

**КИФФ Дж., МИШО Ф.-Л., МИТЧЕЛЛ Дж.  
ИНСТРУМЕНТЫ ПЕРЕДАЧИ КРЕДИТНОГО РИСКА**

Kiff J., Michaud F.-L., Mitchell J.

Une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit // Rev. de la stabilité fin. – P., 2003. – Juin. – P. 110 – 133 [<http://www.banque-france.fr>]

Группа специалистов центральных банков Канады, Франции и Бельгии подготовила обзор публикаций, посвященных основным проблемам функционирования рынка инструментов передачи кредитного риска. Авторы пытаются ответить на следующие вопросы: каковы цели создания рынка инструментов передачи кредитного риска, кто оценивает уровень кредитного риска, каковы микро- и макроэкономические последствия использования этих инструментов.

Развитие рынка инструментов передачи кредитного риска (CRT – credit risk transfer), особенно со второй половины 90-х годов XX века, сопровождалось не только увеличением числа этих инструментов, но и ростом объема соответствующих сделок, которые в 1987 г. составляли 187 млн. долл., а в 2004 г., по прогнозам, достигнут 4 800 млрд. долл. Хотя эти новые инструменты преследуют те же цели, что и их предшественники (банковские гарантии, уступка займов, секьюритизация), их возможности в обращении способствуют формированию действительно глобальных рынков CRT.

Позволяя отделять кредитный риск от других рисков, инструменты CRT тем самым дают возможность передавать кредитный риск тем, кто соглашается брать его на себя, что приводит к расширению кредитного рынка (увеличению объема кредитования). Авторы публикаций о рынке CRT указывают, что основные выгоды от использования инструментов CRT заключаются в том, что они позволяют:

- отделять кредитный риск от риска финансирования и рыночных рисков;
- выделить временные характеристики кредитного риска;
- определить соотношение уровней реального и желаемого кредитного риска;
- передавать кредитный риск, сохраняя при этом за банком собственность на кредит.

В зависимости от целей управления рисками могут использоваться различные инструменты CRT. Как правило, покупатель обеспечения кредитов предпочитает вывести данные о кредите из своего баланса и таким образом уменьшить свой риск и потребности в финансировании. Такая цель может достигаться путем уступки кредита или с помощью эмиссии ценных бумаг на основе соответствующих обязательств, например, ценных бумаг, обеспеченных активами (ABS – Asset-backed security), или облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (CDO – Collateralised debt obligation). В тех случаях когда базовый актив не может передаваться по юридическим причинам или иным соображениям, могут использоваться так называемые «синтетические» инструменты: свопы кредитного дефолта (CDS – Credit default swaps), ценные бумаги, индексированные с учетом кредитного риска (CLN – Credit-linked notes), свопы на основе общей доходности (рентабельности) активов (TROR – Total rate of return swaps) и синтетические CDO. Основные характеристики этих инструментов приведены в таблице 4.

Банки, действующие на рынке инструментов CRT, часто предпочитают иметь портфель таких инструментов, а не ограничиваться одним инструментом, например,

дериватами, создающимися на основе одного кредита, или «одноименных» (single-name) кредитов (CSN), так как они могут обходиться дороже. Еще одним фактором, определяющим выбор тех или иных инструментов CRT, является учет пруденциальных требований, касающихся размера собственного капитала банков. Использование различных инструментов CRT в зависимости от базовых активов представлено в таблице 1.

Таблица 1

**. Панорама инструментов передачи кредитного риска**

Кредитные риски		Используемые инструменты CRT	Отражение в бухучете	Финансирование
Потребительский кредит	Ипотека Кредитные карты Лизинг авто	ABS: риски сохраняют «локальный» характер, а базовые активы менее диверсифицированы, чем при выпуске CDO или CLN  Уступка или синдицирование займов CDO	Сумма переданного займа переводится с баланса продавца обеспечения на баланс покупателя обеспечения	Финансовые средства переводятся от покупателя риска к продавцу риска
Обращаемые долговые обязательства (займы и облигации)	Ипотека Займы клиентам Лизинг на оборудование			
	Долги частного сектора Суверенные долги			
Передаваемый и непередаваемый долг		CLN и синтетические CDO, которые обходятся дешевле, чем классические CDO	Займы остаются на балансе покупателя обеспечения, хотя сделки по передаче риска могут рассматриваться как операции по покрытию риска	Не осуществляется перевод финансовых средств от покупателя риска к продавцу риска
		Дериваты CSN, гарантийные обязательства		
		Свопы портфельного дефолта		

