



Йорданка Йосифова Статева е доцент в катедра „Международни икономически отношения и бизнес“ на УНСС. Доктор е по икономика. Чете лекции и провежда научно-изследователска работа в сферата на международните финанси. Като Фулбрайт стипендиант е специализирала в Департамента по икономика на Университета Джорджтаун във Вашингтон, САЩ.

АНАЛИЗ НА РАЗВИТИЕТО НА ПАЗАРА ЗА КРЕДИТНИ ДЕРИВАТИ

доц. г-р Йорданка Статева

1. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ПАЗАРА ЗА КРЕДИТНИ ДЕРИВАТИ

Представяната материя е част от структурираните финанси. Тази част на финансите се занимава с конструиране и анализиране на финансови продукти, в които и чрез които се извършва трансформиране на риск, възвращаемост и ликвидни характеристики.

Кредитните деривати са именно структурирани финансови инструменти. Чрез тях (на практика чрез създаването на пазар за кредитни деривати) кредитният риск е обект на покупко-продажба.

Поява и развитие

Пазарът за кредитни деривати е пазар за покупко-продажба на кредитен риск, респективно на кредитни протекции.

Кредитният риск става най-големият и най-важният риск в резултат на разрастването на извънборсовия сектор на най-големия пазар в света – пазара за финансови деривати. Понастоящем глобалният финансов пазар включва много по-голяма като общ размер откритост на кредитен риск отколкото на лихвен или валутен риск. Така на практика икономическите условия налагат функциониращият огромен валутен и лихвен инструментариум да бъде допълнен с кредитен. Първоначално се е смятало, че появата на кредитни деривати в началото на 90-те години на 20 век просто запълва една ниша на пазара за деривати, че това е твърде неясен и комплициран бизнес. Развитие на

кредитните деривати през следващите години – в количествен и качествен аспект, не просто потвърждава смисъла на появата им, но и разширява виждането за функциите им, както и дава основания за определянето им като най-бързо растящия сектор на глобалния пазар за финансови деривати. Според оценки на Асоциацията на британските банкери /British Bankers' Association – BBA/ номиналната стойност на кредитните деривати /notional value of credit derivatives outstanding/ от 50 млрд.USD в края на 1996 г. е нараснала на 586 млрд.USD в края на 1999 г. и 893 млрд.USD в края на 2000 г.; 1,2 трлн.USD в края на 2001 г. и 2 трлн.USD в края на 2002 г. В статията във Financial Times от 4 януари 2005 г. този обем е посочен като повече от 3 трлн.USD.¹

Теоретично, пазарът за кредитни деривати има неограничен потенциал за растеж, доколкото в основата му са кредитните сделки на световния пазар. Ограничения за това развитие на практика съществуват, но следва да се има предвид двояката им роля. Най-важният момент в случая е, че кредитният риск е хетерогенен базов актив и е невъзможно да бъде стандартизиран – затова и няма борсови кредитни деривати. Това че кредитните деривати нямат хомогенен базов актив е първото практическо ограничение. Именно от него се пораждат редица проблеми, но те на практика могат и се оказват често стимули за развитие и усъвършенстване на финансовите инструменти. Спецификата и разнообразието на кредитите – базов актив, прави инструментите за търгуване на кредитен риск недостатъчно ликвидни. Уникалността на всяка кредитна сделка определено се сочи като един от най-важните проблеми за развитието на пазара на кредитни деривати. В тази връзка следва и проблемът с наличието на унифицирана и стандартизирана документация, улесняваща търговията с кредитни деривати. Всъщност точно липсата на стандартизирана документация относно кредитните деривати забавя развитието на пазара до 1999 г., когато за първи път са публикувани някои най-необходими дефиниции в тази сфера от страна на Международната асоциация за свопове и деривати /ISDA = International Swaps and Derivatives Association/.

В основата на кредитните деривати лежи концепцията за „разонаковане“. Кредитните деривати позволяват отделяне /разонаковане – *unbundle*/ на кредитния риск от другите рискове, въплътени в даден актив. Примерно притежателят на нота с плаващ лихвен процент /floating rate note/ може да отдели кредитния риск /риска, че емитентът на нотата може да изпадне в неплатежоспособност/ от лихвения риск /риска, че лихвените постъпления за него може да намаляят/.

Кредитните деривати са средства от арсенала на фирменото управление на риска и по-точно тези финансови инструменти се използват за хеджиране на кредитен риск – чрез прехвърлянето му на друг пазарен участник или чрез диверсификация, доколкото разнообразяването на понасяните рискове на практика е равно на намаляване на общия риск. Освен за хеджиране, кредитните деривати се използват и за операции, основани на определени очаквания, т.е. за спекулации. Спекулативните операции винаги съдействат за създаване на ликвидност и в този смисъл – за увеличаване на ликвидността на пазара за кредитни деривати.

Кредитните деривати са ново поколение деривати – това е последната финансова иновация – от началото на 90-те години на 20 век. По-конкретно те са

продукт на „финансовата иновационна спирала“ /financial innovation spiral/. Този израз е на носителя на Нобелова награда за икономика Роберт Мертън, който той използва за да изрази факта, че финансовите продукти- иновации на практика се появяват, за да задоволят съществуващи потребности на финансовия пазар, но използването им генерира същевременно нови потребности, които от своя страна се превръщат в основа за по-нататъшни иновации и нови пазари. Концепцията за спиралата на финансови иновации обяснява появата и развитието на пазарите за деривативни продукти, където кредитните деривати са последната, респективно поредната финансова иновация.

Първият кредитен дериват /в размер на 368 млн.USD/ е използван от Merrill Lynch през 1991 г. За първи път кредитните деривати са представени официално на годишната среща на ISDA през 1992 г. В края на 1993 г. развитието на тези деривативни продукти получава песимистична оценка, но само три – четири години след това оценките за развитието на пазара за кредитни деривати коренно се променят. На практика популярността на тези финансови инструменти се увеличава изключително много най-вече в резултат на Азиатската финансова криза от 1997 г., превърнала се в световна. И това е естествено – доколкото точно в подобни кризисни периоди се увеличава неимоверно значението на финансовите инструменти за защита. Същевременно следва да се има предвид и че именно в такива условия по принцип намалява сигурността на протекцията.

Важно събитие в развитието на пазара за кредитни деривати е включването на електронни платформи за търговия с тези финансови деривати. Създаването им има за резултат, на първо място, улесняване събирането на подходящи контрагенти, както и постигане на по-голяма прозрачност за този бизнес. Такива платформи са Creditex и CreditTrade. Също толкова важен момент в развитието на пазара за кредитни деривати е започналото използване на индекси, базирани върху кредитни деривати. През 2000 г. JP Morgan създава първия индекс върху кредитни деривати. Впоследствие са създадени и търгувани редица други подобни индекси. Те по принцип включват портфолио от суапове за осигуряване срещу кредитен риск на определени компании. По този начин се създава инвестиционен продукт, който може да бъде купуван или продаван с цел хеджиране или спекулация. Съставляващите на всеки индекс се оценяват на шест месеца и евентуално се променят, ако вече не са най-ликвидните съответни продукти на пазара. След обединяване на определени индекси вече се използват три регионални индекса върху кредитни деривати – за САЩ, Европа и Азия, управлявани от Dow Jones. Извършеното сливане на кредитни индекси през 2004 г. е факт, който се оценява като много важен за развитието на пазара за кредитни деривати през следващите години. Съответният нов индекс, образуван чрез сливане на конкуриращи се готови индекси върху суапове за осигуряване срещу кредитен риск, е известен в Европа като Dow Jones iTraxx, а в САЩ като Dow Jones CDX /DJ CDX/.²

Участници, основни базови активи

Пазарът за кредитни деривати понастоящем е само извънборсов. Възниква като междубанков пазар, но в хода на развитието му като участници се включват и

брокерски къщи /securities houses/, корпорации, застрахователни компании, хедж фондове, взаимни и пенсионни фондове. Банките – търговски и инвестиционни, са доминиращите участници на пазара за кредитни деривати. Според проучване на ВВА банките са най-големите купувачи и най-големите продавачи на кредитна защита, като определено делът им като купувачи е по-голям от дела им като продавачи. Същевременно след 1999 г. е налице ясно оформена тенденция на намаляване на относителния дял на банките на този пазар поради включване на нови участници. Това са застрахователни компании /като купувачи и продавачи на кредитна защита, но по-голям е делът им като продавачи – за разлика от банките/, корпорации, брокерски къщи /в качеството на посредници/ и други.³

Пазарната дейност е концентрирана в Лондон и Ню Йорк, които имат почти еднакъв процентен дял в търговията с кредитни деривати – малко под 50%. Като регионални центрове с много малък дял се включват Токио, Сидни и др.

Тъй като пазарът за кредитни деривати функционира от създаването си само като извънборсов /пазар „на гише”/, а много желаещи да участвуват в тази търговия икономически субекти по различни причини нямат достъп на пазара „на гише”, но биха могли да участвуват в борсова търговия, след формирането на единен кредитен индекс е започнала подготвителната работа за поява на индексен фючърс и по-точно фючърс контракт върху кредитен индекс. Включването на фючърс контракт върху кредитен индекс в борсовата търговия ще промени структурата на пазара за кредитни деривати, който вече ще има и борсов сектор.

Особено важен въпрос е какви базови активи са в основата на финансовите инструменти на този пазар. В най-голяма степен се търгува кредитен риск, произтичащ от корпоративни дългове – 500 до 1000 корпоративни имена най-активно участвуват на пазара за CDS. General Motors, Ford и Daimler Chrysler са трите компании с най-голям обем търгуван кредитен риск, резултат на емитирани техни дългове. Кредитен риск, произтичащ от държавен дълг, се търгува много по-малко – в случая това са дългове на 10-12 държави, главно нововъзникващи пазари. Най-общо на пазара за кредитни деривати се търгува кредитен риск, произтичащ 80% от корпоративен дълг и 20% от държавен дълг.

Пазарът премина сериозно изпитание, след като през май 2005 г. Standard and Poor's намали кредитния рейтинг на GM и Ford /заради милиарди USD дълг на двете компании/ до най-ниския статут /junk/. GM е най-голямата компания в корпоративната история, чийто дълг получава най-ниския статут. Като се има предвид участието на двете компании на пазара за кредитни деривати, на този етап всички икономически анализатори сочат явно големия потенциал на пазара да се справя с подобни проблеми – а това определено е в полза на констатация за „зрялост” на пазара.

Мотивация на участниците

Кредитните деривати възникват като финансови инструменти за управление на кредитен риск на икономически субекти с вече формирана откритост на тази форма на риск. Както ще стане ясно от изложението по-нататък, развитието на пазара включва като важна характеристика значително разширяване и разнообразяване на функциите на тези финансови инструменти. Понастоящем

основен мотив на банките, които използват кредитните деривати като средство за защита срещу кредитен риск, вместо просто да избегнат този риск, като вложат средствата си в други – нискорискови или безрискови активи, е желанието им да запазят добри взаимоотношения със съответните кредитополучатели – въпреки опасенията, които имат за влошаване на кредитния им статус. Кредитните деривати позволяват на една банка да продължава да поддържа добри взаимоотношения със свой клиент – кредитополучател, като същевременно се освободи от кредитния риск, произтичащ от този клиент – риск, който банката преценява, че не желае да носи. Ключовият момент в случая е, че банката не е задължена да уведомява своя кредитополучател или емитента на закупен от нея дълг за встъпването си в отношения по хеджиране с кредитни деривати.

Кредитните деривати позволяват на банки, застрахователни компании и други участници на пазара да управляват кредитни лимити и секторни концентрации на кредитен риск, докато в същото време продължават да притежават базовите кредити. Всъщност един от основните мотиви за използване на кредитни деривати от банки е възможността, която дават за намаляване на секторна концентрация на кредитен риск, както и концентрация на открити експозиции към определени насрещни партньори. Банките обикновено концентрират кредитите си за компании от определен сектор на икономиката или от даден регион – поради наличието на някакви предимства в отпускането на кредити в този сектор, респективно регион. Това обаче означава увеличаване на откритостта на кредитен риск. В този случай пазарът на кредитни деривати предоставя подходящи възможности за защита чрез някои от предлаганите финансови продукти. Рискът, породен от концентрацията на кредитна откритост, може да бъде намален и с други средства – примерно продаване на кредити или разширяване на кредитната дейност в други отрасли. Но продажбата на кредити може потенциално да разруши връзките с клиентите на банката. А раздаването на кредити в други отрасли и сектори, в които банката няма опит, я излага допълнително на риск. Чрез кредитни деривати банката може да диверсифицира своя кредитен портфейл по-ефективно.

Освен за застраховане срещу кредитен риск, кредитните деривати могат и все по-често се използват за създаване на синтетични позиции и именно в това отношение се задълбочава развитието им, а като резултат се предлагат все по-сложни структурирани финансови продукти.

Еволюцията на пазара за кредитни деривати разкрива, от една страна, съществени положителни аспекти, имайки предвид възможностите за хеджиране на кредитен риск и посрещане на нуждите на различни категории инвеститори. Същевременно, както обикновено се реализира развитието в икономическите сфери, изиявяват се и се задълбочават определени рискове. Рисковете произтичат преди всичко от факта на все по-увеличаващата се комплексност на финансовите инструменти на този пазар, както и от невъзможността да се оценява действителната тежест на поеманите кредитни рискове от все по-големия брой участници на пазара.

