

Саймон Вайн, управляющий директор, начальник управления ценных бумаг с фиксированной доходностью, начальник управления валютно-финансовых операций, Альфа-банк

Кредитные деривативы в России (10/2002)

Кредитные деривативы как класс инструментов появились в середине 90-х годов. Рынок этих инструментов рос бурными темпами и перевалил за 1 трлн долл. в год уже в конце 90-х. Такой темп роста объясняется огромными возможностями, которые кредитные деривативы открывают для увеличения эффективности использования банковского капитала, расширения ассортимента банковских услуг, и возможностями хеджирования (защиты от) кредитных рисков.

НЕМНОГО ТЕРМИНОЛОГИИ

Важным результатом развития кредитных деривативов стала методология оценки кредитных рисков, позволяющая подойти с математической точностью к ценообразованию на ссуды, измерению стоимости капитала на условиях приведенного риска и многому другому.

Говоря о кредитных деривативах, надо отметить, что это самый «русский» из деривативов. *Во-первых*, именно кредитные деривативы уже существуют в России, о чем будет рассказано ниже. *Во-вторых*, как это ни иронично звучит, многие эмигрировавшие математики заняты именно в этой сфере и непосредственно участвуют в развитии рынка.

Сам термин «*кредитный дериватив*» может быть переведен как *кредитозаменитель*. Такой перевод условен и сужает значение этого класса инструментов, который включает в себя инструменты и со сложным математическим обеспечением, и со сложным документарным обеспечением, и со сложными юридическими элементами.

Кредитные деривативы были изобретены торговыми подразделениями инвестиционных банков, но некоторые их аналоги существовали в коммерческих банках веками. Буквально за три года кредитные инструменты, предлагаемые инвестиционными банками, существенно превысили ассортимент коммерческих банков, и тем не менее терминология, принятая в кредитных деривативах, во многом маскирует давно известные инструменты, применяемые коммерческими банками.

Как всегда, слово «дериватив» звучит несколько отпугивающе, но давайте рассмотрим несколько примеров из реальной жизни. Представьте себе, что вас

хотят подготовить к получению новой вещи, которую через пять минут вам следует увидеть. Вас вводят в здание, первая комната которого завешена сложнейшими математическими расчетами, вторая — сложнейшими чертежами... и т.д. Вы теряетесь в догадках: что же это может быть? Поднимается занавес, а за ним — «Жигули!» То есть при всей потенциальной сложности кредитных деривативов использование многих продуктов будет простым.

ТИПЫ ИНСТРУМЕНТОВ

Дефолтный своп

Дефолтный своп 1 (Слово «своп» (от англ. *swap*) означает обмен). В случае кредитных деривативов покупатель взамен премий получает от продавца кредитный продукт.) является одним из самых распространенных типов. При заключении стандартного дефолтного свопа стороны обмениваются обязательствами. Покупатель обязуется заплатить премию, а продавец — компенсировать покупателю потери в случае дефолта данного актива. При этом строго оговариваются базовый актив и событие, которым ознаменуется дефолт.

Очень часто активом, подлежащим хеджированию, может быть банковская ссуда, но дефолт может отслеживаться по другому активу, так называемому активу «ссылки». Чаще всего таким активом является ликвидный инструмент того же заемщика, например его облигация. При этом рынок исходит из предположения, что, если данный эмитент нарушил свои обязательства по одному типу займа, это реально приведет к равнозначному падению всех его обязательств. То есть невыплата по займу станет известна рынку и облигации упадут в цене в той же пропорции, что и заем.

На практике это происходит не так часто из-за несколько разных динамик рынков разных активов. Например, популярным активом ссылки при хеджировании корейских рисков путем дефолтных свопов являлись бонды Корейского Банка Развития. Как оказалось после дефолта Кореи в 1997 г., количество таких свопов достигло объема выпуска бондов. Поскольку по условиям многих свопов покупатель кредитной защиты получает компенсацию только после поставки продавцу актива ссылки, все одновременно ринулись покупать эти бонды. В результате сложилась комическая ситуация, когда из-за огромного спроса цена близкого к дефолту бонда почти достигла 100% номинала.

Вторым важным элементом договора является установление события, знаменующего дефолт. Таким часто считается объявление в известной газете о нарушении обязательств данным заемщиком или о начале судебного процесса по его обязательствам.

Total Return своп

Вторым важным инструментом является *Total Return* своп, что в переводе с английского означает *обмен с полной компенсацией*. По его условиям покупатель за некоторую плату пользуется активом, находящимся во владении другой стороны. При этом все доходы и расходы несет покупатель свопа.

Total Return своп может быть фондируемым и нефондируемым (определяется ролью покупателя). При нефондируемом свопе продавец фондирует покупателя и в качестве оплаты получает плату за финансирование и плату за услуги по структуризации. При *фондируемом* свопе покупатель оплачивает приобретенный актив сам и платит продавцу только за услуги по структуризации.