С точки зрения теории финансового посредничества существование банков оправдано тем, что, осуществляя сначала отбор, а затем и надзор за заемщиками, они тем самым способствуют уменьшению асимметрии информации между экономическими субъектами, владеющими капиталом, и теми, кто нуждается в средствах для финансирования. В условиях все более широкого использования инструментов CRT в целях управления рисками возникает вопрос: не приводит ли такое использование к ослаблению роли банков в отборе заемщиков и надзоре за ними и тем самым к усилению асимметрии в потоках информации между кредиторами и заемщиками. Некоторые авторы указывают на то, что такие меры, как уступка займов или использование инструментов CRT, позволяющие передавать риски третьим лицам, уменьшают склонность банка к тщательному отбору заемщиков. При этом возникают две главные проблемы: недостаточно качественный отбор банками-кредиторами заемщиков и возможность усиления морального риска как для кредитора, так и для заемщика. Потенциальные проблемы, связанные с усилением асимметрии информации в условиях расширения рынка инструментов CRT, представлены в таблице 2.

Еще одной проблемой, связанной с использованием инструментов CRT, является их оценка. Главный смысл существования рынка инструментов CRT заключается в том, что он позволяет кредитору оберегать себя от риска банкротства или дефолта заемщика, а

инвестору – моделировать свой кредитный портфель, продавая обеспечение кредитов. Участники сделки соглашаются осуществлять ее по ценам, в которых отражаются не только уровень риска, присущий базовому активу, но и другие риски, которые могут быть присущи используемым инструментам CRT – такие как рыночный риск, риск партнерства и риск документации.

Таблица 2.

### Инструменты CRT и асимметрия информации

	Потенциальные проблемы	Участники сделки	Возможное решение проблем
Некачественный отбор заемщиков	Кредитор проявляет меньшую склонность к тщательному отбору заемщиков	Заемщик – кредитор Кредитор – продавец обеспечения	Удорожание кредитов Сохранение части риска кредитором
	Кредитор приобретает обеспечение активов низкого качества, что повышает стоимость обеспечения активов высокого качества	Кредитор – продавец обеспечения	Независимая оценка (например, рейтинговыми агентствами) Обеспечение только краткосрочных рисков
	Управляющий активами отбирает активы низкого качества	Кредитор – продавец обеспечения	Независимость управления Жесткие критерии отбора активов Сохранение части риска кредитором
Моральный риск	Кредитор может ослаблять надзор за использованием займов	Заемщик – кредитор Кредитор – продавец обеспечения	Удорожание кредитов Сохранение части риска кредитором Контроль за документами
	Кредитор может преждевременно объявлять дефолт	Заемщик – кредитор Кредитор – продавец обеспечения	Более четкое определение кредитного события
	Продавец обеспечения отказывается полностью или частично осуществлять платежи	Кредитор – продавец обеспечения	Объективное и четкое определение дефолта Использование CRT, предусматривающее передачу начальных фондов
	Заемщик лишается «банковской сертификации» из-за использования непрозрачных инструментов CRT	Заемщик – кредитор	Усиление прозрачности рынка CRT

Кредитные дериваты позволяют торговать кредитными рисками, отделяя их от других типов риска (например, от процентных или валютных), и определять стоимость обеспечения на случай кредитного дефолта как разницу между доходностью кредита (*tendement du credit*) и издержками финансирования его получения. На прозрачном рынке такие данные получить нетрудно, тогда как в противном случае приходится использовать

более сложные способы моделирования. Кроме того, следует помнить о так называемом «базовом риске» (risque de base), связанном с различной динамикой цен инструментов CRT и цен базового актива.

Стоимостная оценка дериватов «одноименных» кредитов (CSN), наиболее распространенных на рынке инструментов CRT, осуществляется на основе стандартизированных контрактов об обеспечении покрытия риска кредитного дефолта для данного заемщика (дебитора). Гораздо сложнее обстоит дело с оценкой «многоименных» (multi-name) инструментов CRT, базирующихся на портфеле кредитов. Так, для оценки синтетических CDO предлагается использовать три основных метода:

- метод определения цены на основе рейтинговой оценки CDO с учетом оценки его отдельных компонентов;
- определение рыночной стоимости CDO, которая представляет собой сумму рыночных стоимостей его компонентов;
- метод дисконтирования будущих денежных потоков, генерируемых CDO.