Кредитен риск, кредитно събитие, управление на кредитен риск

Ключово понятие в разглежданата проблематика е кредитен риск. Най-общо това е рискът, произтичащ от несигурността във възможностите на насрещния контрагент по дадена сделка да изпълнява задълженията си съгласно договореностите. Като междинен кредитен риск се определя възможността от понижаване на кредитния рейтинг на насрещния контрагент по определена кредитна сделка от кредитните агенции /като Standard and Poor's или Moody's/, в резултат на което стойността на емитираните от контрагента задължения намалява. Тук възниква въпросът за връзката между кредитен и пазарен риск. Докато кредитният риск включва вероятността кредитополучател да не може да обслужва или погаси дълга си съгласно условията на договора, пазарният риск се свързва с възможността бъдещи изменения в пазарни цени – примерно валутни курсове и лихвени проценти, да променят резултата от притежаван финансов актив. В тесен смисъл се има предвид вероятността в резултат на настъпилите изменения в дадени пазарни променливи финансовият актив да стане по-малко ценен, съответно резултатът от притежаването му по-малко благоприятен. Тук се включват преди всичко активи, чиято пазарна стойност се променя, когато се променят лихвените проценти или валутните курсове. Връзката между пазарен и кредитен риск е резултат на това, че финансовите активи променят стойността си вследствие на изменения в пазарните цени и това оказва влияние върху размера на откритостта на кредитния риск. В този смисъл може да се приеме, че кредитният риск съдържа пазарния риск. Кредитният риск може да се представи като съдържащ два компонента. Първият компонент е пазарният риск – доколкото реализирането на пазарен риск означава промяна в откритостта спрямо кредитен риск. Вторият компонент е специфичен за икономическия субект – контрагент по определена кредитна сделка, от когото всъщност произтича кредитният риск. Този компонент е свързан с цялостната характеристика на икономическия субект, която определено се формира в резултат на всички сделки и контракти, в които той е страна.

Формите на кредитен риск изразяват всъщност обхвата на понятието кредитен риск. Съгласно дефинициите на ISDA са определени шест основни кредитни събития⁴:

1. Изпадане в несъстоятелност /банкрут/.
2. Ускоряване на задължението /obligation acceleration/ – съответното задължение става дължимо преди срока съгласно договореността поради настъпили неблагоприятни обстоятелства за лицето - длъжник.
3. Неизпълнение на задължение поради изпадане в неплатежоспособност /obligation default/.
4. Неплащане на задължението, когато и където изисква договореността.
5. Спиране на дължими плащания и обявяване на мораториум /repudiation moratorium/ – отнася се за държавни дългове.
6. Преструктуриране на задължението /restructuring/ – в резултат на някакви събития, условията на самия дълг се променят и стават по-малко благоприятни за притежателя му – примерно намаляване на главницата или лихвата, отлагане на плащането, промяна в определената поредност на плащанията и т.н.⁵

Всеки икономически субект, който е страна по договореност, съгласно която насрещният контрагент му е длъжник, има откритост на кредитен риск. Управлението на откритост на кредитен риск обикновено включва етапи и различни нива на защита. На първия етап се извършва оценка на откритостта на кредитен риск, която включва идентифициране на конкретните активи, които пораждат кредитен риск, и определяне на допустимото ниво за понасян риск. Следва разработване на мерките, в резултат на които действителното ниво на понасян кредитен риск се изравнява с допустимото според преценката. Началните линии на защита включват кредитен анализ, определяне на кредитни лимити /спрямо отделни контрагенти, отраслови, респективно секторни, евентуално по държави и т.н./. На следващо равнище на защита управлението на кредитен риск може да включва хеджиране с кредитни деривати.

II. ОСНОВНИ ВИДОВЕ КРЕДИТНИ ДЕРИВАТИ – РАЗВИТИЕ И ФУНКЦИИ

Участниците на пазара за кредитни деривати могат да използват различна терминология и това прави трудно установяването на единственото и най-точно наименование за всеки един финансов продукт на този пазар – а това е което обикновено непрофесионалистите в сферата търсят. На практика участниците в сделките на пазара за кредитни деривати предоставят, респективно получават, детайлно описание на условията на съответния финансов продукт и това се определя като основната характеристика на всяка договореност за кредитен дериват. Най-важно е да се разбере при какви точно условия се извършват и получават плащания, а не единственото и в този смисъл най-точно наименование на финансовия продукт. На практика различията в използваната терминология са елемент на разнообразието и една от характеристиките на пазара за финансови деривати.

Основните видове кредитни деривати могат да бъдат групирани така:

1. Суап за осигуряване срещу кредитен риск /Credit Default Swap = CDS; Credit Event Swap/.
2. Суап на обща възвращаемост /Total Return Swap = TRS/.
3. Кредитно-свързани ноти /Credit-Linked Notes = CLNs, наричани още Credit Default Notes/.
4. Продукти върху кредитен спрег:
 - 4.1. Споразумение за бъдещ кредитен спрег /Credit Spread Forward = CSF/.
 - 4.2. Опция върху кредитен спрег /Credit Spread Option = CSO/.
 - 4.3. Суап върху кредитен спрег /Credit Spread Swap = CSS/.

Вече установените най-обикновени /plain vanilla/ продукти на този пазар са суап за осигуряване срещу кредитен риск и суап на обща възвращаемост.

- Суап за осигуряване срещу кредитен риск /CDS/

На първо място, този финансов продукт се използва самостоятелно. Появява се като алтернатива на обезпечението /в качеството му на осигуряване срещу евентуален кредитен риск/. Тези суапове са базирани върху стандартната ISDA документация. На второ място, CDS се използва като съставно блокче за конструиране на портфолио инструменти за прехвърляне на кредитен риск,

произтичащ от банкови заеми или дългови ценни книжа. Кредитният риск в тези финансови продукти обикновено е на траншовете с оглед регулиране на потенциалната задълженост на продавачите на протекция.

В най-опростената и обща схема на CDS, използван самостоятелно, единият участник продава кредитен риск, защото той иска да се освободи от него, като го прехвърли на друг участник на пазара. Това е кредитен риск, произтичащ от трета страна. Другият участник в схемата купува кредитния риск. Всъщност продавачът на кредитен риск е купувач на кредитна защита. Купувачът на кредитен риск е продавач на кредитна защита. И както е обичайно при такава сделка, купувачът на кредитна защита плаща за нея, като извършва периодични плащания към продавача на протекцията, а продавачът, от своя страна, поема ангажимент да извърши компенсационно плащане в случай, че настъпи кредитното събитие. И двете страни в сделката имат икономическа заинтересованост от участие – едната страна извършва периодични плащания като цена за получаваната защита, изразяваща се в получаване на компенсационно плащане при определени условия, а другата страна получава премийните постъпления и ще извърши плащане на договорената сума само ако се реализира кредитното събитие. Кредитният дериват суап за осигуряване срещу кредитен риск определено се свързва с настъпване на кредитно събитие.

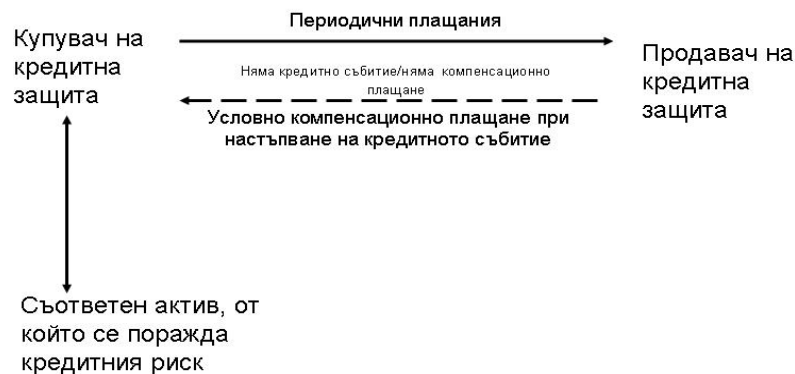
Купувачът на кредитна защита приема да плаща периодично премия към продавача на кредитна защита. Сумата на периодичното плащане обикновено е изразена като процент от номиналната стойност на контракта и най-често се плаща на тримесечие. Възможно е купувачът на протекция първоначално да плати по-висока премия, а впоследствие другите премийни плащания да бъдат в по-малък размер. От своя страна, продавачът на кредитна защита приема да извърши договореното компенсационно плащане при реализиране на съответното кредитно събитие, т.е. това плащане е условно – то ще бъде реализирано само при условие че настъпи кредитното събитие. Настъпването на кредитното събитие трябва да бъде потвърдено от публично достъпна информация или от независим одитор. Самото кредитно събитие е свързано с трета страна и по-точно кредитният риск произтича от тази трета страна. Купувачът на кредитна защита в описваната схема е всъщност кредитор на тази трета страна. Най-опростената обща схема на CDS изглежда, както е показана на Фиг.1.

На практика купувачът на кредитния риск осигурява финансиране впоследствие – само в случай на реализиране на кредитното събитие. За сравнение – на първичните и вторичните пазари за дългови инструменти купувачът на емитирания дълг и на практика купувач и на кредитния риск осигурява финансиране в момента на поемане на кредитния риск.

При суапа за осигуряване срещу кредитен риск купувач и продавач на протекция се споразумяват по следните въпроси:

1. Съответен базов актив /reference entity, asset/, институция, която го емитира.
2. Номинална стойност и срок на контракта.
3. Премия – начин на определяне и периодичност на плащането ѝ.
4. Дефиниране на кредитното събитие. Определянето на кредитното събитие се извършва в зависимост от желанията на участниците в суапа. То

произтича от съответния базов актив, респективно от третата страна, чийто кредитор е купувачът на защитата. Кредитното събитие /събития/ трябва да бъде много точно, ясно и недвусмислено дефинирано.



Фиг. 1.

Важно е да се подчертае, че при суапa за осигуряване срещу кредитен риск се прехвърля само кредитният риск. Загубите, настъпили от други събития извън дефинираните кредитни събития, не се покриват – примерно в резултат на промяна на лихвените проценти.

5. Условията за уреждане на отношенията между продавача на кредитна защита и купувача /условия на сетълмент/. Съществува огромно разнообразие на условията за уреждане на отношенията между двете страни по контракта при настъпване на кредитното събитие. На практика формата на компенсация зависи преди всичко от това дали условията на суапa изискват физическо уреждане или парична сума.

5.1. Физическа доставка. В този случай, при настъпване на кредитното събитие, купувачът на защита прехвърля самия базов актив /примерно облигациите/ към продавача на кредитна защита, в замяна на което получава плащане от него в размер на записаната в контракта стойност – номиналната стойност на контракта /original face value/. Това е всъщност изплащането на компенсационната сума по условното задължение.⁶ При физическата доставка продавачът на кредитна защита става собственик на облигациите /и може да участва в разпределението на масата на несъстоятелността/. Обикновените CDS със стандартни характеристики /standard single-name CDS/ са обикновено

уреждани чрез физическа доставка. Вариантът е неприложим, когато суапът се използва за хеджиране на откритост спрямо активи, които не се прехвърлими, или защото купувачът на кредитна защита не притежава базовия актив.

5.2. Парично плащане – продавачът на кредитна защита извършва плащане чрез парична сума на базата на формула, за която двете страни постигат съгласие при договарянето на сделката. Най-общо формулата определя, че продавачът на кредитна защита плаща на купувача само нетната стойност. Нетната стойност е равна на разликата между номиналната стойност на контракта и пазарната стойност на съответния базов актив след кредитното събитие. Уреждането чрез парично плащане е по-малко използвано в сравнение с физическа доставка. Много по-рядко се търгуват т.нар. бинарни суапове /binary default swap; digital swap/, в които условното плащане е предварително определена фиксирана сума. Продавачът на кредитна защита плаща на купувача фиксирана парична сума в случай на реализиране на кредитното събитие, независимо от действителния размер на реализираните загуби. В случая може да се прави сравнение с банковата гаранция /в тесен смисъл/, доколкото при нея е налице същата характеристика – бенефициентът получава при съответните обстоятелства само предварително фиксираната сума.

5.3. В случай, че в основата на суапа стои кошница от активи /basket default swap/, плащането от страна на продавача на кредитна защита се осъществява в зависимост от конкретни характеристики на финансовия инструмент:

5.3.1. Договорено е плащане, което се реализира при първо неизплащане на задължение за някой от включените в кошницата активи /first-to-default basket/. Продавач на кредитна защита в този тип финансов инструмент върху 200 млн.EUR дълг на три европейски автомобилни компании получава повече премийни постъпления в сравнение с варианта три отделни CDS върху всеки отделен дълг от включените в кошницата. При настъпване на кредитно събитие за една от автомобилните компании отношенията между контрагентите в суапа се уреждат чрез физическа доставка на съответните дългови ценни книжа от купувача към продавача на кредитна защита в замяна на договореното компенсационно плащане.

5.3.2. Договорено е плащане, което се реализира в случай че настъпят кредитни събития по повече от предварително определен брой активи, включени в кошницата /second-, third-to-default baskets и т.н./. Този вариант е подходящ и се използва обикновено от инвеститори, които могат да си позволят да поемат риска от малки кредитни загуби, но се грижат да си осигурят защита срещу загуби в по-голям размер.

При суапа за осигуряване срещу кредитен риск продавачът на кредитна протекция получава премия, най-често изразена като определен брой базисни точки. Възможно е договореността да включва първоначално продавачът на защита да получи по-висока премия /достигаща примерно и до 50% от дължимата премия/, а останалите плащания да бъдат в по-малък размер /примерно по 0,5%/. Ако по време на живота на сделката не се случи никое от предварително определените кредитни събития, премийните постъпления остават за продавача на защита чиста печалба, която всъщност е компенсация за носенето на кредитния риск. Ако обаче някое от кредитните събития се реализира по време на сделката, продавачът на защита е задължен да извърши компенсационно плащане.

Купувачът на кредитна защита си е купил реализиращата се в такъв момент защита чрез периодично плащаната премия.

Суаповете за осигуряване срещу кредитен риск по икономическата си същност наподобяват гаранциите и кредитните застраховки. Особен интерес представлява сравнителният анализ между кредитния дериват и кредитната застраховка. Най-важната сходна характеристика се свежда до това, че и в двата финансови продукта от едната страна е продавач на кредитна защита, който получава премия предварително, в замяна на съгласието и ангажимента си да компенсира купувача впоследствие – в случай на настъпване на кредитно събитие. Следователно продавачът на протекция и в двата случая не осигурява финансиране. И при кредитната застраховка, и при суапа изплащането на компенсационната сума е зависимо от реализирането на кредитно събитие. Съществената разлика се изразява в това, че при кредитната застраховка е налице допълнителна зависимост от резултата за купувача на протекция. Той получава компенсационното плащане само ако в резултат на настъпилото кредитно събитие реално е понесъл загуби. При суапа за осигуряване срещу кредитен риск не е така – компенсационното плащане зависи само от настъпването на кредитно събитие, но не зависи от това дали купувачът на протекция е понесъл загуби – т.е. при реализиране на кредитно събитие се извършва компенсационно плащане и без купувачът на защита да е понесъл реални загуби.