Известным типом фондируемого покупателем *Total Return* свопа является *Credit Linked Note*. Именно посредством таких инструментов многие нерезиденты входили в российский рынок ГКО. Не желая тратить время на открытие «С» счетов, необходимых нерезидентам для торговли ГКО, они покупали *Credit Linked Note*, в которых оговаривался актив ссылки и событие, которым ознаменуется дефолт (как в дефолтном свопе). При этом все доходы и потери актива ссылки по окончании действия ноты переводились покупателю. В случае дефолта он мог иметь или не иметь (в зависимости от договора) право распоряжаться дефолтным активом или получить его остаточную стоимость.

Своп конвертации

Другим интересным кредитным деривативом является конвертационный своп (*convertability swap*). Его покупатель страхуется от изменения валютного режима данной страны: введения ограничений на свободную конвертацию. Если правительство страны, оговоренной в свопе, делает соответствующее ограничение, продавец свопа обязан поставить покупателю оговоренную свободно конвертируемую валюту (чаще всего американские доллары) на оговоренный в договоре счет покупателя на оффшоре. Взамен он поставляет на счет продавца свопа местную валюту.

Синтетические деривативы

Быстро растущим рынком становится рынок *синтетических кредитных деривативов*. Они во многом напоминают *Total Return* свопы. Их основное отличие от свопов состоит в том, что актив уходит с баланса банка и переходит на баланс траста или *SPV* (*special purpose vehicle*), т.е. формально не зависящее от банка юридическое лицо. Банки создают такие инструменты для клиентов, заинтересованных, например, в приобретении активов, не находящихся в свободном обращении (ссуды) или содержащие

кредитное плечо. Банки заинтересованы в этом, так как ссуды, находящиеся в *SPV*, снимаются с балансов банка. Это снижает требования по нормативам и высвобождает капитал для дальнейших сделок. При этом банки получают существенный доход за структурирование и обслуживание *SPV*.

Существуют и другие типы кредитных деривативов.

Примеры из российской практики

Переходя к России, хотелось бы отметить, что, как и прочие деривативы, кредитные деривативы не определены в налоговом законодательстве, в Гражданском кодексе РФ и сложны в учете. Тем не менее в России существуют именно кредитные деривативы.

Простой формой кредитного дериватива из повседневной жизни являются **кредитование под залог ценных бумаг и репо**. Это простая форма *дефолтного свопа*.

В случаях кредитования под залог ценных бумаг и репо есть вероятность, что должник откажется от выплаты долга или обратного выкупа бумаг, т.е. подменит свой долг долгом другого лица. Это происходило в массовом масштабе во время кризиса, когда те, кто кредитовались под портфели ГКО, денег не возвращали, отказываясь тем самым от залогов. То есть в момент резкого падения стоимости залогов происходит кредитозамещение.

Вторым примером использования кредитных деривативов являются стратегии реструктуризации задолженности, использованные крупным российским банком *U*, который предложил в качестве оплаты кредиторам траст, включающий долги банку других компаний. Если компании свой долг погасят, то средства поступают кредиторам. То есть это стандартный *синтетический кредитный дериватив*. Банк *U* тем самым заменил свои обязательства чужими. Похожая схема использовалась и в недавних реструктуризациях других банков.

Другим примером известных в России кредитных деривативов является **вексель, используемый в вексельных цепочках**.

Напомним, что вексель, эмитированный векселедателем, пользующимся надежной кредитной репутацией, используется менее известными компаниями как платежное средство. При этом кредитную репутацию таких компаний замещают кредитной репутацией векселедателя. Если разложить эти сделки на составляющие, то получится, что покупатель векселя кредитует векселедателя по ставке ниже рыночной. Разница между рыночной ставкой и процентом, выплачиваемым векселедателем, и является платой векселедателю за использование его имени в расчетах. Такой же эффект может быть достигнут при приобретении у страховой компании страховки на деловую состоятельность контрагента или при авалировании векселя. В кредитных деривативах

это называется *credit enhancement swap* — повышающий кредит своп.

Определенными возможностями обладают и российские экспортеры, имеющие валютные счета в зарубежных банках. Пользуясь ими как залогом, они могут продавать *convertability swaps*. По их условиям продавец свопа за плату гарантирует покупателю, что в случае ограничения свободной конвертации рубля (например, после 17 августа 1998 г.) продавец отдаст свою оффшорную валюту взамен на оншорные рубли. Плата за этот тип свопов достаточна высока, поэтому стимулирует к принятию риска.

Методологические аспекты кредитных деривативов, использование которых возможно в повседневной практике.

В отличие от практического применения кредитных деривативов, их методологией можно пользоваться каждодневно, например, при выдаче кредитов. Стоимость каждого кредита может быть разложена на две составляющие — ставку финансирования банком «безрисковых» заемщиков и плату за кредитный риск.

По методологии кредитных деривативов принятие кредитного риска аналогично продаже кредитного дериватива — дефолтного свопа. При этом, если клиент вернул кредит, то премия, полученная вами за продажу свопа, станет вашей прибылью. Если он не вернул — то в ваших руках остается только премия. Такая методология кажется непрактичной.

