Путем выполнения таких рекомендаций центральный контрагент в лице АО НКО НКЦ сможет не только эффективно страховать системные риски, которые будут возникать в клиринговой системе, но и выполнять функции центра раскрытия информации о:

- 1) стоимости потенциальных убытков и вероятности реализации кредитных событий по всем выпускам корпоративных облигаций на российском рынке;
- 2) стоимости восстановления задолженности;
- 3) требованиях к потенциальным продавцам кредитной защиты для принятия на себя кредитного риска и выполнения функций дилеров рынка кредитных деривативов в аспекте нормативов достаточности капитала, ликвидности, платежеспособности и

доступных лимитов на открытие позиций в кредитных деривативах;

4) размере требуемого гарантийного обеспечения и текущей переоценке позиций для участников клиринга (продавцов и покупателей кредитной защиты);

5) типах активов, которые могут быть внесены в фонды гарантийного обеспечения и защиты от дефолта.

Модифицированная диаграмма организации процесса централизованного клиринга кредитных деривативов для российского рынка приведена на рисунке 3.

Организация централизованного клиринга для кредитных деривативов также существенно повысит доверие участников к рынку, поскольку торговая информация станет доступной широкому кругу заинтересованных лиц. В частности, потенциальные участники смогут осуществлять сделки и операции для целей хеджирования и получения спекулятивного дохода без риска получения убытка в случае реализации кредитного события.

Выводы

В исследовании сформированы перспективные направления развития российского рынка кредитных деривативов, а также определен перечень его потенциальных участников: на основании зарубежного опыта, в частности практики бразильской экономики, в качестве крупнейших продавцов кредитной защиты по долговым обязательствам первого уровня листинга

могут выступать СЗКО с развитой системой риск-менеджмента и квалифицированными трейдерами и казначейями. В свою очередь, продавцами защиты по облигациям второго и третьего эшелонов, а также эмитентов малого и среднего бизнеса, может выступать корпорация МСП, имеющая существенный опыт в предоставлении финансовых гарантий по таким выпускам.

Считаем необходимым совершенствование стандартной документации НАУФОР RISDA в аспектах формулировки определений кредитных деривативов, подходов к оценке премий за предоставление кредитной защиты, стоимости возмещения и конструирования «ванильных» вариаций данных инструментов. Требования к организации торгово-расчетной и постторговой инфраструктуры рынка кредитных деривативов в России сформированы нами в процессе доработки предложенной в ином исследовании концепции: обоснована необходимость внедрения маржинальных требований к продавцу и покупателю кредитной защиты, сформулированы требования по установке лимитов на открытие позиций в кредитных деривативах, приведены критерии оценки финансовой устойчивости для продавцов кредитной защиты. В качестве провайдера информации по маржинальным требованиям и критериям для входа в позиции по кредитным деривативам может выступать АО НКО НКЦ, центра раскрытия информации — АО НКО НРД, различные информационно-аналитические порталы.

Список источников

1. Пшеничная В. П., Саенко В. Б. Мировая практика применения кредитных деривативов // Сборник научных работ серии «Финансы, учет, аудит». Донецк: ГОУ ВПО «ДОНАУИГС», 2021. № 21. С. 176–183. <https://doi.org/10.5281/zenodo.5054636>
2. Rüther H. Credit derivatives in Brazil. Master thesis. Cambridge, MA: Massachusetts Institute of Technology, Sloan School of Management, 2007. 50 p. URL: <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/39511/173845070-MIT.pdf?sequence=2&isAllowed=y> (дата обращения: 20.02.2026).
3. Perera L. C. J., Ishikawa S., Kimura H., Kerr R. B. Building Brazilian credit derivatives market // SSRN Electronic Journal. 2011. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1973661>
4. Клементьев А. П., Касаткина А. С. Расщепление договорного статута в стандартных договорах на внебиржевом рынке деривативов // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2025. Т. 18. № 1. С. 165–190. <https://doi.org/10.17323/2072-8166.2025.1.165.190>
5. Сумарюк С. Ю., Кабановская Ю. И. Использование деривативов в инвестиционной деятельности // Академическая наука. 2025. № 3. С. 59–63. <https://doi.org/10.24412/3034-4042-2025-3-59-63>
6. Селивановский А. Некоторые соображения о «русской ISDA» // Хозяйство и право. 2009. № 10. С. 67–73.
7. 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>

