

# INSTRUMENTELE FINANCIARE DERIVATE PE RISC DE CREDIT DE TIPUL SWAP

**Olga BACA, Irina REBENJA,  
Natalia ȘTEFÎRȚĂ, Conf. univ., Dr.**

Universitatea Tehnică a Moldovei

**Abstract:** *O criză financiară este, prin definiție, neașteptată. Dacă ar fi anticipată, nu s-ar produce. Apare brusc ca o flacără, deși se poate să fi ieșit și fum înainte. Criza financiară de astăzi, cea mai gravă din ultimii 80 de ani, mocnea încă de la sfârșitul anului 2006. Dar “pompierii” fuseseră atenți și împiedicaseră izbucnirea flăcărilor. Băncile centrale, ghidate de acțiunile Rezervei Federale, își coborîseră ratele de referință la dobîndă pentru a permite băncilor să micșoreze, la rîndul lor, ratele la împrumuturi, în special în ceea ce privește piața imobiliară.*

**Cuvinte cheie:** *risc de credit, swap, rate de capital, dobîndă fixă.*

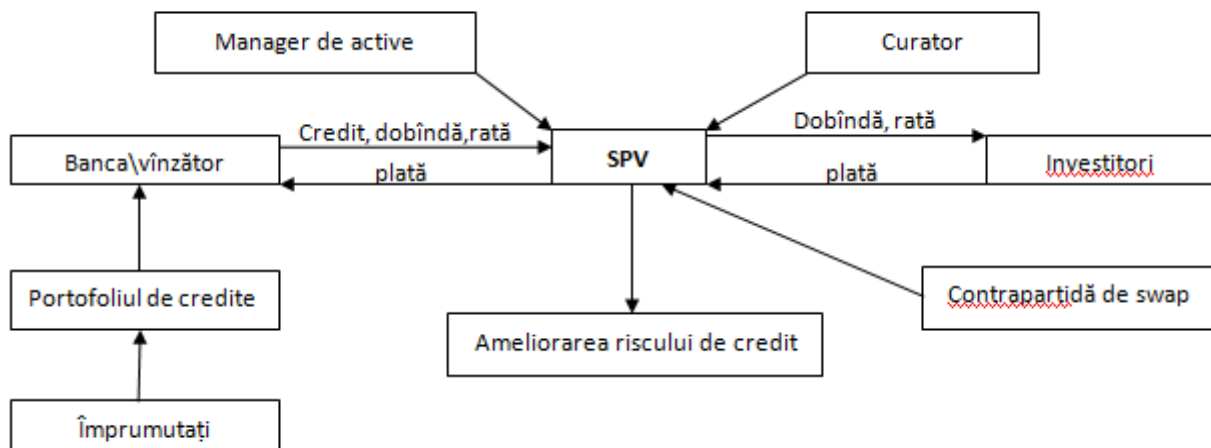
## 1. Introducere

Pînă la mijlocul anilor '80, o bancă împrumutătoare avea de îndeplinit mai multe roluri în jocul împrumuturilor. Ea păstra contactul cu clientul și evalua dacă acesta întrunea condițiile de creditare - cu alte cuvinte, bonitatea sau capacitatea sa de a plăti împrumutul. Încasa dobînda și ratele de la client. Finanța, de asemenea, împrumutul, cel mai adesea prin atragerea unor depozite pe termen scurt. Deoarece rata dobînzii la depozite era cel mai probabil variabilă, în timp ce rata împrumutului era fixă, se crea un risc încorporat al ratei dobînzii (la maturitate) care trebuia rezolvat. Există, de asemenea, un risc de lichiditate dacă deponenții își doreau banii înapoi, peste riscul evident de credit pe care îl suporta banca.