Поскольку ни один из названных методов не был пока объектом строгой эмпирической проверки, инвестиционные банки торгуют CDO по ценам, которые несколько ниже цен облигаций частного сектора, имеющих тот же рейтинг. При определении рыночных цен инструментов CRT следует учитывать не только кредитные риски, но и риски партнерства и документации. Риски партнерства могут возникнуть тогда, когда продавец обеспечения не сможет осуществить платежи при возникновении «кредитного события» (дефолта и т.д.) и /или когда кредитор/покупатель обеспечения не будет в состоянии выплатить премии за риск. Проблемы управления рисками, связанными с использованием инструментов CRT, представлены в таблице 3.

Таблица 3.

**Потенциальные проблемы, связанные с управлением рисками  
на рынке CRT**

<b>Потенциальные проблемы</b>	<b>Возможные способы их решения</b>
Риск партнерства: неспособность покупателя обеспечения осуществлять платежи или покупателя – выплачивать премии	Включение в договор статьи о снижении рейтинга, открытие резервных счетов, привязка гарантий. Использование инструментов CRT, предполагающих осуществление финансирования
Риски документации: нечеткое определение «кредитного события», с которым могут быть связаны различные риски	Более надежное и четкое определение динамики CRT и ее отражение в документах
Рыночные риски: совокупность процентных и валютных рисков (особенно для таких инструментов, как CLN и CDO)	Использование других дериватов, позволяющих избежать названных рисков.

В целом, несмотря на быстрое развитие в последнее время методологии оценки кредитного риска и инструментов CRT, используемые методы остаются крайне несовершенными и трудно применимыми на практике, что требует продолжения соответствующих исследований. Поскольку стоимость инструментов CRT во многом зависит от ликвидности обеспечения кредитов и изменений на рынках базовых активов и инструментов CRT, цены на них характеризуются высокой волатильностью. Трудности стоимостной оценки инструментов CRT обуславливают возможность неадекватного отражения в этих ценах уровней рисков.

Анализируя макроэкономические последствия расширения рынка CRT, многие авторы прежде всего указывают на то, что этот рынок оказывает позитивное влияние на заемщиков, так как увеличивает для них численность потенциальных кредиторов. Кроме

того, возрастает число инвесторов (например, сберегательных компаний), соглашающихся брать на себя кредитный риск, к которому они прежде не имели доступа. Все это вызывает такие последствия, как расширение возможностей для финансирования и снижение стоимости обеспечения кредитов, что обуславливает повышение эффективности кредитного рынка. Вместе с тем волатильность цен на инструменты CRT может вызывать удорожание кредитов, что ограничивает возможности финансирования, особенно для вновь создаваемых компаний, которые не имеют рейтинговой оценки.

Развитие рынка инструментов CRT оказывает воздействие на другие рынки, например, рынок передачи (уступки) займов. Некоторые исследователи отмечают, что использование кредитных дериватов обеспечивает два преимущества по сравнению с уступкой займов: 1) облегчает управление диверсифицированными портфелями; 2) защищает «ренту», порождаемую отношениями с клиентами. Создание рынка CDS может изменить равновесие на рынке уступки займов, так как может привести к уменьшению объема передаваемых займов, а также к снижению качества этих займов.

В 2001-2002 гг. мировая финансовая система столкнулась со значительными трудностями, связанными с замедлением темпов роста мировой экономики, событиями 11 сентября 2001 г., падением биржевых курсов акций и т.д. Среди факторов, позволивших финансовой системе противостоять этим трудностям, многие обозреватели (в том числе эксперты МВФ, Всемирного банка, ФРС) называют развитие рынка инструментов CRT, который способствовал дисперсии (рассеиванию) кредитного риска среди большого числа конечных держателей риска, хотя точные масштабы этой дисперсии остаются пока неизвестными. Таким образом, рынок инструментов CRT способствовал уменьшению рисков финансового посредничества и противодействовал возникновению системного кризиса. На нынешнем этапе, когда уровень кредитного риска растет медленнее, чем численность тех, кто готов брать этот риск на себя, развитие рынка инструментов CRT может привести к уменьшению средней склонности инвесторов к кредитному риску.