Въпросът за ценообразуването в един суап за осигуряване срещу кредитен риск се свежда до ключовите фактори, определящи размера на премийните плащания от купувача към продавача на кредитна защита. На първо място се има предвид вероятността кредитното събитие да се реализира и компанията – емитент на базовия актив, да спре да обслужва дълга си. Това по принцип намира отражение в кредитния рейтинг на базовия актив, съответно на емитента му, така че на практика факторът е кредитният рейтинг. На второ място значение има очакваната от купувача на защита норма на възстановяване по дълга, който е закупила, т.е. какъв процент от номиналната стойност на базовия актив очаква да му бъде възстановена от емитента на дълга. Като трети фактор може да бъде посочена изискваната от продавача на защита рискова премия за поетия от него риск от понасяне на загуби, т.е. в случая става въпрос за остойностяване на понасяния от продавача на защита риск.

След появата на суапа за осигуряване срещу кредитен риск като финансов продукт на пазара функциите му се развиват и разширяват. В изложението на настоящата част, което следва, са представени няколко схеми на използване на CDS, включващи различни цели на участниците, респективно представлящи развитието на функциите.

Първи механизъм на използване на суап за осигуряване срещу кредитен риск.

Той включва договореност между две банки. В случая страната, която търси защита от кредитен риск и за целта договаря суапа, в който извършва периодични премийни плащания е банка А. Банка А е купила облигации с кредитен рейтинг BBB, върху които получава добра доходност, но не желае да носи кредитния риск, произтичащ от емитента на облигационния заем за неговия срок. Продавач на кредитна защита в схемата, който осигурява търсената защита срещу кредитен риск, е банка Б. Двете банки контрагенти по CDS дефинират

точно кредитното събитие или събития /договарят обхвата на кредитното събитие/, което на практика изразява кредитния риск, следващ от компанията емитент на облигационния заем. Следва да се подчертае фактът, че банка А си купува кредитна защита, включвайки се в суапа за осигуряване срещу кредитен риск без съгласието и дори без знанието на заемополучателя емитент на облигационния заем. Фигура 2 изразява описаната схема.

Втори механизъм на използване на суап за осигуряване срещу кредитен риск. Чрез включване в суап за осигуряване срещу кредитен риск могат да се освобождават кредитни линии за определени клиенти. Банки, които са ограничени в желанието си да предоставят необходимото допълнително финансиране на свои клиенти поради достигане на определения кредитен лимит /вътрешен или регулаторен/, могат да използват суапа за осигуряване срещу кредитен риск за намаляване на кредитната си откритост към съответните клиенти, без да се налага да отказват допълнително кредитиране, увреждайки по този начин бизнес връзките си с клиентите. Това на практика става възможно, тъй като чрез включване в суап за осигуряване срещу кредитен риск като продавачи на кредитен риск, произтичащ от вече формирани задължения на съответните клиенти /което прави банките купувачи на кредитна защита/, банките прехвърлят кредитния риск на своя контрагент в суапа, освобождавайки по този начин използваните вече напълно кредитни линии.



Фиг. 2

Трети механизъм на използване на суап за осигуряване срещу кредитен риск. Чрез включване в CDS може да се оптимизират концентрацията и времевият хоризонт на кредитния риск в рамките на притежаван от инвеститор кредитен портфейл. Оптимизиране на концентрацията на кредитен риск на практика означава да се извърши, респективно да се подобри портфолио диверсификацията. Конкретно става въпрос за диверсификация на носения кредитен риск. Това се извършва като се придобива откритост към желани активи и същевременно се прехвърля на други пазарни участници рискът, произтичащ от рискови активи. Придобиване на откритост към желани кредити, без да се купуват самите кредити, става в рамките на договореност по суап за осигуряване срещу кредитен риск за предоставяне на кредитна защита. Същевременно, без да се продават рискови ценни книжа /а това може да е ограничено от счетоводни, данъчни или регулаторни причини/, се продава кредитен риск, произтичащ от ценните книжа посредством покупка на кредитна защита в CDS.

Четвърти механизъм на използване на суап за осигуряване срещу кредитен риск. Чрез включване в суап за осигуряване срещу кредитен риск може да се постигне желана промяна на падежите на притежавани финансови активи. Механизмът за постигане на желаните падежи чрез CDS е следният. Ако един инвеститор има свои основания да желае да поеме петгодишна откритост спрямо емитент на дълг Х, който обаче е издал само едногодишни и седемгодишни облигации, то този инвеститор може да договори с контрагент петгодишен суап за осигуряване срещу кредитен риск, в който той е продавач на кредитна защита срещу неизпълнение на задължението на емитент Х. Договорената структура му осигурява желаната петгодишна откритост на кредитен риск спрямо ценните книжа на емитента Х, доколкото инвеститорият носи кредитния риск само за срока на суапа.

Пети механизъм на използване на суап за осигуряване срещу кредитен риск. CDS може да послужи за създаване на синтетични позиции. Инвеститор желае да поеме тригодишна откритост спрямо облигации на чуждестранна компания с кредитен рейтинг BBB, но в дадения момент тази компания не е емитирала дълг с тригодишен срок. Сделка за покупка на такива чуждестранни облигации включва и валутен риск за инвеститора, доколкото желаните ценни книжа са деноминирани в националната валута на емитента, която е чужда за инвеститора. Инвеститорият би могъл да направи следното. Той купува тригодишни облигации от емитент на националния си пазар с /по-висок/ кредитен рейтинг AAA, деноминирани в националната му валута. Същевременно инвеститорият постига договореност с контрагент по суап за осигуряване срещу кредитен риск с 3-годишен срок, в който той е продавач на кредитна защита срещу неизпълнение по емитиран дълг от чуждестранната компания. Инвеститорият получава лихва върху закупения дълг с висок кредитен рейтинг на националния пазар, но освен това получава и периодични премийни плащания като продавач на кредитна защита в CDS. Това е равно на създаване на синтетична позиция, която включва синтетична откритост /изкуствено създадена/ спрямо емитирания дълг от чуждестранната компания плюс постигане на възвращаемост, подобна на възвращаемостта, която би се реализирала от евентуалната пряка откритост спрямо тригодишни облигации на

чуждестранната компания с по-нисък кредитен рейтинг /а следователно и с по-висока възвращаемост/.

Като важен момент в развитието на пазара за кредитни деривати следва да се оценява появилият се механизъм за трансформация на суаповете за осигуряване срещу кредитен риск в застрахователни контракти.

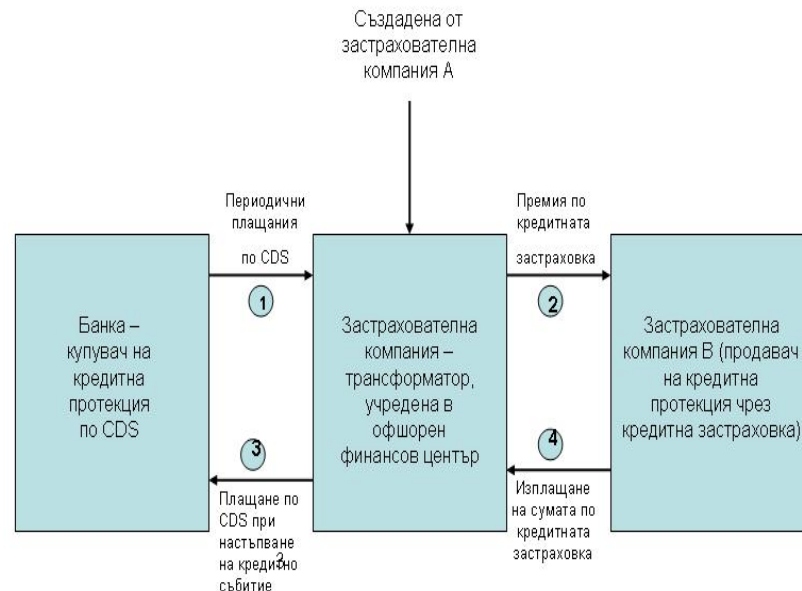
Шести механизъм на използване на суап за осигуряване срещу кредитен риск, изразяващ трансформиране на CDS в застрахователен контракт.

Предпоставка за възникването на този механизъм са нормативните ограничения в редица страни, които не позволяват на застрахователните компании да участвуват в кредитни деривати, продавайки чрез тях кредитни протекции, като използват документацията на Международната асоциация ISDA. Според английския закон, примерно, застрахователят е длъжен да плати сумата по застрахователния договор само ако застрахованото лице е понесло загуби, докато кредитните деривати включват плащане при реализиране на кредитното събитие независимо от това дали съответното лице е понесло загуби. Застрахователните компании нямат право да участвуват в кредитни деривати в качеството на продавач на протекции – това за тях означава да получават периодични премийни плащания от купувачите на защита, но и да плащат компенсация в случай на реализиране на кредитно събитие, независимо от това дали купувачът на кредитна защита е понесъл загуби. Точно заобикаляне на тази характеристика на финансовия дериват се търси чрез създаване на гъщерни застрахователни компании в подходящи региони. Възможността за реализиране на загуби по суапа за осигуряване срещу кредитен риск във връзка с необходимостта от извършване на компенсационно плащане се неутрализира чрез закупуване на кредитна застраховка от друга застрахователна компания. И така, схемата за заобикаляне на гореспоменатото ограничение е следната. Застрахователните компании учредяват гъщерни застрахователни компании – т.нар. трансформатори, в офшорни финансови центрове, където законодателството разрешава застрахователни компании да участвуват в кредитни деривати. Застрахователната компания трансформатор продава кредитна защита на банка чрез суап за осигуряване срещу кредитен риск, като едновременно с това купува кредитна застраховка /на срещна застрахователна протекция/ от друга застрахователна компания. По този начин застрахователната компания, примерно във Великобритания, която е създавала компанията трансформатор, чрез него фактически участвува в кредитен дериват, в който продава кредитна защита и съответно получава периодични премийни плащания от купувача на кредитна защита. Компанията трансформатор задължително плаща, ако настъпи кредитното събитие по суапа за осигуряване срещу кредитен риск, но същевременно получава компенсация за извършеното плащане съгласно условията на застрахователния договор – договора за кредитна застраховка, сключен с другата застрахователна компания. Компанията трансформатор в случая е застрахователна компания, учредена в регион, където ограниченията върху застрахователните дружества във връзка с участие в кредитни деривати не съществуват. Смисълът на схемата е, че след реализиране на кредитното събитие компанията трансформатор ще е понесла загуба по суапа за осигуряване срещу кредитен риск /в който е продавач на

кредитна защита/, така че застрахователният иск по сключения застрахователен договор с другата застрахователна компания става валиден.

На Фигура 3 е представена описаната схема за трансформация на суап за осигуряване срещу кредитен риск в застрахователен договор. Тя включва следните елементи и операции:

1. Периодични премийни плащания по суапа за осигуряване срещу кредитен риск, договорен между застрахователната компания трансформатор и банката.
2. Застрахователна премия по кредитната застраховка, договорена между компанията трансформатор и застрахователна компания В.
3. Условното плащане по суапа за осигуряване срещу кредитен риск се реализира след настъпване на кредитното събитие – застрахователната компания трансформатор плаща на банката.
4. Изплаща се застрахователната сума по кредитната застраховка.



Фиг. 3

Обобщените характеристики на суапа за осигуряване срещу кредитен риск представят финансов продукт с несложна конструкция, осигуряващ сравнително добър баланс на интересите на контрагентите, а всичко това е в основата на най-широкото му използване понастоящем.

1. Суапът за осигуряване срещу кредитен риск е ефективен инструмент за хеджиране на кредитен риск. На практика един участник продава, прехвърля на друг участник на пазара кредитен риск, произтичащ от трета страна.

2. Този суап фактически трансформира кредитен риск, произтичащ от конкретен актив в кредитен риск, произтичащ от продавача на кредитна защита. Но тъй като по правило това е финансова институция с най-висок кредитен рейтинг, този произведен кредитен риск на практика би могъл да се пренебрегне. Най-точно би могло да се определи, че купената чрез CDS кредитна защита е толкова надеждна, колкото надежден е продавачът на кредитна защита.

3. По време на срока на сделката, периодично, на междинни дати, купувачът на кредитна защита плаща на продавача предварително договорени суми. В случай, че не настъпи дефинираното кредитно събитие, на падежа не се извършват никакви плащания. За продавача на кредитна защита, който фактически е купил кредитния риск, получената премия остава чиста печалба – компенсация за носенето на риска за срока на сделката. За купувача на кредитна защита, който се е освободил от кредитния риск, като го е прехвърлил на продавача, платената премия е цената за сигурността, която му дава договорения суап. В случай че настъпи кредитното събитие, се задействува условното плащане. То се определя по един от следните възможни начини:

- при прилагане на физическа доставка купувачът на кредитна защита доставя съответния актив в замяна на номиналната стойност, изплащана от продавача на кредитна защита;
- при прилагане на уреждане чрез парична сума продавачът плаща на купувача на кредитна защита сумата, с която номиналната стойност на съответния актив надвишава пазарната стойност /по-точно това е възстановимата стойност на актива след настъпване на кредитното събитие/.

Използва се и вариант, при който продавачът плаща предварително определена фиксирана сума между двамата контрагенти при сключването на сделката.

CDS и сега се използва в голяма степен като самостоятелен финансов продукт. Същевременно процесът на развитие на пазара е включил използването му за изграждане на портфолио инструменти с оглед задоволяване на специфични нужди на инвеститори. Това се разглежда като елемент на еволюцията на пазара за обезпечени дългови задължения /Collateralized Debt Obligations = CDO/.⁷ CDO са структурирани сделки, които не са със стандартни характеристики като CDS.