На Западе любое нарушение обязательств становится достоянием гласности, что стимулирует равные отношения к кредиторам со стороны должников. То есть основанием для дефолта является, как правило, объявление/статья в СМИ. В России налицо дифференция кредиторов, и объявления в газетах не имеют практического смысла. Однако есть шанс, что и деньги с должника можно будет получить не по западной методике!

Другой пример: методология кредитного дериватива используется при сравнительной эффективности вложений в различные финансовые/кредитные инструменты одного и того же эмитента. Например, крупное российское предприятие может запросить кредит под более низкую ставку, чем доходность его векселей на вторичном рынке. В этом случае реальным основанием заниженной ставки может быть лучшее обеспечение или надежда на новый бизнес. Иначе при одинаковых рыночных условиях все активы одной фирмы должны иметь одинаковую доходность. Если этого не происходит, то теоретически выгоднее переуступить ссуду компании Y другому банку и купить ее векселя.

Третьим примером является кредитование под ценные бумаги. Например, нельзя выдавать кредит компании Z под низкий процент под залог векселей компании Y с тем же сроком погашения, что и кредит, но с большей доходностью. У банка есть альтернатива приобретения векселей компании Y.

Второй и третий примеры кажутся разумными и не требующими комментариев. Тем не менее в условиях больших компаний и банков существуют разные подходы к разным типам бизнеса, и это создает несуразности. Это типично для банков всех стран. Например, евробонды Турции торговались по 400 базисных пунктов (т.е. 4%) над *LIBOR*, в то время как аккредитивы турецких госбанков покупались по 150 базисных пунктов (т.е. 1,5%) над *LIBOR*. Это происходило из-за того, что евробондами занимаются трейдеры, а аккредитивами — коммерческие

банкиры. Сейчас на Западе руководство многих банков пробует найти противовесы разным ценообразованиям. Основной метод — немедленная перепродажа низкодоходных активов другим банкам или инвесторам посредством синтетических деривативов.

Перспективы использования кредитных деривативов

Самым простым способом внедрения и расширения является вложение в сложные инструменты через Общие фонды банковского управления (ОФБУ), который во многом напоминает синтетический дериватив. По правилам ОФБУ выносятся за баланс банка. ОФБУ является *de facto* отдельной компанией с отдельным уставом. Именно на основании устава ОФБУ производят инвестиции.

Причины, по которым ОФБУ может быть интересен и клиентам и, банкам, совпадают с причинами их популярности на Западе. То есть они создают удобный механизм балансового регулирования для банков и возможность владеть конкретными активами, получение которых иным способом проблематично. Например, клиент хотел бы купить валютный актив для хеджирования от рублевого риска или инвестиций в акции. Не имея валютной лицензии, он вынужден обращаться в банк с валютной лицензией. Вместе с банком он пишет устав с описанием активов, в которые данный ОФБУ может инвестировать. После регистрации ОФБУ клиент вносит 10 млн руб. и банк (как управляющий) покупает для ОФБУ нужные клиенту акции *Microsoft*. В какой-то момент банк выплатит клиенту доход (облагается налогом в момент получения средств от ОФБУ).

Теперь о сделках, возможных в будущем. Одной из них является переуступка ссуд посредством *Total Return* свопов (*TRS*).

Предположим, банк X имеет лимит на банк W в размере 1 млн долл. Банку W нужно разместить средства, но не хватает инструментов с нужным уровнем доходности. Банк W обращается в банк X за предложениями и получает оферту на перепродажу ссуды, выданной банком X компании «Водоваз». Условием перепродажи является то, что «Водоваз» о ней не узнает, так как в договоре о займе стоит требование о получении согласия «Водоваза» при переуступке.

В этом случае банк X предлагает структурировать переуступку как *TRS*. При этом «Водоваз» о сделке не узнает, так как остается должен банку X, но банк X переуступает банку W право на получение всех доходов и на него перекладывает все риски погашения ссуды. При этом банк X становится платежным агентом банка W в получении и перечислении как процентов, так и принципала, а в случае невозврата и работе с «Водовазом» — над возвратом ссуды.

Таким образом, для покупателя *TRS* предполагает кредитные риски и агента, и эмитента.

Другой сделкой с похожей логикой является дефолтный своп. В отличие от *TRS*, он носит характер страховки. Предположим, руководство банка X сомневается в платежеспособности «Водоваза» в следующие три месяца. Оно обращается к банку W за страховкой, по условию которой банк W за страховую премию обязуется, в случае невыполнения обязательств «Водовазом» в течение оговоренного периода, выплатить банку X компенсацию за потери.

От банка W вновь требуется вера в честность банка X и знание состояние «Водоваза».

В заключение хотелось бы выразить надежду на то, что ЦБР как агент правительства по контролю банковской системы изучит опыт революции в

банковском регулировании, происходящей на Западе и на многих развивающихся рынках, и оценит возможности, предоставляемые кредитными деривативами в снижении риска банковской системы и повышении эластичности финансового рынка. В таком случае можно ожидать оживления в этой области уже в скором времени.