Вместе с тем некоторые авторы предупреждают о необходимости не упускать из вида три потенциальных риска, связанных с инструментами CRT:

- риск, связанный с концентрацией посредников на рынке инструментов CRT, что может привести к высокой концентрации в руках этих посредников кредитных рисков;
- риск, связанный с тем, что рынок инструментов CRT пока имеет в основном межбанковский характер: доля небанковских инвесторов, берущих на себя кредитный риск, пока невелика, что ограничивает масштабы дисперсии рисков; к тому же концентрация кредитных рисков в руках учреждений, не обладающих достаточным собственным капиталом (включая специализированные структуры - Special Purpose Vehicle), может привести к увеличению риска репутации этих структур и создающих их банков;
- дисперсия кредитного риска среди все большего числа инвесторов способствует снижению системного риска только в определенной степени; следует продолжать изучение влияния рынка инструментов CRT на стабильность финансовой системы в целом.

В докладах МВФ и Банка международных расчетов и в некоторых других работах отмечается, что инструменты CRT могут уменьшить прозрачность данных, относящихся к кредитному риску, и затруднить оценки риска партнерства и кредитного риска. Информация банков об операциях с инструментами CRT пока недостаточна. И если реализация новых положений Базельского комитета о достаточности капитала банков поможет улучшить ситуацию с информацией, предоставляемой банками, то правила предоставления информации для небанковских учреждений еще только предстоит разработать.

Таблица 4. Основные характеристики кредитных дериватов

Кредитные дериваты	Поток платежей от покупателя обеспечения к продавцу обеспечения	Необходимость финансирования	Поток платежей от покупателя риска к продавцу обеспечения	Влияние на баланс	Кредитные события	Урегулирование после кредитного события	Предрасположенность к риску партнера со стороны покупателя обеспечения	Предрасположенность к риску партнера со стороны продавца обеспечения	Обычные способы управления	Другие риски, связанные с инструментом
<i>Инструменты CRT, созданные на основе «одноименного» кредита</i>										
CDS	Выплата регулярных премий в течение жизни CDS; получение причитающихся сумм после погашения кредита	Нет	Получение регулярных премий в течение жизни CDS; выплата соответствующих сумм после кредитного события	Нет	Стандартное кредитное событие ISDA* может вызвать расторжение сделки в случае суверенного долга и ускорение выполнения обязательств	В основном путем поставки облигаций заемщика продавцом риска его покупателю по их номинальной стоимости; иногда путем фиксации рыночных цен на долг заемщика после кредитного события и выплата разницы между этой ценой и номинальной ценой долга	Риск в отношении продавца обеспечения в пределах суммы потенциально урегулирования расчетов	Риск в отношении покупателя обеспечения в пределах издержек замещения сделки	Поддержка гарантии и учет сигналов о снижении рейтинга	Нет, за исключением случаев, когда продавец риска имеет длинную позицию по опциону на поставку
CLN	Регулярные платежи, связанные с рыночными процентными ставками плюс проценты по кредиту и доля основной суммы	Да	Выплата авансом основной суммы кредита	Нет	Стандартное кредитное событие	В основном путем фиксации рыночных цен на долг заемщика после кредитного события и выплата разницы между этой ценой и номинальной ценой долга	Риск того, что гарантии, связанные с начальной эмиссией, будут недостаточными для покрытия потерь от дефолта	Риск в отношении и риска покупателя обеспечения в пределах стоимости и ценной бумаги	Не управляет	Ценная бумага может приносить доход по фиксированному или плавающему проценту плюс поток платежей по CDS