Оригиналната структура на CDO включва прехвърляне на базовите заеми или облигации, формиращи диверсифициран портфейл на компания със специално предназначение /SPC/, която емитира дългови ценни книжа – това са точно CDO, обезпечени с паричните постъпления от това портфолио. Повечето обезпечени дългови задължения са все още от този тип – осигуряващи финансиране на емитента. Суаповете за осигуряване срещу кредитен риск притежават

характеристики, позволяващи използването им в случая като алтернатива. Вместо да извършва фактическо прехвърляне на базовото портфолио, притежателят му в качеството на купувач на кредитна защита може да прехвърли само кредитния риск към SPC, договаряйки с тази компания суап за осигуряване срещу кредитен риск. Получената в резултат на това структура е синтетично CDO, а е възможно и изграждане на структура, наречена портфолио CDS, свързваща директно /без SPC/ купувача на кредитна защита, притежаващ диверсифицирано портфолио от корпоративни или държавни дългове, с продавача на кредитната защита⁸. Използването на обезпечени дългови задължения в различните им форми позволява свързване на интересите на инвеститорите, които търсят диверсификация и интересите на потенциални емитенти, чиито възможности са ограничени от ниския им кредитен рейтинг.

- Суап на обща възвращаемост /TRS/

Според най-общо определение това е суап, в който между двете участващи страни се разменят общата възвращаемост от даден актив срещу възвращаемостта по друг актив или срещу предварително определени фиксирани или плаващи периодични плащания. Всеки един от контрагентите в този суап се сдобива с правото за получаване на доходността върху някакъв актив, без да е необходимо да включва самия актив в своя баланс. В този смисъл суапът на обща възвращаемост е двустранна договореност, чрез която по синтетичен начин се пресъздава доходността върху определен актив за определен период от време. В качеството на референтен базов актив по TRS може да послужи който и да е финансов актив – банков кредит, облигация, кошница от активи, индекс. Когато суапът на обща възвращаемост включва плаващо рамо, минималното му или максимално равнище може да бъде определено чрез вграден „пог”, съответно „таван” върху референтен финансов актив. Сроктът на този вид суап е обикновено от една до три години.

Понятието обща възвращаемост включва всички лихвени плащания по съответен актив плюс или минус сума, която се определя от промяната на пазарната стойност на актива.

Анализът показва важни разлики между суапа за осигуряване срещу кредитен риск и суапа на обща възвращаемост. На първо място, за разлика от CDS, суапът на обща възвращаемост не се свързва с кредитно събитие. На второ място, при CDS хеджирането на кредитен риск се извършва само чрез прехвърляне на кредитен риск на друг пазарен участник. При TRS също се извършва прехвърляне на кредитен риск, но хеджирането в крайна сметка е резултат на диверсификация на риска. В редица случаи при суапа на обща възвращаемост освен кредитен риск се прехвърля и пазарен риск в смисъл на всяко увеличение или намаление на пазарната цена на съответния актив. На трето място, тази сделка се основава на размяна, която в момента на договарянето е равностойна, т.е. суапът на обща възвращаемост има нулева първоначална стойност. Само впоследствие единият от контрагентите може да печели, а другият да губи.

Както е обичайната практика на пазара за финансови деривати, една най-обща схема се реализира в различни форми и чрез различни механизми.⁹

Първата основна схема на суап на обща възвращаемост ще носи наименованието суап върху кредитен портфейл. Обикновено банки изграждат тази схема, като по правило се включва и посредник.

В качеството на кредитори банките обикновено се специализират за определени икономически сектори и отрасли или региони. Подобна специализация на финансовите институции, кредитиращи отделни сфери и/или региони, е основана на здрава икономическа логика – така се постигат по-ниски разходи по организиране и администриране на кредитната дейност, изграждане на банкови специалисти с необходимата специализация и т.н. На практика обаче по този начин се получава увеличаване на откритостта на кредитен риск по линия на концентрацията му. Една възможност за намаляване на тази концентрация предоставя точно суап на обща

възвращаемост. В схемата, представена на Фигура 4, откритостта на кредитен риск за двете участващи банки се намалява чрез диверсификация на понасяните рискове, доколкото степента на съвпадане на тенденциите в развитието на риска в различните стопански отрасли обикновено не е висока. Схемата предоставя възможност банките да диверсифицират кредитните си портфейли и така да намаляват общата си рискова кредитна експозиция.

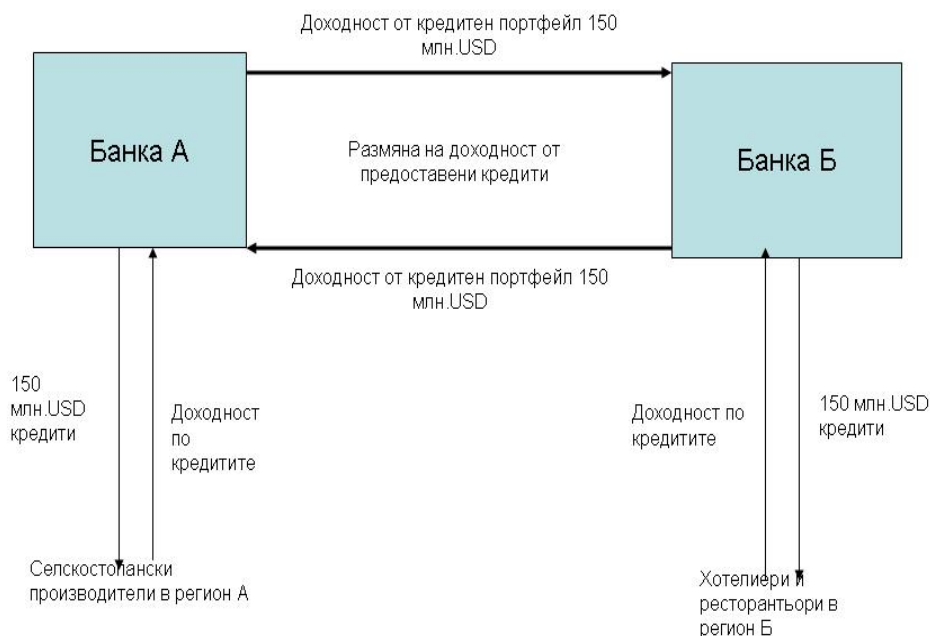
Двете участващи в суапа банки са достигнали висока секторна концентрация на кредитен риск, доколкото всяка една от тях се е специализирала в предоставянето на кредити в някаква основна сфера или сфери. Банка А кредитира основно селското стопанство в даден регион, а банка Б е раздала кредити предимно за развитието на международния туризъм в друг регион. Банка А договаря в този суап размяна на доходността върху част от своите заеми /самите заеми остават в счетоводните книги на банката/ за селскостопанските производители срещу доходност върху заемите на банка Б за хотелиери и ресторантиери. На практика всяка банка поема част от кредитния риск на своя контрагент. Всяка от двете банки поотделно, договаряйки повече от един такъв суап с различни контрагенти, би могла да постигне желаната диверсификация на откритостта си спрямо кредитен риск.

Проблемът, породен от концентрацията на кредитен риск може да бъде преодолян и чрез други средства – примерно продаване на кредити или разширяване на кредитната дейност в други отрасли. Всъщност резонно може да възникне въпросът – защо просто самите банки не отпускат кредити и в двата сектора едновременно, а прибавят до суап за диверсификация на риска?

Ако диверсифицира кредитния риск чрез включване в суап на обща възвращаемост, банката запазва самите кредити в своя баланс и продължава да ги администрира. По този начин банката продължава да обслужва своите клиенти и на практика отношенията ѝ с тях не са по никакъв начин увредени или засегнати. За разлика от този случай, когато бъде продаден кредит, обслужването се прехвърля към новия собственик на дълга с всички произтичащи от това последици за отношенията между банката и нейния клиент. Важен е и фактът, че административните разходи, въплътени в суапа на обща възвращаемост са обикновено по-ниски в сравнение със сделка за продажба на кредитен портфейл. Анализът показва освен това, че в някои европейски страни използването на подобни схеми е стимулирано от сложността на механизма по прехвърляне на заеми.

Осъществяваната по този начин диверсификация на понасяните кредитни рискове е елемент на активно управление на банково кредитно портфолио.

Описваният механизъм прави възможно включване на откритост спрямо различни икономически сектори и/или региони, в които банките нямат клиенти. За редица банки е по-изгодно както административно, така и от гледна точка на икономическа ефективност да извършат необходима диверсификация на кредитното портфолио чрез суапове на обща възвращаемост, отколкото чрез формиране и разработване на нова клиентска база в други икономически сектори или региони.



Фиг. 4

Следва **друг вариант на суап на обща възвращаемост между две банки**. Банка А приема да плаща на банка Б периодична такса плюс пазарната промяна в цената на базовия актив и по-точно: ако пазарната цена на базовия актив се покачи, то банка А ще плаща на банка Б сума, равна на разликата, с която пазарната цена надхвърли номиналната. Банка Б приема да плаща на банка А базисен лихвен процент – примерно LIBOR плюс определена добавка /X базисни пункта/ плюс

промяната в пазарната цена на базовия актив и по-точно намалението в пазарната цена на базовия актив спрямо номиналната. Т.е. ако базовият актив се обезценява, банка А плаща на банка Б само периодичната такса, докато банка Б плаща на банка А $\text{LIBOR} + X \text{ баз.п.} + \text{сума, равна на намалението в пазарната цена на базовия актив спрямо номиналната.}$

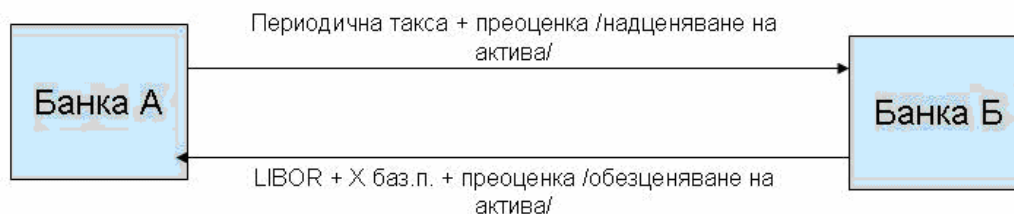
Прави впечатление, че в тази схема промяна в пазарната цена на съответния актив намира отражение в размера на разменяните плащания между участващите страни. Това е всъщност резултат на въплътена характеристика в сделката, а именно, че размяната на кредитна откритост в схемата включва резултата от реализиране на пазарен риск.

Мотивите на участниците за включване могат да бъдат различни. Всяка една от двете банки може да реши да се включи в подобна структура най-общо с цел хеджиране или спекулация. Банка А би могла да хеджира евентуално обезценяване на актива, тъй като ако съответният актив започне да се обезценява, тя ще получава съгласно договореността по суапа сумата на обезценката.

Банка А би могла да се включи в суапа и залагайки на свои очаквания за бъдеща обезценка на съответния актив, което е спекулативна операция. Ако обаче в рамките на срока на сделката пазарната цена на базовия актив започне да се покачва, банка А ще плаща на своя контрагент размера на надценяването.

Банка Б би могла да хеджира евентуално надценяване на актива или би могла да се включи в суапа със спекулативна цел, залагайки на свои очаквания за надценяване на съответния актив. Ако обаче пазарната му цена започне да пада, то тя ще трябва да плаща размера на обезценката на финансовия актив според условията на суапа.

На фигура 5 е представена описаната схема.



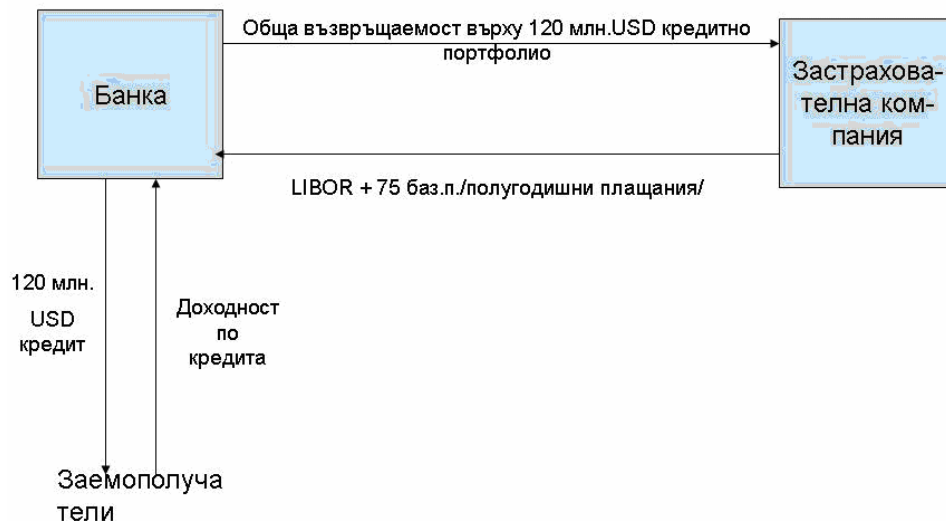
Фиг. 5

Втората основна схема на суап на обща възвращаемост се осъществява между търговска банка и застрахователна компания /обикновено с участието на посредник/. Банката прехвърля съгласно договореността по суапа доходността по част от своите кредити на застрахователната компания. Застрахователната компания в замяна извършва периодични плащания /примерно на всеки шест месеца/ към банката в размер на $\text{LIBOR} + \text{надбавка, в случая } 75 \text{ баз.п.}$

Включването в тази схема позволява на банката да намали откритостта си на кредитен риск, следваща от нейния кредитен портфейл – отново чрез

диверсификация на риска без да продава кредити. От друга страна, застрахователната компания поема кредитния риск, на практика получава кредитна експозиция към банковото кредитно портфолио без да понася разходите по организиране и администриране на тези кредити – а и това не е присъща за нея дейност.