Prima tranzacție de transferare a riscului de credit de la banca emitentă la investitori a fost întreprinsă de fapt în 1970. În luna februarie 2011, Asociația națională guvernamentală pentru creditele ipotecare (Government National Mortgage Association, GNMA sau “Ginnie Mae”) a emis titluri de valoare garantate cu ipotecă (MBS-uri) susținute de un portofoliu de ipotecă rezidențiale. Această primă tranzacție a dus la o explozie formală a securizării creditelor.

## 2. Abordări teoretice

Procedura prin care un portofoliu de ipotecă este securizat e reprodusă în varianta simplificată în figura 1. Fiecare împrumut de bază individual este analizat de o agenție de rating pentru a evalua nu doar situația economică a împrumutătorului, ci și diversificarea socială și geografică și alte caracteristici. Portofoliul de împrumuturi este vîndut apoi unei companii, un vehicul cu scop special (SPV) sau un vehicul ori instrument de investiții structurat (SIV), creat exact pentru acest scop, cu personalitate juridică distinctă de cea a băncii, care finanțează achiziția prin emiterea de obligațiuni sau efecte de comerț către investitori. Banca va păstra, evident, riscul de maturitate (în funcție de modul de investiție al profitului rezultat din vînzare). Banca va încasa în continuare dobînda și ratele de capital, transferîndu-le către SPV, dar păstrînd un comision pentru serviciile sale. Un curator (sau un membru al unui consiliu de administrație) poate supraveghea procesul. În mod frecvent, un manager de active este angajat pentru a verifica dacă nu e afectată calitatea bunurilor de bază, ajutînd, de asemenea, swap-uri pentru schimbarea valutei și a maturității creditului de bază. Se poate ca aceia care au făcut împrumutul să plătească băncii, de exemplu, o dobîndă fixă în dolari, în timp ce investitorii (din Japonia, să zicem) își vor dobînzile în yen la cursul pieței.



**Figura 1: Procesul de emitere a titlurilor de valoare garantate de ipotecă.**

Sursa: Johan A. Lybeck, *Istoria globală a crizei financiare 2007-2010*. New York, 2011

Figura 1 oferă informații mai detaliate privind procesul de securitizare, în special în ceea ce privește conflictele de interese ale partilor implicate și cu accent pe împrumuturile substandard cu bunuri de bază. Un element important al procesului este așa-numita operațiune de ameliorare a riscurilor de credit. La început, acest lucru se făcea cel mai adesea prin cumpararea unei simple asigurări pentru portofoliul de împrumuturi. Ulterior a devenit o practică obișnuită să se emită titluri de valoare în diferite tranșe. Unul dintre motive poate fi atragerea unor tipuri diferite de investitori. Se poate ca băncile să fie interesate de cumpărarea unor MBS-uri cu maturități pe termen scurt, iar un fond de pensii sau o companie de asigurări să prefere maturitățile pe termen mai lung. O practică mai des folosită este de a emite mai multe tranșe, în funcție de riscul de credit. Banca emitentă sau banca de investiții poate păstra, să zicem, 10% din portofoliul de împrumuturi pentru propriul registru, procent pierdut primul dacă se întâmplă ceva în neregulă. După revizuirea legislației bancare din Statele Unite, precum și din Uniunea Europeană, în 2010, banca este obligată să păstreze cel puțin 5%. Urmează partea cea mai riscantă a emiterii de obligațiuni, numită securitizare. Astfel, cea mai sigură parte a emisiunii, aproximativ 80% din total, numită "tranșa super senior", poate primi un rating AAA, în timp ce tranșele intermediare "tranșe junior" primesc un rating situat între AA+ și BBB-, cu niveluri de risc tot mai mari.

Există mai multe motive pentru care băncile doresc să își securitizeze creditele:

- **Finanțare mai ieftină.** Prin atragerea unor investitori din întreaga lume, finanțarea este diversificată și poate fi mai ieftină decât atragerea unor depozite sau emiterea unor efecte de comerț. De asemenea, unitatea SPV emitentă va avea cel mai adesea un rating mai bun decât banca în sine, ceea ce scade și rata care trebuie plătită.

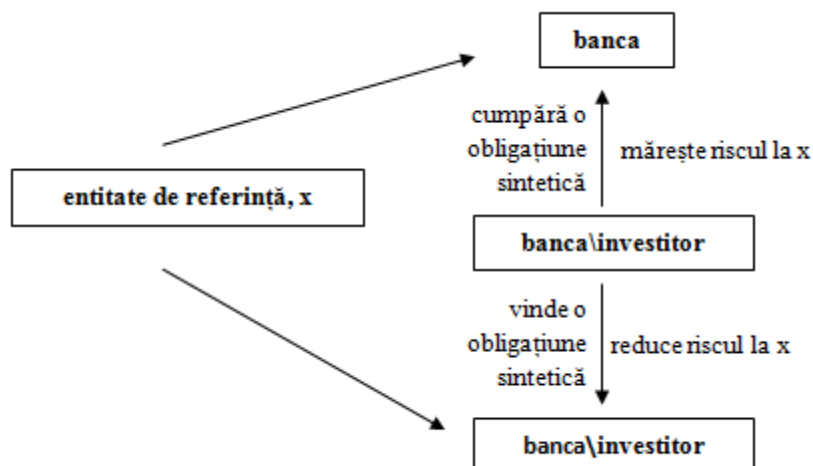
-Folosirea unor **avantaje comparative.** Banca, în special o bancă de economii locală, își cunoaște clienții, dar se poate să nu aibă cunoștințe despre piața de capital și produsele sale și, astfel, unde și cum este mai bine să își finanțeze investițiile.

-**Costuri de capital mai mici.** Conform regulilor de solvabilitate (Basel I), o ipotecă are un cost de capital 50% - cu alte cuvinte, jumătate din cele 8% ale raportului minim dintre capital și bunuri. Un MBS cu rating mai mare atrage un cost de capital de numai 20%. Ar trebui subliniat că, drept urmare a crizei financiare, aceste procente vor fi schimbate, odată cu noul cadru Basel III.

-**Un profit sigur.** Banca nu mai păstrează niciun risc, ci doar încasează un comision pentru serviciile sale ca emitent.

-**Creștere sporită.** Prin vânzarea creditelor, banca obține finanțare, ce îi permite să își extindă afacerea. Într-adevăr, creșterea rapidă a multor bănci din ultimii 20 de ani ar fi fost imposibilă fără securitizare.

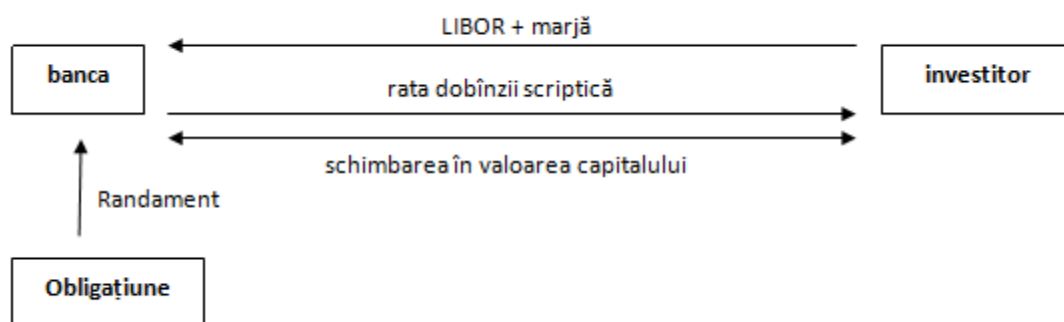
-**Investitorii** caută să investească în obligațiuni care au randamente mai mari decât obligațiunile de stat, dar care păstrează un raiting foarte ridicat.