TROR	Все потоки платежей по базовому активу	Нет	Платежи, связанные с рыночными процентными ставками, плюс периодическая корректировка с учетом изменения рыночной стоимости базового актива	Нет	Нет оснований	Нет оснований	Риск в отношении продавца обеспечения в пределах суммы потенциальных расчетов	Риск в отношении покупателя обеспечения в пределах издержек замещения сделки	Поддержка гарантии и учет сигналов о снижении рейтинга	Кредитный риск плюс риски, связанные с базовыми инструментами и (процентный, валютный и др.)
Страхование кредита	Выплата регулярных страховых премий	Нет	Выплата сумм на основании документов после наступления потерь	Нет	В случае потерь у страхователя в соответствии с полисом	До выплаты потерь страхователю страховщик изучает обоснованность этих выплат	Риск в отношении продавца обеспечения в пределах суммы потенциальных расчетов	Риск в отношении покупателя обеспечения в пределах издержек замещения сделки	Не управляет	Нет
Страхование финансовых гарантий	Выплата регулярных страховых премий	Нет	Платежи по процентам и основной сумме кредита по графику	Нет	Неосуществление платежей по процентам и основной сумме кредита	Проценты и основная сумма долга выплачиваются продавцу риска по графику; покупатель риска принимает на свой счет требования к заемщику	Риск в отношении продавца обеспечения в пределах суммы потенциальных расчетов	Риск в отношении покупателя обеспечения в пределах издержек замещения сделки	Не управляет	Нет
Аккредитивы	Выплата регулярных комиссионных	Нет	Выплата сумм после дефолта из доли заемщика	Нет	Отказ заемщика от платежей	Банк выплачивает кредитор номинальную стоимость долга и принимает на свой счет требования к заемщику	Риск в отношении продавца обеспечения в пределах суммы потенциальных	Риск в отношении покупателя обеспечения в	Не управляет	Нет

							ых расчетов	пределах издержек замещения сделки		
Уступка займов	Получение авансом рыночной стоимости займа	Да	Выплата авансом рыночной стоимости займа; последующее получение всех потоков платежей по займу	Да	Нет оснований	Нет оснований	Нет	Нет	Нет оснований	Кредитный риск плюс риски, связанные с переданными займами
<b>Инструменты CRT, созданные на основе портфеля кредитов</b>										
Корзина CDS	Выплата регулярных премий в течение жизни CDS; получение причитающихся сумм после дефолта	Нет	Получение регулярных премий в течение жизни CDS; выплата соответствующих сумм после дефолта	Нет	Стандартное кредитное событие ISDA* может вызвать расторжение сделки в случае суверенного долга и ускорение выполнения обязательств	В основном путем поставки облигаций заемщика продавцом риска его покупателю по их номинальной стоимости; иногда путем фиксации рыночных цен на долг заемщика после кредитного события и выплата разницы между этой ценой и номинальной ценой долга	Риск в отношении продавца обеспечения в пределах суммы потенциальных расчетов	Риск в отношении покупателя обеспечения в пределах издержек замещения сделки	Поддержка гарантии и учет сигналов о снижении рейтинга	Нет, за исключением случаев, когда продавец риска имеет длинную позицию по опциону на поставку
CDO	Получение рыночной стоимости займа (облигаций)	Да	Получение платежей по займам (облигациям) за минусом комиссионных, выплачиваемых управляющим активами	Да, если заем фигурирует в балансе заемщика	Нет оснований	Нет оснований	Нет оснований	Риск плохого управления гарантиями и портфелем	Блокирование чрезмерной маржи	Риск несоответствия между базовым активом и выпущенной на его основе ценной бумагой
Синтетические CDO	Выплата регулярных	Нет	Специальное учреждение	Нет	Стандартное кредитное	В основном путем поставки облигаций	Риск, связанный	Риск, связанный с	Блокирование	Риск несоответствия



	премий в течение жизни CDO; получение соответствующих сумм после кредитного события		эмитирует различные ценные бумаги и инвестирует в гарантии высокого качества		событие ISDA* может вызвать расторжение сделки в случае суверенного долга и ускорение выполнения обязательств	заемщика продавцом риска покупателю по их номинальной стоимости; иногда путем фиксации рыночных цен на долг заемщика после кредитного события и выплата разницы между этой ценой и номинальной ценой долга	с ошибками в управлении и гарантиями	ошибками в управлении гарантиями	чрезмерной маржи	между гарантиями высокого качества, необходимыми расчетами и выпущенными ценными бумагами
ABS	Получение авансом рыночной стоимости займа	Да	Получение последующих платежей за вычетом комиссионных управляющим активами	Да	Нет оснований	Нет оснований	Нет оснований	Риск плохого управления гарантиями	Сверхобеспечение и субординация (выпуск ценных бумаг с более низким статусом)	Несоответствие между базовым активом и выпущенными на их основе ценными бумагами

- ISDA (International Swap Dealers Association) – Международная ассоциация дилеров, специализирующихся на проведении операций своп, созданная в 1985 г., определила следующий перечень стандартных «кредитных событий»: банкротство, дефолт по обязательствам, дефолт по платежам, связанным с реструктуризацией долга.

Автор реферата – Л.А. Зубченко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН