УДК 336.763.1

И.М. Карпов, *магистрант Факультета финансовых рынков и банков,*
ФГБОУ ВО Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации

КРЕДИТНЫЕ ДЕРИВАТИВЫ И ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ В СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Аннотация: Статья посвящена вопросам секьритизации, дается история развития секьритизации, выделены ее виды, показано как с возникновением кредитных деривативов секьюритизация стала использоваться в качестве инструмента хеджирования кредитных рисков.

Ключевые слова: деривативы, секьюритизация, синтетическая секьюритизация, кредитные ноты, обеспеченные долговые обязательства.

I. M. Karpov, *master's student of the Faculty of financial markets and banks,*
Financial University under the Government of the Russian Federation

CREDIT DERIVATIVES AND THEIR USE IN SECURITIZATION

Annotation: The article is devoted to the issues of securitization, it gives a history of the development of securitization, its types are highlighted, it is shown how with the advent of credit derivatives securitization was used as a hedging tool for credit risks.

Keywords: derivatives, securitization, synthetic securitization, credit notes, secured debt.

Развитие ипотеки в нашей стране делает операции по секьюритизации чрезвычайно актуальными. Масштабный рынок ипотеки не может существовать без постоянного притока финансовых ресурсов в кредитующие предприятия реального сектора экономики банки.

Общепринятая классификация кредитных деривативов отсутствует, а сама эта тема является предметом дискуссий. В научной литературе, различных публикациях и документах регулирующих органов и саморегулируемых организаций встречается различная классификация кредитных деривативов. Особенно острой проблемой на сегодняшний день является вопрос признания структурированных инструментов секьюритизации, таких как кредитные ноты – CLN или обеспеченные долговые обязательства – CDO.

Секьюритизация – это особая «техника финансирования посредством трансформации части финансовых активов предприятия в высоколиквидные инструменты рынка капитала, обращаемые на вторичном рынке» [7]. Секьюритизация предполагает выпуск ценных бумаг (в основном облигаций) под обеспечение пула базовых активов, генерирующих стабильные денежные потоки, которые перераспределяются в пользу конечных держателей секьюритизированных ценных бумаг. Секьюритизация появилась в конце 70-х годов XX века и изначально была предназначена для более дешевого привлечения денежных средств, нежели банковские займы. Однако с появлением кредитных деривативов, секьюритизация стала также применяться как инструмент хеджирования кредитных рисков. Секьюритизация делится на классическую и синтетическую. В первом случае происходит истинная передача активов компании, под обеспечение которых будут выпущены ценные бумаги. С появлением же кредитных деривативов, появилась и синтетическая секьюритизация, в которой реальной продажи базовых активов уже не происходит, происходит лишь их синтетическая передача посредством кредитного дериватива. Ценные бумаги выпускаются под обеспечение выплат премий по кредитному деривативу, а не под обеспечение базовых активов. Таким образом, синтетическая секьюритизация позволяет перераспределить кредитные риски среди множества различных инвесторов.

Итак, на основании свойства продуктов синтетической секьюритизации (синтетических обеспеченных ценных бумаг) перераспределять кредитные риски, а также того, что именно кредитный дериватив лежит в основе синтетической

секьюритизации, по мнению автора, такие ценные бумаги можно отнести к кредитным деривативам.

Одним из часто встречающихся подходов к классифицированию кредитных деривативов является их деление по количеству базовых активов и их структуре на простые (single-name) и сложные (портфельные) (multi-name). Такая классификация активно используется в качестве основной Банком международных расчетов. Однако, по мнению автора, необходимо расширить данную классификацию добавлением группы комбинированных продуктов:

- простые инструменты (single-name): кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap – CDS), кредитный свопцион (Credit Default Swaption), своп на общую суммарную доходность (Total Return Swap – TRS), дефолтный своп на акции (Equity Default Swap – EDS);
- сложные (портфельные) инструменты (multi-name): корзинный кредитный дефолтный своп (Credit Default Basket Swap – CDBS), портфельный дефолтный своп (PortfolioDefaultSwap – PDS), CDS-индексы.
- смешанные инструменты: продукты секьюритизации: CLNи CDO.

Single-name инструменты – это такие кредитные деривативы, базовые активы по которым являются однородными и при этом должны быть выпущены одним контрагентом. Другими словами, базовый актив single-name инструмента является либо единственным, на который заключается деривативная сделка, либо это совокупность одинаковых активов, контрагент по которым – одно лицо (например, это портфель облигаций, выпущенных одной компанией).

Multi-name инструменты представляют из себя такие кредитные деривативы, базовым активом по которым является портфель различных активов различных контрагентов.

Можно выделять еще одну группу кредитных деривативов под названием «смешанные инструменты», так как их представители в зависимости от базового актива могут быть, как single-name, так и multi-name инструментами, при этом, не меняя своего механизма функционирования. Например, синтетическое

обеспеченное долговое обязательство может быть выпущено, как на один CDS, так и на пул CDS.

Другим подходом, представленным в зарубежных исследованиях кредитных деривативов является их деление по рискам, которые они хеджируют. Здесь выделяются кредитные дефолтные продукты, продукты кредитного спрэда и комбинированные продукты, особенностью этой классификации является то, что в качестве кредитных деривативов признаются только свопы:

- кредитные дефолтные продукты – кредитный дефолтный своп (CDS), портфельный дефолтный своп (PDS), корзинный дефолтный своп (CDBS);
- продукты кредитного спрэда – опцион и форвард на кредитный спрэд;
- комбинированные продукты – своп на совокупный доход (TRS).

Первым видом инструментов являются кредитные дефолтные продукты. Как видно из их названия, они предназначены для хеджирования рисков дефолта по базовым активам. Общая схема механизма работы этих продуктов представлена на рисунке 1.

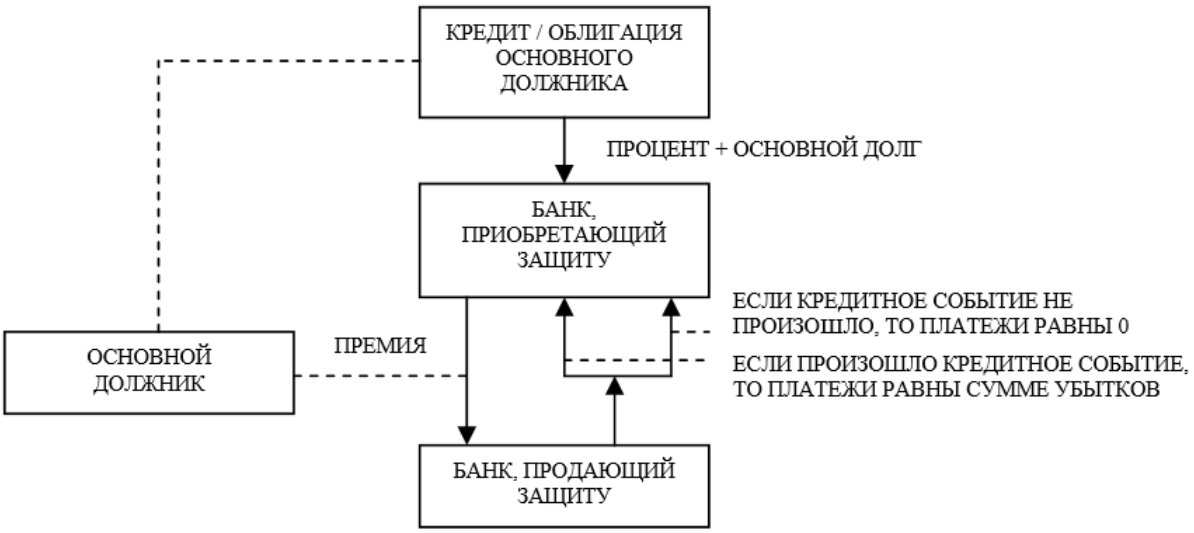

Рисунок 1. Базовая структура сделки с использованием кредитных дефолтных продуктов [3]

1. Покупатель защиты приобретает долговые ценные бумаги либо предоставляет ссуду.
2. В целях хеджирования рисков покупатель защиты заключает соглашение с продавцом защиты, в соответствии с которым продавец защиты обязуется

покрыть убытки в случае дефолта по базовому активу в обмен на выплату премии.

3. Если кредитного события не наступает, то покупатель защиты полностью выплачивает продавцу размер премиальных платежей.

4. Если кредитное событие наступает, продавец защиты исполняет свои обязательства одним из четырех способов, описанных выше.

Теперь подробнее охарактеризуем каждый инструмент, относящийся к этой группе.

Кредитный дефолтный своп (CDS) – это двусторонний контракт, по которому продавец защиты берет на себя обязательство возместить убытки по базовому активу продавца защиты в случае наступления дефолта в обмен на периодические либо разовые премиальные платежи.

Корзинный дефолтный своп (CDBS)представляет собой кредитный дефолтный своп, по которому продавец защиты принимает на себя обязательство возместить убытки по дефолту любого входящего в портфель должника. Как правило, портфель состоит не более чем из 5 – 7 активов. Обычно обязательства продавца защиты ограничиваются наступлением первого дефолта любого из базовых активов – первый к дефолту корзинный дефолтный своп (first-to-default basket default swap). Своп, предполагающий выплаты после n-го (2-го, 3-го и т. д.) дефолта, называют n-м к дефолту корзинным дефолтным свопом (nth-to-default basket default swap).

Портфельный дефолтный своп (PDS) представляет собой корзинный дефолтный своп, по которому продавец защиты возмещает убытки по дефолту в пределах суммы установленного лимита, при этом данный лимит не зависит от количества дефолтов, поэтому портфели по данным инструментам состоят из большого количества активов. Как и корзинный дефолтный своп, портфельный имеет несколько разновидностей: портфельный дефолтный своп по убыткам первого порядка (firstloss portfolio default swap), портфельный дефолтный своп по убыткам n-го порядка (nth-loss portfolio default swap).

Вторым видом кредитных производных финансовых инструментов являются продукты кредитного спрэда. Особенность этих инструментов заключается в том, что одна сторона обязуется компенсировать отклонение стоимости кредитного актива, возникшее в результате изменения кредитного спрэда. Как правило, под кредитным спрэдом понимают спрэд над безрисковой процентной ставкой, предназначенный для компенсации инвестору кредитного риска базисного актива. Расчет его производится следующим образом:

Кредитный спрэд = Доходность по облигации или кредиту – Доходность безрискового инструмента

В зависимости от характера платежей выделяют два типа инструментов: опционы на кредитный спрэд и форварды на кредитный спрэд.

Опцион на кредитный спрэд (credit spread options) – это контракт, по которому «одна сторона продает или покупает право у другой стороны купить или продать в будущем базисный актив с заранее определенным спрэдом на определенную дату или в течение действия контракта».

Если спрэд по базовому активу на дату исполнения изменится в невыгодную для покупателя опциона сторону, то он останется неисполненным. В противном случае продавец опциона поставляет или покупает базовый актив у покупателя опциона по цене, рассчитываемой относительно определенного эталона.

Форвард на кредитный спрэд (forward on the credit spread) – это контракт на покупку или продажу в будущем кредитного актива по цене, рассчитанной исходя из заранее определенного кредитного спрэда. В отличие от опциона, в сделках по форварду покупка или продажа актива является обязательством, а не правом.

Третьим типом кредитных деривативов являются комбинированные продукты. Эти инструменты хеджируют как от рисков дефолта, так и от рисков изменения кредитного спрэда. Единственным инструментом данного вида является своп на совокупный доход (total return swap), представляющий собой двусторонний контракт, по которому получатель совокупного дохода осуществляет периодические выплаты, рассчитанные по безрисковой ставке или

ставке LIBOR, плюс фиксированный спрэд, взамен на совокупный доход, порождаемый базовым активом. Эти выплаты осуществляются вне зависимости от наступления кредитного события. Совокупный доход включает в себя любые платежи по базовому активу, а также платежи, связанные с изменением его стоимости. Если кредитного события не произошло, то контракт осуществляется в установленные сторонами сроки. Если же кредитное событие наступило, контракт исполняется досрочно, при этом в случае изменения кредитного спрэда, покупатель защиты выплачивает разницу этого изменения, то в случае дефолта, контракт может быть исполнен всеми четырьмя способами, описанными выше.

По мнению автора, представленную выше классификацию по характеру страхования кредитного риска необходимо дополнить следующими инструментами:

- кредитные дефолтные продукты: своп актив на актив (Asset-for-AssetSwap), кредитный дефолтный свопцион;
- комбинированные продукты: дефолтный своп на акции (EDS), CDS-индекс.

Своп актив на актив (Asset-for-AssetSwap) представляет из себя контракт на обмен одного дефолтного базового актива на другой дефолтный базовый актив.