Такъв суап позволява на банката да задържи съответните активи в своите счетоводни книги, но същевременно да задържи и понася само желаното количество кредитна откритост. А банките искат да задържат предоставените кредити в своите счетоводни книги, за да не застрашават отношенията си с клиенти или да не нарушават банковата конфиденциалност относно клиентски операции. От друга страна, този суап на обща възвращаемост създава възможност за контрагента – застрахователната компания, да предоставя синтетични кредити /става въпрос за изкуствено, фиктивно предоставяне на кредити/, поради което не се носи административната тежест по документирането на кредитите, периодичното преразглеждане на лихвените проценти и т.н. В случая, представен на Фигура 6, застрахователната компания не трябва да предоставя 120 млн.USD кредити, за да придобие кредитна експозиция към 120 млн.USD кредитно портфолио и да получава възвращаемостта върху него. Така застрахователната компания не се ангажира реално с предоставяне на кредити, което е неприсъща за нея дейност, а само осъществява размяна на възвращаемост, която ѝ осигурява желана диверсификация на понасяните рискове. Има случаи, в които застрахователни компании се включват в такава схема на кредитен дериват, на практика те инициират договарянето на схемата, тъй като това е удобен вариант за хеджиране на кредитен риск при действието на регулативни правила, задължаващи ги да задържат в портфейла си определени финансови активи до падежа.



Фиг. 6

Третата основна схема на суап на обща възвращаемост позволява да се използва съществуващ арбитражен потенциал при финансиране.

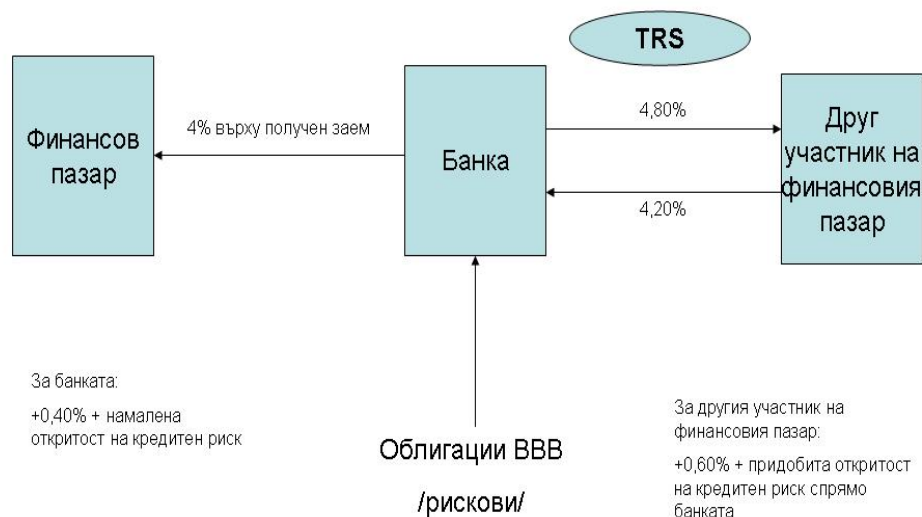
Банките обикновено привличат финансов ресурс от пазара на по-ниска цена – те по правило плащат по-нисък лихвен процент върху привличаните от тях финансови средства в сравнение с останалите заемополучатели на финансовия пазар. В резултат на тази разлика в цената за финансиране банките имат възможността да преотстъпват част от своите сравнителни преимущества при получаване на финансиране на други участници на финансовия пазар, които се финансират при по-висока цена. Това банките извършват в замяна на намаляване на кредитната си експозиция. Или на практика се получава така, че банките преотстъпват част от финансовите си изгоди, породени от сравнителни преимущества на финансовия пазар, срещу постигане на намалена откритост на кредитен риск.

Схемата, представена на Фигура 7, включва следните операции:

1. Търговска банка привлича финансов ресурс от пазара при 4% лихва.
2. Търговската банка купува рискови облигации BBB, които ѝ носят лихвени постъпления в размер на 5%.
3. Банката договаря суап на обща възвращаемост с друг участник на финансовия пазар, който би могъл да привлече финансов ресурс от пазара, но при по-висока лихва от тази на банката, а именно 4,60%.
4. Съгласно договореността в суапа другият участник на финансовия пазар получава от банката 4,80%, а в замяна ѝ плаща 4,20%.

Ако банката не беше се включила в указаната схема, част от която е суапът на обща възвращаемост, тя щеше да получава 5% върху притежаваните рискови облигации, да плаща 4% върху получения заем, осигурявайки си по този начин 1% печалба. В допълнение на това обаче банката придобива кредитна експозиция спрямо рисков емитент. Чрез включването си в схемата банката печели по-малко – 0,40% /4,20% получава от контрагента по суапа, а плаща 4% за привличане на финансов ресурс от пазара; получава 5% върху рисковите облигации, а плаща 4,80% в суапа/, но постига намаляване на откритостта си на кредитен риск, доколкото придобитата кредитна експозиция е спрямо друг участник на финансовия пазар с по-висок кредитен рейтинг – за разлика от рисковия емитент на облигациите BBB. В изградената схема дори рисковият емитент да спре да обслужва лихвените си задължения, банката ще продължи да получава договорената лихва в TRS. Като резултат от изграждането на посочената схема фактическият лихвен процент, плащан от банката по нейния заем, възлиза на 3,60%.

Другият участник на финансовия пазар чрез включването си в този суап печели 0,60% /получава 4,80% в суапа от банката, а ѝ плаща 4,20%/. Да направим сравнение с варианта привличане на финансов ресурс от пазара и покупка на рискови облигации за този друг участник на финансовия пазар /Фигура 8/. Ако той мобилизира финансов ресурс от пазара, ще плаща цена на кредита 4,60%. Ако с мобилизирания финансов ресурс закупи рискови облигации, върху тях ще получава 5% лихва. При този вариант другият участник на финансовия пазар печели 0,40%. В първия случай – чрез включване в суапа на обща възвращаемост другият участник на финансовия пазар печели 0,20% повече отколкото при втория вариант.



Фиг. 7

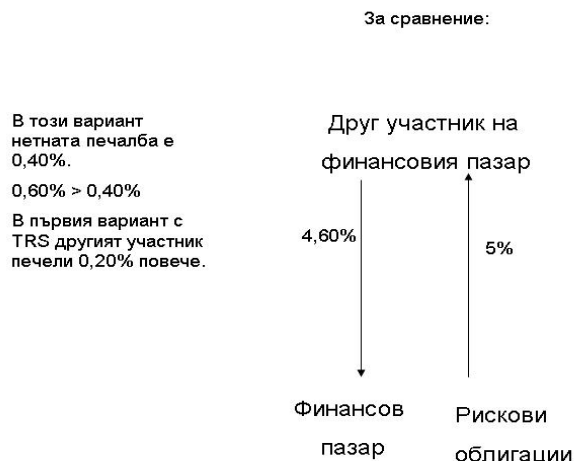
Другият пазарен участник разполага с възможност за избор между два варианта:

1. Да плаща по своя заем 4,60% и да получава по закупените рискови облигации 5%. Така печели 0,40% и фактическият лихвен процент за него в случая възлиза на 4,20%.

2. Да плаща по своя заем 4,60% и да се включи в TRS с банката. В случая по суапа печели 0,60% и фактическият лихвен процент за него става 4%.

Обобщените резултати за банката и другия участник на финансовия пазар от участието им като контрагенти в суапа на обща възвращаемост разкриват взаимноизгодният характер на този кредитен дериват.

Банката печели 0,40% /40 баз.п./, т.е. фактическият лихвен процент по нейния заем възлиза на 3,60% и тя постига намаляване на кредитната си експозиция. Чрез включването си в суапа банката придобива кредитна откритост към пазарен участник с по-висок кредитен рейтинг. На практика банката преотстъпва част от своята възможна печалба в размер на 1%, която е резултат на сравнителни преимущества на финансовия пазар на друг участник на пазара, защото така намалява рисковата си кредитна експозиция.



Фиг. 8

Другият участник на финансовия пазар печели 0,60% /60 баз.п./ в суана и така фактическият лихвен процент за него става 4%; придобива откритост на кредитен риск спрямо банката контрагент, което е по-изгоден вариант в сравнение с придобиване на откритост спрямо рисков емитент на дълг. Така схемата, която свързва банката и другият пазарен участник в TRS, носи изгоди и за двамата контрагенти.

● Кредитно свързани ноти /CLNs/

Кредитно свързаните ноти са секюризираната форма на кредитен дериват, чиято стойност се включва като балансова статия. Всъщност това е единственият дериват, който е балансов финансов инструмент. Анализът, който следва в частта за кредитно свързаните ноти, представя обяснение на причините за включването на този кредитен дериват като балансова статия – за разлика от всички останали финансови деривати, които са задбалансови инструменти.

Кредитно свързаните ноти са по правило средносрочни финансови инструменти, следователно и кредитната протекция, която осигуряват, е в средносрочен план.

Схемата на използване на кредитно свързани ноти включва купувач на кредитна защита, който се освобождава от кредитния риск, като го прехвърля на инвеститор, обикновено чрез междинна институция /звено/, която емитира

нотите. На практика посредническото звено – емитент на нотите, може да бъде самият финансов отдел на купувача на кредитна защита, финансовият отдел на трета страна или специално създадена за целта компания /Special Purpose Vehicle = SPV или Special Purpose Company = SPC/. Във всеки от трите случая купувачът на протекция влиза в суап за осигуряване срещу кредитен риск, като в зависимост от избора на емитент на нотите суапът за осигуряване срещу кредитен риск може да е вътрешна транзакция за купувача на кредитна защита /когато той е емитент/ или отделна транзакция между купувача на кредитна защита и избрания емитент на нотите. Емитентът на нотите е и техен продавач. В самата кредитно свързана нота обикновено се въплъщава контракт за суап за осигуряване срещу кредитен риск и всичко свързано и произтичащо от този суап се прехвърля на инвеститора, закупил нотите. Всъщност кредитно свързаната нота се създава чрез секюризация на CDS.

В случая, когато издател на нотите е специално създадена за целта компания, постъпленията от продажбата на нотите на инвеститора се използват за закупуване на обезпечение /ценни книжа с висок кредитен рейтинг/, което се държи от емитента на нотите. Фактически това обезпечение е насрещният контрагент на инвеститора, тъй като тази специално създадена компания няма други активи. След като настъпи кредитното събитие, специално създадената компания продава обезпечението, за да може с получения финансов ресурс да извърши плащането към купувача на кредитна защита в суапа за осигуряване срещу кредитен риск. Останалата сума се прехвърля на инвеститора като компенсационна сума.

Когато издател на нотите е финансовият отдел на купувача на кредитна защита или финансовият отдел на трета страна, постъпленията от продажбата на нотите просто се зачисляват по сметка в съответния баланс.

Конкретно схемата е следната. Нуждаещият се от кредитна защита сам издава нотите или урежда издаването им от друга институция. Инвеститорът, който ги купува, заплащайки съответната цена за тях, поема кредитния риск за срока на нотите. В случая поемателят на кредитния риск осигурява финансиране. Мотивацията на инвеститорите в кредитно свързани ноти се определя от факта, че те получават по-висока възвращаемост отколкото ако инвестират в обикновени облигации. Конкретната схема на реализация зависи от това какъв кредитен дериват е въплътен в емитираната нота, като обикновено се емитират кредитно свързани ноти с въплътен CDS и емитент на нотите е специално създадена за целта компания.

Няколко основни момента трябва да се имат предвид при анализирането на кредитно-свързаните ноти. На първо място, анализът на този финансов дериват включва сравнение с обикновена облигация. Кредитно свързаната нота може да бъде сравнявана с обикновена облигация с лихва /купон/, падеж, съответно погасяване на падежа. На второ място, кредитно свързаната нота е всъщност балансов еквивалент на суапа за осигуряване срещу кредитен риск. Продавачът на кредитна защита купува нотите, което означава, че той осигурява финансиране в самото начало. На практика по този начин се избягва производния кредитен риск, който при CDS възниква от продавача на кредитна защита. Купувачът на кредитна защита чрез кредитно свързаните ноти получава цялата сума предварително и следователно кредитната защита вече е от по-висока степен. В

тази връзка следва третият много важен момент. Кредитно свързаната нота защитава купувача на кредитна протекция срещу риска, произтичащ от продавача, доколкото той е инвеститор в нотите и плаща в самото начало, но не и обратното. Ако кредитното събитие не се случи за срока на нотите, купувачът на кредитна защита трябва да погасява своя дълг и в такъв случай е налице откритост на продавача на протекция спрямо дължника. Четвърто, използването на финансов дериват в секюритизирана форма създава възможност за прехвърляне на нотата практически неограничен брой пъти в рамките на срока ѝ и по този начин – за променяне и на носителя на кредитния риск.

Първата схема на използване на кредитно свързани ноти, която ще бъде представена, е най-опростена и в нея купувачът на кредитна защита е и емитент на нотите.

Както при емисия на облигации, когато инвеститорът ги купува, така и в случая с кредитно свързани ноти, инвеститорът купува нотите, заплащайки цената им при покупката. В замяна получава периодични лихвени плащания – също както при облигациите. Периодичните лихвени плащания към инвеститора са зависими като размер от възвращаемостта, която получава самият купувач на кредитна защита /и емитент на нотите/ по съответния финансов актив, от който произтича кредитният риск. На падежа или при настъпване на кредитното събитие – което се случи по-рано, отношенията във връзка с кредитно свързаните ноти се уреждат по следния начин:

1. На падежа емитентът на нотите и купувач на кредитна защита плаща и така погасява своя дълг към инвеститора. Това се случва по този начин, ако не се реализира кредитното събитие за срока на нотите. На практика купувачът на протекция е разполагал с цялата сума за срока на нотите, което реално му осигурява най-висока степен на кредитна защита. В замяна той е извършвал периодични лихвени плащания към инвеститора в нотите. Разбира се, за по-високата степен на получена протекция той съответно плаща и по-висока цена.

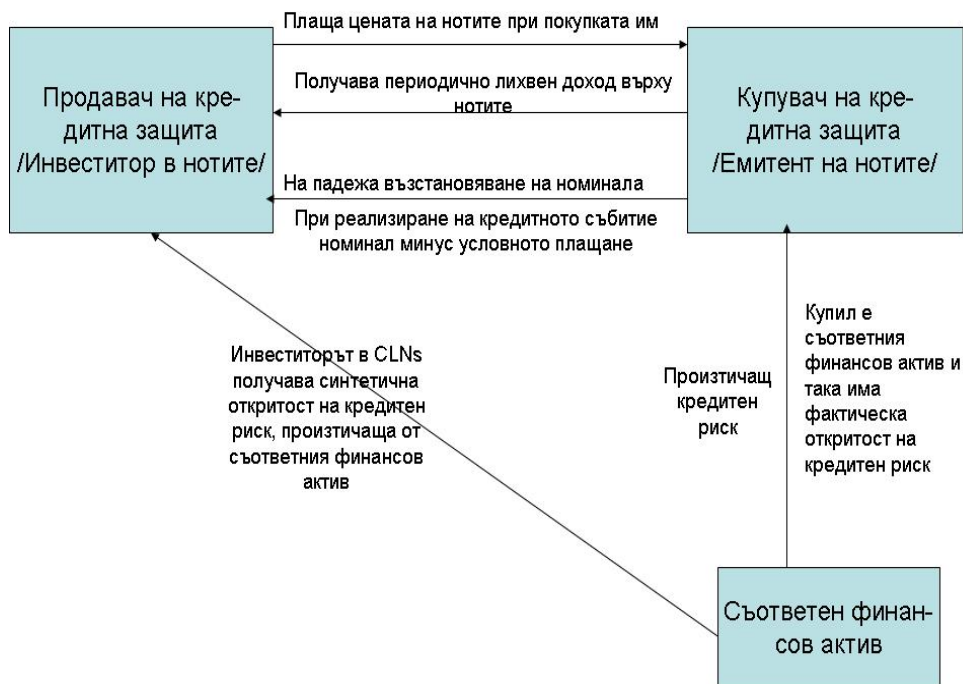
2. При реализиране на кредитното събитие /преди да е настъпил падежът/ има варианти за извършване на паричното плащане от емитента към инвеститора, но при всички случаи се прилага парично плащане:

2.1. Емитентът плаща номиналната стойност на нотите, намалена с определено условно плащане, формулата за чието изчисляване е договорена в началото – при иницирането на сделката. Смисълът на определянето /и по-точно изваждането от номиналната стойност/ на това условно плащане е да бъде компенсирал купувачът на кредитна защита за настъпване на дефинираното кредитно събитие.

2.2. Емитентът плаща на инвеститора само възстановимата стойност на съответния актив – това е пазарната стойност на актива след реализиране на кредитното събитие. Реализирането на кредитното събитие, свързано със съответния актив, има за резултат намаляване на стойността на нотите.

Най-общата и опростена схема за емитиране на кредитно-свързани ноти за хеджиране на кредитен риск е представена на Фигура 9.

Както е видно от схемата на Фигура 9, инвеститорът има пряка кредитна експозиция спрямо емитента на кредитно свързаните ноти, но също така и синтетична откритост спрямо съответния финансов актив, чийто кредитен риск се хеджира чрез схемата.



Фиг. 9

На кредитно свързаните ноти се определя кредитен рейтинг и той фактически изразява пазарните очаквания за вероятността да възникне необходимостта от плащане към купувача на кредитна защита според условията на въплътения суап за осигуряване срещу кредитен риск.

В цифровия пример, който следва, са показани конкретните резултати за двамата основни участници в опростена схема с кредитно свързани ноти. Примерът демонстрира финансовото изражение на мотивацията на включените участници.

Инвеститор, закупил облигации, решава да търси защита от кредитен риск и за тази цел продава кредитно свързани ноти. Целта му по-точно е да се предпази от неплащане или друго кредитно събитие, произтичащо от компанията – емитент на закупения от него дълг.

Инвеститорът А емитира кредитно-свързани ноти с клауза за лихвено плащане, като нотите са изгадени на основата на базовия актив. Номиналната стойност на кредитно-свързаните ноти 100 млн.USD е равна на стойността на облигациите – базов актив, емитирани от X. По тези ноти инвеститорът А плаща фиксиран или плаващ лихвен процент – също както при облигациите.

Насрещен контрагент – инвеститор Б, купува нотите по номинална стойност 100 млн.USD от инвеститор А. По време на срока на нотите кредитният рейтинг на Х – емитент на базовия актив, бива понижен от BBB на BB и този рейтингов спад е дефиниран като кредитно събитие.

Облигациите на Х се преоформят за възстановителна стойност, равна на 65 млн.USD. Това означава, че притежателите на облигации, в случая инвеститор А понеся загуба от 35 млн.USD. /при номинална стойност на облигациите 100 млн.USD, пазарната им стойност става 65 млн.USD след кредитното събитие/. Инвеститорът А компенсира тази загуба с печалба от операцията с кредитно свързани ноти, равна на 35 млн.USD.

1. Ако кредитното събитие не настъпи, на пагежа А плаща, като на практика възстановява цялата номинална стойност на кредитно свързаните ноти. За осигурената защита за целия срок на нотите А е извършвал към Б периодични лихвени плащания, представляващи цената на кредитната протекция.

2. Ако кредитното събитие настъпи, А плаща на Б само възстановимата стойност в размер на 65 млн.USD – това става обикновено до 90 дни след събитието. Следва да се имат предвид лихвените постъпления, които Б е

получавал от А от момента на инициране на сделката до настъпване на кредитното събитие.

За А = +100 млн.USD + 65 млн.USD – 65 млн.USD = 100 млн.USD

/+100 млн.USD от Б при емисията; +65 млн.USD от Х на пагежа на облигациите; -65 млн.USD плаща на Б след кредитното събитие/.

А = +100 млн.USD – лихвите /за ползвана кредитна протекция/.

За Б = -100 млн.USD + 65 млн.USD = -35 млн.USD

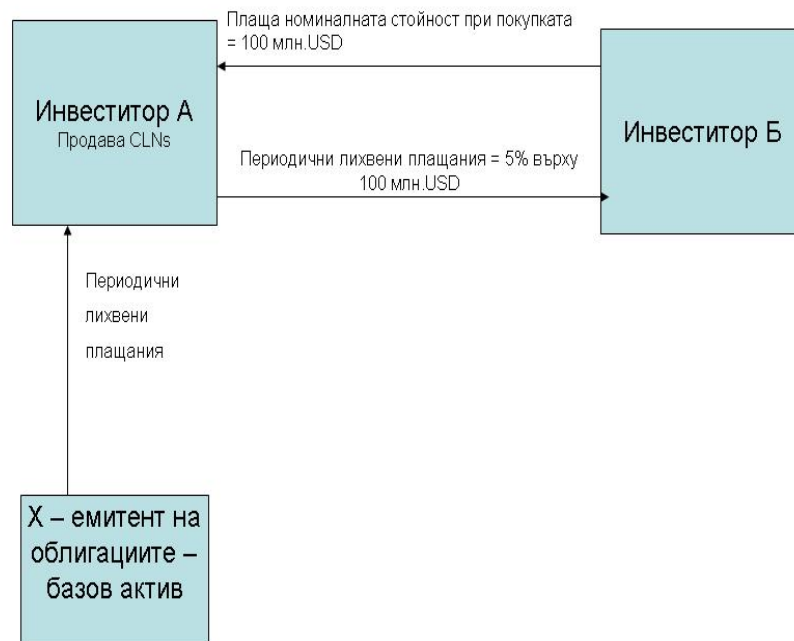
/-100 млн.USD плаща на А при емисията; +65 млн.USD получава от А след кредитното събитие/.

Б = -35 млн.USD + лихви /цена за осигуряваната протекция/.

Вариантът, в който банка /или друга институция/ директно емитира кредитно свързаните ноти, е приложим, но много по-често използваната схема е тази, в която банката създава компания със специално предназначение. По този начин банката изнася операцията по хеджирането на кредитен риск, произтичащ от притежавани от нея финансови активи, доколкото специално създадената компания емитира кредитно свързаните ноти.

Следващият пример обяснява и демонстрира схемата, чрез която банка, целяща постигане на кредитна протекция, изнася операцията по хеджиране на кредитен риск, като създава SPC.

Банка желае да прехвърли кредитния риск, произтичащ от притежавани от нея финансови активи в размер на 120 млн.USD. За целта банката създава SPC. Компанията емитира кредитно свързани ноти на стойност 120 млн.USD. Инвеститорите в тези ноти заплащат цената при покупката им. Постъпленията от продажбата на нотите на инвеститорите се използват за да се купят ликвидни финансови активи в качеството на обезпечение – с кредитен рейтинг AAA и същия срок като емитираните ноти. Тъй като тази специално създадена компания няма други активи, приема се, че това обезпечение фактически е насрещният контрагент за инвеститора.



Фиг. 10

Върху активите, служещи като обезпечение, компанията получава определен лихвен доход. От своя страна, компанията влиза в суап за осигуряване срещу кредитен риск с банката, съгласно условията на който получава от банката периодични лихвени плащания – в замяна на ангажимент за извършване на условно плащане при настъпване на кредитното събитие.

Специално създадената компания плаща определена лихва на инвеститорите, закупили кредитно свързаните ноти, като компенсация за носенето на кредитния риск за срока на съответния финансов актив. Обикновено лихвата, плащана от компанията на инвеститорите в кредитно свързани ноти, се формира сумарно от лихвения доход по суапа за осигуряване срещу кредитен риск /от банката към компанията/ и лихвата, получавана от компанията по активите – обезпечение. В схемата, представена на Фигура 11, компанията получава от банката лихвени плащания по суапа в размер на 0,5% /50 баз.т./, а лихвата, получавана върху първокласния актив – обезпечение, е ЛИБОР + 0,1% /ЛИБОР + 10 баз.т./. В такъв случай компанията ще плаща на инвеститорите, закупили кредитно свързаните ноти, ЛИБОР + 0,6% /ЛИБОР + 60 баз.т./.

Както е видно от схемата на Фигура 11, специално създадената компания е емитент на нотите и продавач на кредитна защита на банката, която като насрещен контрагент се явява купувач на кредитна защита в суапа за осигуряване срещу кредитен риск. Компанията е посредническото, междинно звено между банката като купувач на кредитна защита и инвеститорите в нотите. Чрез включването си в тази схема посредством покупката на кредитно свързаните ноти, инвеститорите придобиват синтетична кредитна експозиция спрямо съответния финансов актив.

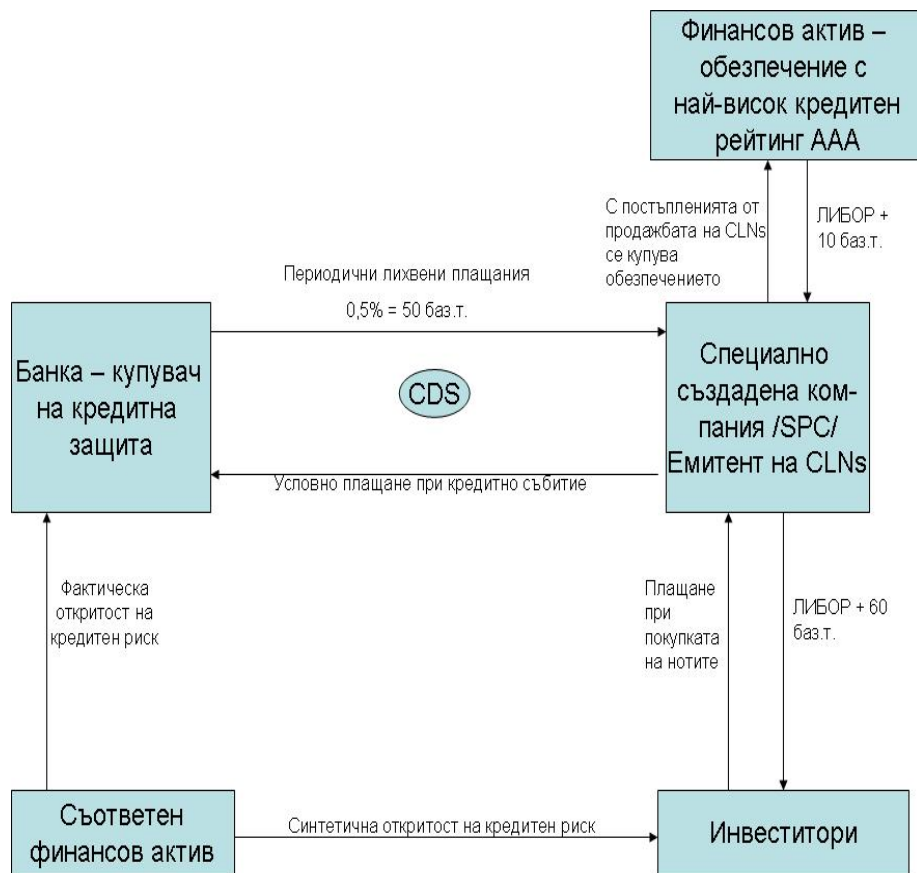
Ако кредитното събитие не настъпи, всички отношения в схемата се уреждат на надежда. Падежът е един и същ за съответния финансов актив, чийто кредитен риск се хеджира, на кредитно свързаните ноти и на актива – обезпечение. Процедурата е следната. Компанията продава обезпечението и с получения финансов ресурс плаща номиналната сума на кредитно-свързаните ноти на инвеститорите. По суапа за осигуряване срещу кредитен риск не се извършва никакво плащане. В тази структура фактически инвеститорият осигурява кредитна защита – в замяна на получаване на по-висока доходност върху закупените от него кредитно свързани ноти.

Ако настъпи кредитното събитие, компанията продава обезпечението и първо извършва компенсационното условно плащане към банката – съгласно условията на суапа за осигуряване срещу кредитен риск. Това означава, че SPC плаща на банката номиналната стойност минус пазарната стойност на съответния актив след кредитното събитие. На инвеститорите компанията плаща само възстановимата стойност – това е пазарната стойност след кредитното събитие.