8. Добрица И. И. Реализация модели Мертона для целей оценки вероятности дефолта и коэффициента восстановления задолженности для эмитента корпоративных облигаций // Вестник Академии знаний. 2025. № 1. С. 655–662.
9. Добрица И. И. Реализация различных моделей структурного и исторического подходов для целей оценки теоретического CDS-спреда на облигацию российского эмитента // Экономические науки. 2025. № 246. С. 454–464. <https://doi.org/10.14451/1.246.454>
10. Кругер А. М. Правовое регулирование операций с производными финансовыми инструментами на внебиржевом рынке Европейского союза: дис. ... канд. юрид. наук. М., 2021. 218 с.
11. Baker C. M. Clearinghouse shareholders and “no creditor worse off than in liquidation” claims // Transactions: The Tennessee Journal of Business Law. 2021. Vol. 22. No. 2. P. 335–353. <https://doi.org/10.70658/4486-1457.1577>
12. Tywoniuk M. CDS central counterparty clearing default measures: Road to recovery or invitation to predation? // SSRN Electronic Journal. 2020. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3698300>
13. Tywoniuk M. To be or not to be? The questionable benefits of mutual clearing agreements for derivatives // SSRN Electronic Journal. 2024. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5039508>
14. Friesz M., Muratov-Szabó K., Prepuk A., Váradi K. Risk mutualization in central clearing: An answer to the cross-guarantee phenomenon from the financial stability viewpoint // Risks. 2021. Vol. 9. No. 8. Article 148. <https://doi.org/10.3390/risks9080148>
15. Bo L., Liu L., Zhang T. Dynamic analysis of counterparty exposures and netting efficiency of central counterparty clearing // Quantitative Finance. 2021. Vol. 21. No. 7. P. 1187–1206. <https://doi.org/10.1080/14697688.2020.1844283>
16. Berndsen R. Five fundamental questions on central counterparties // SSRN Electronic Journal. 2020. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3709691>
17. Антюшина В. В. О причинах мирового финансового кризиса 2007–2009 гг. // Московский экономический журнал. 2022. Т. 7. № 12. С. 107–119. https://doi.org/10.55186/2413046X_2022_7_12_712
18. Исаев Д. В. Роль производных финансовых инструментов в ипотечном кризисе в США // Вестник ИЭАУ: электрон. журнал. 2020. № 27. С. 5. URL: <https://ieay.ru/wp-content/files/nd/vestnik/27/Isaev.pdf?ysclid=mn5ujt5uw8616201800> (дата обращения: 15.02.2026).
19. Халимуллин Э. Ф. Формирование гарантийного обеспечения и введение центрального клирингового центра в сделках с кредитными дефолтными свопами // Интеллект. Инновации. Инвестиции. 2012. № 4. С. 97–103.

References

1. Pshenichnaya V.P., Saenko V.B. World practice of using credit derivatives. In: Coll. sci. works of the series “Finance, accounting, audit”. Donetsk: DAMPA; 2021;(21):176-186. (In Russ.). <https://doi.org/10.5281/zenodo.5054636>
2. Rütther H. Credit derivatives in Brazil. Master thesis. Cambridge, MA: Massachusetts Institute of Technology, Sloan School of Management; 2007. 50 p. URL: <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/39511/173845070-MIT.pdf?sequence=2&isAllowed=y> (accessed on 20.02.2026).
3. Perera L.C.J., Ishikawa S., Kimura H., Kerr R.B. Building Brazilian credit derivatives market. *SSRN Electronic Journal*. 2011. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1973661>
4. Klementyev A.P., Kasatkina A.S. Splitting of contractual statute in standard master agreements in the over-the-counter derivatives market. *Pravo. Zhurnal Vysshei shkoly ekonomiki = Law. Journal of the Higher School of Economics*. 2025;18(1):165-190. (In Russ.). <https://doi.org/10.17323/2072-8166.2025.1.165-190>
5. Sumaryuk S.Yu., Kabanovskaya Yu.I. Derivatives in investment activities. *Akademicheskaya nauka = Academic Science*. 2025;(3):59-63. (In Russ.). <https://doi.org/10.24412/3034-4042-2025-3-59-63>
6. Selivanovskii A. Some thoughts on the “Russian ISDA”. *Khozyaistvo i pravo = Business and Law*. 2009;(10):67-76. (In Russ.).
7. Kravtsova N.I., Nikonorova A.D. Russian stock market: The practice of using credit derivatives. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2021;27(6):1416-1440. (In Russ.). <https://doi.org/10.24891/fc.27.6.1416>
8. Dobritsa I.I. Implementation of Merton’s model for valuation of default probability and recovery rate for corporate bonds issuer. *Vestnik Akademii znaniy = Bulletin of the Academy of Knowledge*. 2025;(1):655-662. (In Russ.).
9. Dobritsa I.I. Implementation of various models of historical and structural approaches for valuation the theoretical CDS spread on a Russian issuer’s bond. *Ekonomicheskie nauki = Economic Sciences*. 2025;(246):454-464. (In Russ.). <https://doi.org/10.14451/1.246.454>

10. Kriger A.M. Legal regulation of transactions with derivative financial instruments on the over-the-counter market of the European Union. Cand. econ. sci. diss. Moscow, 2021. 218 p. (In Russ.).
11. Baker C.M. Clearinghouse shareholders and “no creditor worse off than in liquidation” claims. *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law*. 2021;22(2):335-353. <https://doi.org/10.70658/4486-1457.1577>
12. Tywoniuk M. CDS central counterparty clearing default measures: Road to recovery or invitation to predation? *SSRN Electronic Journal*. 2020. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3698300>
13. Tywoniuk M. To be or not to be? The questionable benefits of mutual clearing agreements for derivatives. *SSRN Electronic Journal*. 2024. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5039508>
14. Friesz M., Muratov-Szabó K., Prepuk A., Váradi K. Risk mutualization in central clearing: An answer to the cross-guarantee phenomenon from the financial stability viewpoint. *Risks*. 2021;9(8):148. <https://doi.org/10.3390/risks9080148>
15. Bo L., Liu L., Zhang T. Dynamic analysis of counterparty exposures and netting efficiency of central counterparty clearing. *Quantitative Finance*. 2021;21(2):1187-1206. <https://doi.org/10.1080/14697688.2020.1844283>
16. Berndsen R. Five fundamental questions on central counterparties. *SSRN Electronic Journal*. 2020. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3709691>
17. Antyushina V.V. About the causes of the Global Financial Crisis of 2007-2009. *Moskovskii ekonomicheskii zhurnal = Moscow Economic Journal*. 2022;7(12):107-119. (In Russ.). https://doi.org/10.55186/2413046X_2022_7_12_712
18. Isaev D.V. The role of derivatives in the US subprime mortgage crisis. *Vestnik IEAU*. 2020;(27):5. <https://ieay.ru/wp-content/files/nd/vestnik/27/Isaev.pdf?ysclid=mn5ujt5uw8616201800> (accessed on 15.02.2026). (In Russ.).
19. Halimullin E.F. Collateral and Central Clearing House to transact with credit default swaps. *Intellekt. Innovatsii. Investitsii = Intellect. Innovation. Investments*. 2012;(4):97-103. (In Russ.).

Информация об авторе

Илья Игоревич Добрица

аспирант

Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации
125167, Москва, Ленинградский пр., д. 49/2

Поступила в редакцию 27.01.2026
Прошла рецензирование 25.02.2026
Подписана в печать 27.04.2026

Information about the author

Ilya I. Dobritsa

postgraduate student

Financial University
under the Government of the Russian Federation
49/2 Leningradskiy Ave., Moscow 125167, Russia

Received 27.01.2026
Revised 25.02.2026
Accepted 27.04.2026

Конфликт интересов: автор декларирует отсутствие конфликта интересов, связанных с публикацией данной статьи.

Conflict of interest: the author declares no conflict of interest related to the publication of this article.