Дефолтный своп на акции (EDS) –инструмент, выплаты по которому производятся в результате наступления ценового события, т.е. снижения цены акции какой-то компании, а не кредитного события, как в случае других кредитных деривативов. Основная идея этого инструмента заключается в зависимости между ценой акции какой-либо организации и уровнем кредитного риска по ее долгам.

Кредитный дефолтный свопцион – опцион, предоставляющий право его держателю заключить сделку по кредитному дефолтному свопу бесплатно до наступления определенной даты в обмен на премиумный платеж.

CDS-индекс – инструмент, состоящий из портфеля однородных активов большого количества компаний (50, 100, 150 компаний). В случае дефолта одной из них, покупателю защиты выплачивается компенсация, данный дефолтный

актив исключается из индекса, а само действие этого контракта продолжается. Данный инструмент был введен с целью мониторинга кредитных спрэдов. При росте индекса, увеличиваются опасения рынка по поводу качества кредитоспособности заемщика.

Следующим видом кредитных деривативов являются инструменты синтетической секьюритизации: CLN–кредитная нота и CDO–обеспеченное долговое обязательство.

Кредитная нота – облигация, синтетическая ценная бумага, привязанная к кредиту. Используется как для хеджирования кредитных рисков, так и для привлечения финансирования ее эмитентом. CLN представляет так называемую фондированную форму секьюритизации: в отличие от простого CDS, где покупатель защиты получает компенсационный платеж только в случае наступления кредитного события, эмитент CLN получает денежные средства от их первичной продажи. По CLN инвесторам выплачивается купон и, если кредитное событие не наступило, инструмент погашается по номинальной стоимости, в противном случае погашается за вычетом убытков эмитента по дефолту базового актива.

Обеспеченное долговое обязательство – ценная бумага, облигация, обеспеченная потоками платежей по базовым активам: ценным бумагам, инструментам классической секьюритизации, самим CDO, корпоративным кредитам и тд. В этом случае такие облигации называются cashCDO. Синтетические CDO (synteticCDO) представляют из себя стандартные CDO, однако их базовым активом кредитного дефолтного свопа, группы CDS или других кредитных деривативов. Именно это отличие позволяет причислять синтетические CDO к кредитным деривативам, а классические нет. Так же, как и в случае с CLN, CDO выпускается в расчете на большое количество инвесторов.

Оба вида инструментов синтетической секьюритизации обладают одной важной особенностью – они позволяют распределять кредитные риски по широкому кругу как институциональных, так и частных инвесторов.

Анализируя два представленных выше подхода к классификации кредитных деривативов, можно сделать вывод о том, что оба не лишены недостатков, так как не полностью покрывают существующий спектр кредитных деривативов. Однако путем добавления некоторых видов инструментов, оба подхода позволяют более точно классифицировать кредитные деривативы.

Развитие секьюритизациии, полномасштабное использование обеспечиваемых ею возможностей способно внести значительный позитивный вклад в развитии ипотеки в стране.

Библиографический список:

1. Агеев В.И. О применимости CDS для оценки кредитоспособности финансовых институтов РФ // журнал «Глобальные рынки и финансовый инжиниринг» Т.2, №1, 2015 г. – М.: ООО Издательство Креативная экономика. – С. 61-76.
2. Васина Е. Регулирование рынка ПФИ в ЕС и США: общее и отличия // журнал «Право и управление XXI век», №2, 2015. – М.: МГИМО (У) МИД России. – С. 177 – 182.
3. Дубовик В. В. Понятие и классификация кредитных деривативов // журнал «Рынок ценных бумаг», №1, 2009 г. – М.: ИД РЦБ. – С. 39-49.
4. Намазова Э.Н. Использование кредитных деривативов на российском финансовом рынке // сборник статей победителей VI международной научно-практической конференции «World Science: problemsandinnovations», 2016 г. – Пенза: Наука и просвещение. – С. 63 – 68.
5. Озюменко М. В. Реформа регулирования рынка внебиржевых деривативов в ЕС после мирового финансового кризиса // журнал «Вестник РУДН. Серия: Юридические науки», №1, 2014 г. – М.: РУДН. – с. 159-169.
6. Тропина Ж.Н. Количественные инвестиции как новый метод управления активами // Контентус/ 2017 г. №7(60) С.51-56
7. Факторинг и секьюритизация финансовых активов: учебное пособие / под. ред. Солдатовой А.О. – М.: Высшая школа экономики, 2013. –139 с.