Функциите на специално създадената компания могат да бъдат синтезирано представени така:

- SPC е емитент на нотите. Създавайки тази институция специално за целта, банката изнася операциите по хеджиране на притежавани рискови активи.
- SPC е продавач на кредитна защита за банката съгласно условията на суап за осигуряване срещу кредитен риск. Това означава, че ако кредитното събитие настъпи, тя ще бъде съответно компенсирана.
- SPC има задължение и към инвеститорите в нотите, които са реалните продавачи на кредитна протекция в случая.

Следва пример за прилагана в практиката схема за използване на кредитно свързани ноти. Тя е различна от обичайно използваната, в която в емитираните ноти е въплътен суап за осигуряване срещу кредитен риск. Облигационната същност на нотите в случая се реализира, като чрез емисията се мобилизира необходим финансов ресурс. Същевременно допълнителна договореност, включена в схемата, осигурява защита срещу кредитен риск на емитента на нотите. Става въпрос за кредитен риск, произтичащ от клиентите на издателя на нотите, които фактически ползват мобилизирания финансов ресурс.



Фиг.11

В представяния случай емитент на нотите е банка, която в резултат на преценка на икономическата обстановка в страната решава да увеличи предоставяните потребителски кредити. В тези условия банката търси източник да финансира нов портфейл от кредитни карти. Необходимият за целта финансов ресурс може да се осигури чрез емитиране на дълг. С оглед на това, едновременно с емисията за хеджиране на кредитния риск, произтичащ от кредитополучателите – притежатели на кредитни карти, банката емитира дълг под формата на кредитно свързани ноти. Банката издава нотите, а купувачите, които всъщност се явяват инвеститори в кредитно-свързаните ноти, плащат цената им. С мобилизирания паричен ресурс банката финансира своя проект по разширяване на предоставяните потребителски кредити чрез издаване на нови кредитни карти. Хеджирането на кредитния риск, произтичащ от клиентите на банката в случая се извършва по следния начин. Ако заемополучателите се издължават на банката в определена в договореността степен, банката – емитент на нотите, ще плаща на инвеститорите в кредитно свързани ноти 10%

лихва. Ако обаче издължаването е в по-ниска от договорената степен, банката ще плаща на инвеститорите в CLN 5% лихва. Така банката се осигурява – фактически си купува защита срещу кредитен риск. На практика начинът на структуриране на кредитно свързаните ноти включва правото на емитента да плаща по-висока или по-ниска лихва на инвеститорите в зависимост от равнището на кредитоспособност и по-точно степента на издължаване на банковите клиенти – притежатели на кредитни карти.

Обобщената характеристика на кредитно свързаните ноти, която следва, има за цел да представи в синтезиран вид най-важните характеристики на този финансов дериват.

1. Чрез секюризацията суаповете за осигуряване срещу кредитен риск се превръщат във финансови инструменти на капиталовия пазар и така се появяват кредитно свързаните ноти. Секюризацията на кредитния дериват суап за осигуряване срещу кредитен риск дава на банките възможността да освобождават регулаторен капитал, който те са задължени съгласно изискванията за банкова дейност да заделят срещу кредитните си портфолия. Обяснението е следното. Когато кредитният риск е хеджиран чрез суап за осигуряване срещу кредитен риск; остава кредитният риск, произтичащ от насрещния контрагент по суапа. Най-точно е да се определи, че един кредитен риск се преобразува в друг. Когато са емитирани кредитно свързани ноти за осигуряване на кредитна защита, кредитният риск вече изцяло се носи от инвеститора в нотите – той плаща номинала им в началото на сделката при покупката на ценните книжа. Така банките напълно се освобождават от кредитния риск и това им позволява да намаляват задължителния регулаторен капитал.

2. Кредитно свързаните ноти имат облигационна същност. На практика една такава нота комбинира суап за осигуряване срещу кредитен риск и средносрочна нота, в резултат на което се получава представител на ценните книжа, който има характеристики както на облигация, така и на финансов дериват. Тази ценна книга става притежание на инвеститора, а финансовият мениджър на купувача на кредитна защита има възможността да използва финансов инструмент с благоприятни характеристики в допълнение на тези, които са налице при суапа за осигуряване срещу кредитен риск.

3. Закономерно възниква въпросът – защо и от какво са мотивирани инвеститорите да купуват кредитно свързани ноти вместо обикновени облигации? Инвеститорите в кредитно свързани ноти са фактическите продавачи на кредитна защита, т.е. те всъщност поемат кредитния риск, като го купуват. Така инвеститорите получават синтетична кредитна експозиция спрямо съответния финансов актив. Те на практика придобиват синтетична откритост на кредитен риск, като не придобиват самия актив. В структурата на кредитно свързаните ноти инвеститорите действително получават по-висока доходност за поемане на същия риск, който носи притежателят на съответния /хеджиран/ финансов актив. Внимателният анализ на схемата установява, че инвеститорът поема и допълнителен риск – това е рискът, който произтича от откритостта му спрямо специално създадената компания. Точно този допълнителен риск се остойностява и е в основата на по-високата доходност за инвеститорите в кредитно свързани ноти /въпреки че на практика

този риск може и да бъде пренебрегнат, като се има предвид най-високия кредитен рейтинг на SPC, осигуряван от закупеното обезпечение/.

4. Едно от предимствата на кредитно свързаните ноти в сравнение със суап за осигуряване срещу кредитен риск е и това, че използването на нотите позволява хеджиране наведнъж на големи суми. Да се хеджира един кредит на стойност, примерно, 1 млрд.USD чрез суап за осигуряване срещу кредитен риск е трудно осъществимо на практика, защото това е твърде голям обем за подобна сделка. Договаряне на един суап за осигуряване срещу кредитен риск за цялата тази сума е много трудно, практически невъзможно. Още по-голяма трудност би представлявало договарянето на много суапове за по-малки суми – за един ден или кратък период от време с оглед хеджиране на гореспоменатата сума. Същевременно да се продават кредитно-свързани ноти на сума 1 млрд.USD не представлява проблем.

Ситибанк /Citibank/ е използвала механизмите на кредитно свързани ноти, за да прехвърли кредитния риск, произтичащ от нейно портфолио от европейски корпоративни заеми. Това в случая е т.нар. базово кредитно портфолио, съставено от 164 заема, предоставени от банката на 152 европейски корпорации /важно е да се отбележи, че почти половината от кредитополучателите не са имали кредитен рейтинг/. За целта на сделката, възлизаща общо на около 4 млрд.EUR, Ситибанк е създала специална компания /SPC/, с която съгласно схемата е договорила суап за осигуряване срещу кредитен риск. Компанията, от своя страна, е емитирала кредитно свързани ноти. На инвеститорите, закупили нотите, се плаща спред над Euribor /European interbank offered rate/, като точната надбавка над Euribor зависи от рейтинга на нотите. С постъпленията от емисията на кредитно свързаните ноти специално създадената компания е купила германски правителствени облигации в качеството на обезпечение.

Почти по същото време е извършена и друга подобна сделка – от BNP /Banque Nationale de Paris/. В този случай банката също е създала специална компания, която е емитирала кредитно свързаните ноти и с постъпленията от продажбата им са били закупени в качеството на обезпечение френски правителствени облигации.¹⁰

● Кредитни деривати върху кредитен спред

Финансовите деривати върху кредитен спред възникват в края на 90-те години на 20 век – времето, когато финансовата криза, започнала от Югоизточна Азия, бързо се разпространява и се превръща в световна. В този период на увеличена несигурност кредитните спредове се разширяват, в някои случаи драстично – без определена видима причина, без да се е реализирало каквото и да било кредитно събитие, дефинирано по смисъла на стандартизираната документация за кредитни деривати и по-конкретно за суап за осигуряване срещу кредитен риск. В такива условия суаповете за осигуряване срещу кредитен риск са безполезни, използването им е безсмислено, тъй като те осигуряват кредитна защита само при реализиране на кредитно събитие. Тогава се появяват финансовите деривати с базов актив кредитен спред, чието предимство в сравнение със суаповете за осигуряване срещу кредитен риск в условията на финансова нестабилност се изразява в това, че плащането е независимо от евентуално кредитно събитие.

Във финансовите деривати върху кредитен спред насрещните страни не дефинират кредитно събитие – компенсационното плащане се извършва при изменение на определен кредитен спред, независимо от причините за него.

Тъй като финансовите деривати върху кредитен спред съществуват от няколко години, изследванията върху тяхното функциониране са в начална фаза.

В тази група понастоящем се използват основно следните финансови продукти:

1. Споразумение за бъдещ кредитен спред /Credit Spread Forward = CSF/.
2. Опция върху кредитен спред /Credit Spread Option = CSO/.
3. Сwap върху кредитен спред /Credit Spread Swap = CSS/.

Според най-общо определение спред е разликата между които и да са две съответни цени.

Терминът “кредитен спред” се използва в две основни значения. Първото засяга по-голямата доходност върху финансов актив с определен кредитен риск в сравнение с доходността на сравним финансов актив без кредитен риск. Второто значение на кредитен спред е при търговията с опции. В случая, когато се продава опция с по-висока цена /опционна премия/, и едновременно с това се купува опция с по-ниска цена, положителната ценова разлика, която се формира, се нарича кредитен спред.

За целите на настоящото изследване ще бъде използвано следното разширено определение на кредитен спред. Кредитен спред е разликата между доходността на безрискови ценни книжа /това са определени държавни ценни книжа, примерно американски съкровищни облигации – US Treasuries/, в случая използвани като еталон /benchmark/, и доходността по групи, носещи определена степен на риск ценни книжа, които са идентични по отношение на всички характеристики с ценните книжа – еталон, с изключение на една характеристика – кредитният рейтинг. Така например разликата между доходността върху едногодишни безрискови американски държавни ценни книжа и доходността върху едногодишни корпоративни облигации с рейтинг А е точно кредитен спред – разликата в доходността се определя единствено от разликата в кредитния рейтинг на едните и другите ценни книжа. В случая корпорацията трябва да предложи на своите инвеститори по-висока доходност върху емитираните от нея облигации, защото кредитният рейтинг на нейните ценни книжа е по-нисък от кредитния рейтинг на правителствените облигации.

Кредитните спредове са важен и полезен индикатор за икономическия климат и в този смисъл се реализира информационната им функция.

Финансовите продукти върху кредитен спред се използват за хеджиране срещу промени на кредитен спред, както и за спекулативни операции, извършвани на основата на очаквани промени в кредитни спредове. При тези финансови продукти се избират референтни ценни книжа – това са винаги безрискови активи и по-точно безрискови държавни ценни книжа, използвани в случая като еталон.

1. Споразумение за бъдещ кредитен спред /CSF/

Споразумението за бъдещ кредитен спред е договореност между две страни, съгласно която в определен бъдещ момент се изплаща, респективно получава парична сума, която се определя от разликата между договорно фиксиран в

споразумението кредитен спред и съответния фактически /пазарен/ кредитен спред в деня на изтичане на споразумението. Сравнението се прави между спреда, договорен в споразумението като точен брой базисни точки /примерно 150 баз.т./, и съответния пазарен спред, формиран като разлика между доходността на определените ценни книжа и съответстващи им като характеристики безрискови държавни ценни книжа, ЛИБОР или друга подобна основа.

Споразуменията за бъдещ кредитен спред се използват за хеджиране срещу неблагоприятни промени на кредитен спред. Като обичайни купувачи на този финансов продукт се сочат застрахователни компании, които имат в своите портфейли облигации на различни категории емитенти на дълг. Продавачи са най-често банки, обикновено в качеството на емитенти на дълг.

В споразумението за бъдещ кредитен спред се фиксира конкретен кредитен спред /за определен вид емитиран дълг на даден заемополучател спрямо облигации – еталон/.

Ако CSF = кредитният спред, фиксиран при договаряне на споразумението, а $CST+1$ = съответния пазарен кредитен спред в деня на изтичане на споразумението, тогава ситуациите са следните:

Емитентът на облигационен заем /заемополучател/ е продавач на CSF . Ако кредитният спред по неговите облигации се увеличи, той ще плаща повече на своите инвеститори. На практика кредитният спред се увеличава при пагане на кредитния рейтинг на заемополучателя и примерно в момент $T+1$ пазарният /фактическият/ кредитен спред е по-голям от фиксирания в споразумението. Или, в зависимост от това дали пазарният кредитен спред като брой базисни точки е над или под договореното фиксирано равнище в споразумението в последния ден от срока му, продавачът на CSF получава или плаща компенсационна сума, базирана на съответната разлика.

1. Когато $CST+1 > CSF$, продавачът получава компенсационна сума, основана на разликата $CST+1 - CSF$. На практика той е „заключил” най-високия кредитен спред, който ще плаща, защото при увеличаването на съответния пазарен кредитен спред, продавачът е компенсирал за разликата над договореното фиксирано равнище.

2. Ако обаче в деня за сравняване пазарният кредитен спред се окаже по-малък от договорения като брой базисни точки, т.е. $CST+1 < CSF$, то тогава продавачът плаща компенсация на купувача на основа на разликата $CSF - CST+1$.

Купувачът на CSF също така получава или плаща компенсационна сума в зависимост от това дали пазарният /фактическият/ кредитен спред в момент $T+1$ е над или под договореното фиксирано равнище на кредитния спред.

3. Когато $CSF > CST+1$, купувачът получава компенсационна сума, основана на разликата $CSF - CST+1$. По този начин се получава, че купувачът на този финансов дериват е „заключил” най-ниския кредитен спред, който ще получава върху притежаван от него дългов инструмент на конкретен емитент.

4. Ако обаче пазарният кредитен спред на датата за сравняване се окаже над договореното фиксирано равнище в споразумението, т.е. $CST+1 > CSF$, то тогава купувачът плаща компенсационната сума на продавача на основата на разликата $CST+1 - CSF$.