**Figura 2: Instrumentele derivate tip credit-linked note**

Sursa: Johan A. Lybeck, *Istoria globală a crizei financiare 2007-2010*. New York, 2011

Băncile și alte instituții financiare din Statele Unite și din Europa au pierdut bani nu doar din cauza MBS-urilor și CDO-urilor, ci și a instrumentelor financiare derivate pe risc de credit. Prin derivativ se înțelege de obicei un instrument financiar a cărui valoare depinde de prețul altui instrument financiar, numit primar - adică instrumentul de bază. Randamentul pe un contract futures sau o opțiune pe rata de schimb a dolarului (față de, să zicem, lira sterlină) depinde de evoluția ratei actuale de schimb dolar-lira sterlină, iar randamentul pe o obligațiune futures de schimbare la randamentul obligațiunii primare și așa mai departe.



**Figura 3: Swap pe rentabilitatea totală**

Sursa: Johan A. Lybeck, *Istoria globală a crizei financiare 2007-2010*. New York, 2011

Un derivat pe risc de credit este un produs financiar a cărui valoare se va schimba odată cu schimbările riscului de credit real sau perceput al titlului de valoare primar sau a altor lucruri similare. Instrumentul de bază al unui derivat pe risc de credit se numește entitate de referință. Acesta poate fi o țară, o companie sau altceva, al cărui raiting de credit formează bază pentru instrumentul primar. Un instrument financiar derivat pe risc de

credit va genera randament dacă și numai dacă se produce oricare dintre următoarele evenimente de credit listate mai jos:

- \*faliment;
- \*suspendarea plăților;
- \*moratoriu - adică amânarea plăților;
- \*restructurarea pasivelor;
- \*reducerea ratingului.

Există două tipuri de derivate pe risc de credit: cele care implică un flux de numerar (produse derivate pe risc de credit finanțate), din care instrumentele pe risc de credit (CNL) constituie produsul principal, și cele fără niciun flux numerar la bază în afară de plata marjelor (garanția). Dintre acestea, produsele principale sunt swap-urile pe risc de credit (contract default swaps, CDS-urile) și swap-urile pe rentabilitatea totală (TRS-uri).

Un instrument de tip CNL reprezintă un mijloc de a mări sau a micșora expunerea cuiva la ceva. Dacă un investitor deține obligațiuni emise de un stat sau o companie care riscă intrarea în incapacitatea de plată, un CNL poate să reducă ori să elimine acest risc. După cum se arată în Figura 2, investitorul poate vinde o obligațiune sintetică unei bănci la care randamentul e condiționat de apariția unui eveniment de credit la entitatea de referință, ceea ce echivalează cu a împrumuta bani de la bancă, dar împrumutul este eliminat dacă intervine un eveniment de credit la entitatea de referință. CNL-urile se pot folosi, de asemenea, în scop pur speculativ în cumpărarea obligațiunilor sintetice. Acestea vor aduce randamentul doar dacă nu se produce niciun eveniment de credit în cadrul entității de referință; în caz contrar, ele nu valorează nimic sau doar o parte infimă din valoarea lor nominală.

### 3. Concluzie

Cele spuse înseamnă ca banca renunță la orice fluxuri de numerar viitoare ale obligațiunii: capitalul, precum și orice schimbare viitoare a valorii. Un profit (capital gain) la obligațiune este astfel plătit de la bancă către contrapartida, în timp ce o pierdere (capital loss) e plătită de la contrapartidă băncii. În cazul în care un eveniment de credit, precum un faliment, face ca obligațiunea să nu aibă nicio valoare, investitorul va plăti băncii valoarea nominală a obligațiunii. În schimb, banca primește LIBOR plus o marjă și astfel și-a asigurat un anumit profit.

### Bibliografie:

1. Johan A. Lybeck, *Istoria globală a crizei financiare 2007-2010*. New York, 2011.
2. [www.bvb.ro/info/Introducere%20in%20IFD.pdf](http://www.bvb.ro/info/Introducere%20in%20IFD.pdf) (accesat la 29.10.2015).
3. Dragota Mihaela, *Decizia de investire pe piața de capital*. București, 2006.