Споразуменията за бъдещ кредитен спред се използват както от емитенти на дълг /заемополучатели/ и инвеститори за хеджингови операции – срещу

евентуални неблагоприятни за тях промени на кредитни спредове, така и за спекулативни операции от различни пазарни участници на основата на очаквания за промени на кредитни спредове. За купувачите на този финансов инструмент е гарантиран най-ниският кредитен спред за получаване от съответния заемополучател. Ако обаче пазарният кредитен спред се увеличи над договореното равнище, купувачът е задължен да изплати съответната компенсационна сума. За продавачите на споразумение за бъдещ кредитен спред е гарантиран най-високият кредитен спред, който ще бъде плащан на инвеститорите. Но ако пазарният кредитен спред падне и се окаже под фиксирания в споразумението „таван“ за кредитен спред, тогава продавачът плаща компенсационна сума.

Споразумението за бъдещ кредитен спред представлява задължение за изпълнение на договореностите, което, както показва анализът, може да постави в неизгодна позиция хеджъра. Пазарът предлага и друг финансов дериват – опция върху кредитен спред. Този финансов инструмент е с по-гъвкави характеристики – предлага възможност за излизане от задължението, реализира се в различни варианти. Цената в случая е предварително направен разход под формата на опционна премия.

2. Опция върху кредитен спред /CSO/

Опциите върху кредитен спред не са свързани с кредитно събитие, могат да бъдат американски или европейски тип и на практика се използва път опция. Купувачът на опцията плаща еднократно първоначална цена и в замяна продавачът поема ангажимент да плати определена сума, в случай че съответният пазарен кредитен спред премине фиксираното в опцията равнище на кредитен спред /strike spread/. На практика резултатът от опцията за притежателя ѝ се определя от това дали фактическият кредитен спред в даден момент е над или под фиксираното в опцията равнище за спред. Следват два примера за използване на опции върху кредитен спред.

Банка А купува от инвеститор В път опции върху кредитен спред по корпоративни облигации с кредитен рейтинг Ваа. Облигациите са с 3-годишен срок и номинал 1 млн.USD. Купувачът плаща определена опционна цена. Фиксираното равнище на кредитен спред в опцията /над доходността по определени 3-годишни държавни облигации/ е 200 баз.т. Опцията дава право на притежателя – банка А, да продаде корпоративните облигации на контрагента по цена, съответстваща и с кредитен спред 200 баз.т. В такъв случай, ако на датата за изпълнение пазарният /фактическият/ кредитен спред е по-малък от 200 баз.т., банката няма да използва правото си по опцията и тя ще изтече неизползвана. Ако обаче пазарният спред се окаже по-голям от 200 баз.т., банката реализира правото си на продажба на облигациите по цена, съответстваща и с кредитен спред 200 баз.т.

Вторият пример е за компания, която емитира дълг и купува опция върху кредитен спред, за да хеджира риска от нарастване на рисковата премия за съответния клас ценни книжа, към които принадлежат и нейните.

Компания А планира да емитира едногодишни облигации след три месеца на стойност 200 млн.USD. Тези корпоративни облигации са с кредитен рейтинг Ваа

и доходността им е планирана като доходността на определени едногодишни правителствени облигации плюс 200 баз.т. Ако средната премия за кредитен риск за компанията с този кредитен рейтинг се увеличи преди емитирането на облигационния заем, това би означавало по-големи лихвени плащания за компанията по нейния дълг. За да се защити при такова пазарно развитие, компанията купува от банка опция върху кредитен спред. Ако фактическият кредитен спред за ценни книжа от класа на емитирания облигационен заем се увеличи над фиксираното в опцията равнище, компанията купувач на опцията получава договореното условно плащане от продавача. Банката контрагент плаща компенсация, определена от кредитния спред над фиксираното равнище в опцията като брой базисни точки. По този начин по-високите разходи за лихви върху емитирания дълг от компанията са компенсирани от постъпленията по опцията.

Корпоративни облигации с рейтинг Ваа;

1-годишен срок;

Номинална стойност 200 млн.USD;

Премия за опцията 1 млн.USD;

Фиксирано равнище на кредитен спред в опцията = 200 баз.т./това е и текущият кредитен спред в момента на купуване на опцията/.

Ако средната рискова премия за този клас облигации се увеличи до 300 баз.т. за тримесечния срок, това нарастване със 100 баз.т. ще има за резултат увеличаване на лихвените плащания на компанията по емитирания дълг с 2 млн.USD /200 млн. X 0,01/. Същевременно по опцията ще бъде получено компенсационно плащане в размер също на 2 млн.USD /200 млн. X 0,01/.

2 млн.USD повече плащани лихви по емитирания дълг от компанията;

2 млн.USD постъпления по опцията;

1 млн.USD платена премия;

Чрез покупката на опция върху кредитен спред разходите на компанията във връзка с увеличаване на кредитния спред върху емитирания от нея дълг са сведени до 1 млн.USD., с което те са фактически наполовина от разходите, които биха били платени без закупена опция за защита.

Ако обаче кредитният спред се свие от 200 на 100 баз.т. за следващите три месеца, компанията спестява от лихвени разходи 2 млн.USD и не получава нищо по опцията. Същевременно има направен разход за опционна премия в размер на 1 млн.USD. Нетният резултат в такъв случай е 1 млн.USD.

В този пример фиксираното равнище на кредитен спред в опцията е 200 баз.т. и е равно на текущия кредитен спред за компанията в момента на купуване на опцията. Компанията емитент на дълг би могла да купи опция с по-голям фиксиран спред – примерно 250 баз.т., и в такъв случай опционната премия, която ще плати, е по-малка. Такава опция обаче представлява по-ниска степен на защита срещу увеличаване на кредитния спред.

3. Суап върху кредитен спред /CSS/

Суапите сделки са гъвкави по своята същност и конструкция. На практика всяка размяна на парични потоци, основана на кредитни спредове, може да се

разглежда като суап върху кредитен спред. Най-краткото определение е, че това е суап, чието осъществяване и резултат зависи от кредитен спред. Първоначалната стойност на транзакцията е винаги нулева и затова суапът върху кредитен спред също се определя като задбалансова статия.

Следва пример за CSS с едно плаващо рамо – плаващо плащане, чийто размер зависи от движението на определен пазарен кредитен спред. Другото рамо на суапа е фиксирано плащане.

В условия на икономически растеж и ниски лихвени проценти кредитните спредове върху корпоративните дългови инструменти по принцип също са ниски. Ако един финансов мениджър на корпорация смята, че лихвените проценти ще продължат да падат и кредитните спредове ще се свиват, той може да реши да включи компанията в суап, в който тя ще плаща доходността върху определени безрискови ценни книжа плюс текущия кредитен спред срещу получаване на фиксирано плащане, равно на гореспоменатата доходност плюс корпоративния кредитен спред в дадения момент. Този суап има нулева стойност в началния момент, но впоследствие единият контрагент губи, а другият печели. Ако размяната е предвидена на 6-месечен интервал, всеки път корпорацията ще плаща пазарната доходност, а ще получава договореното фиксирано плащане. Ако корпоративният спред, върху който е базиран суапът, продължи да пада, корпорацията ще печели от суаповата сделка, защото ще плаща намаляваща сума срещу получаване на фиксирана. Ако обаче корпоративният кредитен спред започне да се увеличава – независимо от причините за това, корпорацията ще губи. Това е пример за суап върху кредитен спред със спекулативна цел, тъй като се основава на очаквания за движението на кредитен спред.

На практика договорената размяна в рамките на CSS може да включва парични потоци, основани на кредитни спредове в различни варианти. Сделка се осъществява при нулева първоначална стойност и ясни договорености.

БЕЛЕЖКИ:

¹ Financial Times, 4 January 2005, Peter Larsen, City investors keen to view looming banking showdown.

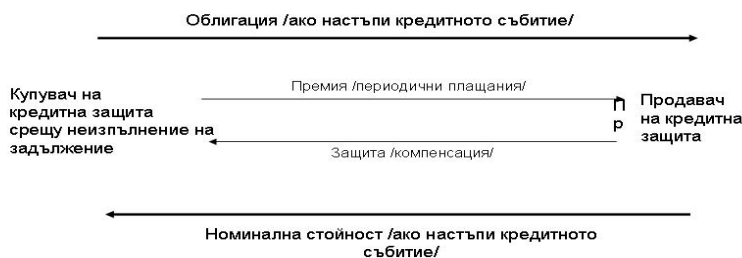
² Financial Times, 5 January 2005, Charles Batchelor, Itraxx boosts credit derivatives.

³ Относно участниците на пазара за кредитни деривати /и тяхната мотивация/ вж. David Rule, The credit derivatives market: its development and possible implications for financial stability, "Financial Stability Review", Bank of England, June 2001, стр.124 и следващите.

⁴ www.isda.org

⁵ Формите на кредитен риск са дефинирани и публикувани през 1999 година /ISDA Credit Derivative Definitions/. Последната, шеста форма – реструктуриране на дълг е включена в дефинициите по-късно – май 2001. Повод за това са събитията с американската застрахователна компания Conseco, която през октомври 2000 година договаря реструктуриране на свои банкови задължения, вкл. удължаване на срокове. Някои от банките кредитори, които са се били включили като купувачи на кредитна защита в суапове за осигуряване срещу кредитен риск, уведомяват контрагентите си – продавачи на кредитна защита, за настъпило кредитно събитие и им предоставят дългосрочните облигации на Conseco с искане за получаване на компенсационно плащане, равно на номиналната стойност. За подробности вж. цитирания по-горе материал на Bank of England, стр.135.

⁶ Схема на уреждане на CDS чрез физическа доставка.

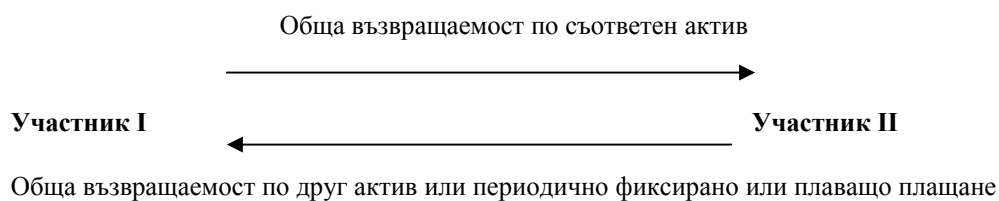


⁷ В най-простата си форма CDO са дългови ценни книжа, емитирани обикновено от компания със специално предназначение /SPC/ и обезпечени от диверсифициран заем или облигационно портфолио. Точно диверсификацията на портфолиото разграничава CDO от

ABS /asset-backed securitization = секюритизация, обезпечена с активи/. При ABS активите, служещи за обезпечение са хомогенни като състав /ипотеки, постъпления от кредитни карти и др./. За ABS вж. IMF Survey, Structured finance: benefits and potential risks, 6 June 2005, стр.160 и следващите.

⁸ За пълна схема на синтетично CDO и портфолио CDS вж. цитирания материал на Bank of England, стр.121 – 122.

⁹ Най-общата и опростена схема на TRS може да изглежда така:



¹⁰ По материали от Интернет.

Литература

1. Вестници "Financial Times"
2. John C. Hull – Options, Futures and other Derivatives, Prentice-Hall Int., Inc. USA, 2000.
3. David Rule – The credit derivatives market: its development and possible implications for financial stability, "Financial Stability Review", Bank of England, June 2001.
4. Paul Wilmott – Derivatives. The Theory and Practice of Financial Engineering, John Wiley & Sons Ltd., England, 1999.
5. IMF Surveys
6. Интернет източници:
 - www.imf.org
 - www.isda.org
 - www.bis.org
 - www.lehman.com
 - Vinod Kothari's credit derivatives website – www.credit-deriv.com
 - Jessica James - Credit derivatives. How much should they cost – www.financewise.com
 - Credit Derivative – www.riskglossary.com
 - Credit Derivatives and Risk Management – www.margrabe.com/Creditderivatives.html

АНАЛИЗ НА РАЗВИТИЕТО НА ПАЗАРА ЗА КРЕДИТНИ ДЕРИВАТИ

Резюме:

Бързото развитие на пазара за кредитни деривати мотивира изследвания върху инструментите за управление на кредитен риск. Интересът към финансовите продукти, свързани с кредита и кредитния риск, значително нараства по редица причини. Оказва се, че понастоящем глобалният финансов пазар съдържа много по-голяма като общ размер откритост на кредитен риск отколкото на лихвен или валутен риск. Кредитният риск е главният компонент на голяма част от банковите дейности.

Пазарът за кредитни деривати е пазар за покупко-продажба на кредитен риск, респективно на кредитни протекции.

Кредитните деривати са ново поколение деривати – това е последната финансова иновация – от началото на 90-те години на 20 век.

Предмет на анализ в студията са основните видове кредитни деривати, използвани понастоящем: 1. Суап за осигуряване срещу кредитен риск. 2. Суап на обща възвращаемост. 3. Кредитно свързани ноти. 4. Финансови продукти върху кредитен спрег: 4.1. Споразумение за бъдещ кредитен спрег. 4.2. Опция върху кредитен спрег. 4.3. Суап върху кредитен спрег.

Пазарът за кредитни деривати е все още само извънборсов. Подготвя се въвеждане на фючърс контракт върху кредитен индекс, което ще включи и борсов сектор на този пазар.

ANALYSIS OF THE DEVELOPMENT OF THE CREDIT DERIVATIVE MARKET

Summary:

The intensive development of credit derivatives market has motivated a lot of research on financial instruments for credit risk management. The financial products on credit risk are becoming more and more popular due to different reasons. The main reason is that the global financial market nowadays contains much larger exposure to credit risk than to interest rate- or exchange rate risk. The credit risk is the main component of a great part of bank activities.

The credit derivatives market is a market where credit risk, respectively credit protection is purchased and sold.

The credit derivatives represent a new generation of derivative products – this is the last financial innovation since the beginning of 90s of 20th century.

The main kinds of credit derivatives have been analyzed: 1. Credit Default Swap. 2. Total Return Swap. 3. Credit-Linked Notes. 4. Financial Products on credit spread: 4.1. Credit Spread Forward. 4.2. Credit Spread Option. 4.3. Credit Spread Swap.

The credit derivatives market is still only over-the-counter. There are preparations going on for introducing a futures contract on a credit index. This will create an exchange sector of the credit derivatives market.