

RỦI RO CỦA CÔNG CỤ: HOÁN ĐỔI RỦI RO TÍN DỤNG

TỪ GÓC ĐỘ THANH TRA, GIÁM SÁT

ThS. PHẠM ĐỖ NHẬT VINH

Cơ quan Thanh tra, giám sát ngân hàng

“Hoán đổi rủi ro tín dụng (RRTD) – Con quỷ đã nuốt gọn phố Wall”, “Hoán đổi RRTD mới chính là cuộc khủng hoảng sắp tới”... đây là tên những bài viết gần đây khi tìm hiểu nguyên nhân thực sự của cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu khởi nguồn từ Mỹ. Các tác giả cho rằng nguyên nhân thực sự gây ra cuộc khủng hoảng chính là sự quản lý thiếu chặt chẽ của ngân hàng trung ương và các cơ quan giám sát đối với các giao dịch hoán đổi RRTD (Credit Default Swap – CDS) và những rủi ro của nó.

Tại Mỹ, cho tới năm 2008, sau những sụp đổ của các tổ chức tín dụng, các tập đoàn bảo hiểm và các tập đoàn tài chính khổng lồ, nhiều chuyên gia phân tích đang lo ngại rằng cuộc khủng hoảng của thị trường nhà dưới chuẩn chỉ là phần nổi của tảng băng. Phản ứng dây chuyền trên thị trường CDS có thể sẽ là ngòi nổ dẫn tới cuộc khủng hoảng toàn cầu thực sự xảy ra.

Tại diễn đàn gần đây, Ủy ban Basel đã chỉ ra rằng trong một thời gian dài hoạt động giao

dịch công cụ CDS không hề có một khung pháp lý chặt chẽ, không có sàn giao dịch tập trung các giao dịch CDS dẫn tới lỏng lẻo về cơ chế định giá và mất cân đối về thông tin, cơ chế quản lý và tài sản đảm bảo, dự phòng tổn thất cho các giao dịch CDS chưa được chuẩn hóa... Khi có sự suy giảm kinh tế, các doanh nghiệp gặp khó khăn dẫn tới nguy cơ phá sản thì CDS trở thành công cụ “truyền dẫn” rủi ro hệ thống vô cùng nhanh chóng tác động tới toàn bộ các ngân hàng, công ty bảo hiểm và các quỹ kinh doanh mạo hiểm...

Vậy hoán đổi RRTD là gì? Ưu điểm và rủi ro của công cụ này như thế nào? Từ góc độ thanh tra

giám sát an toàn hệ thống thì cần có những quy chế quản lý như thế nào? Những vấn đề này vẫn đang được nghiên cứu và hoàn thiện ở các quốc gia, đặc biệt là Mỹ và các nước khu vực EU. Với mục đích trao đổi và chia sẻ kiến thức, bài viết cũng đề cập tới những vấn đề cần thận trọng cân nhắc khi hệ thống ngân hàng Việt Nam trong tương lai có thể triển khai thử nghiệm công cụ này.

Hoán đổi RRTD – Trò chơi đặt cược về khả năng phá sản



Vào giữa những năm 90, những chuyên gia của Ngân hàng JP Morgan đã thảo luận xoay quanh chủ đề làm như thế nào để giảm thiểu rủi ro khi chúng ta cho một ai đó vay? Tại thời điểm đó giá trị cho vay các tập đoàn kinh tế, chính phủ nước ngoài của JP Morgan là hàng chục tỷ đô la, và theo quy định thì một lượng lớn vốn của ngân hàng phải khóa chặt cho mục đích dự phòng. Bằng việc tạo ra công cụ hoán đổi RRTD, ngân hàng có thể giải phóng lượng vốn dự phòng của mình.

Hoán đổi RRTD khá tương tự như một chính sách bảo hiểm trong đó có ba thành phần chính: bên mua bảo hiểm tín dụng (Protection Buyer); bên bán bảo hiểm tín dụng (Protection seller) và bên tham chiếu (Reference entity). Như vậy CDS là một thỏa thuận phái sinh tín dụng giữa hai đối tác, trong đó bên mua bảo hiểm (bên nắm giữ một khoản tín dụng) sẽ thanh toán định kỳ một khoản phí cho bên bán bảo hiểm và sẽ được đền bù nếu như bên thứ ba (bên tham chiếu) không có khả năng thanh toán hoặc phá sản. Ví dụ, nếu như ngân hàng A có một khoản cho vay, hoặc một danh mục trái phiếu công ty... mua CDS của một ngân hàng B thì ngân hàng A sẽ thanh toán định kỳ một khoản phí (premiums) cho ngân hàng B. Đổi lại, nếu như khi có sự kiện tín dụng (credit event) như bên tham chiếu là khách hàng đi vay ngân hàng A hoặc công ty nào đó phát hành trái phiếu phá sản hoặc không có khả năng thanh toán thì ngân hàng B sẽ có trách nhiệm đền bù giá trị tín dụng mà ngân hàng này cam kết bảo hiểm cho ngân hàng A. Lưu ý rằng, dưới góc độ kế toán, khoản tín dụng này vẫn nằm trên bảng cân đối tài sản của ngân hàng A nhưng RRTD của nó đã truyền dẫn sang ngân hàng B.

Trong giai đoạn ban đầu, hoán đổi RRTD được sử dụng như một công cụ kiểm soát RRTD. Các ngân hàng có thể giải phóng nguồn vốn trích lập dự phòng để mở rộng quy mô kinh doanh mà vẫn đảm bảo RRTD vẫn nằm trong giới hạn kiểm soát. Nhờ công cụ này các ngân hàng đã chuyển RRTD khỏi sổ sách kinh doanh của họ và đẩy vào các định chế phi tài chính như công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí, các nhà đầu tư... Kể từ khi công cụ này ra đời năm 1997, thị trường CDS gần như tăng gấp 2 lần giá trị mỗi năm, hơn 100 tỷ USD vào năm 2000 và đạt hơn 6.4 nghìn tỷ vào năm 2004, đến 2008 con số này là 62 nghìn tỷ USD.

Tuy nhiên, khi thị trường bùng nổ, số lượng ngân hàng tham gia vào các hợp đồng CDS vì mục



đích phòng tránh RRTD ngày càng ít đi mà thay vào đó các định chế tài chính, các công ty đầu tư mạo hiểm, và bản thân các ngân hàng tham gia đầu tư vào các giao dịch mua bán CDS để kiếm lời trên cơ sở “đặt cược” khả năng phá sản một công ty hay một danh mục đầu tư nào đó. Lưu ý rằng ở thị trường cấp 2 này, NĐT mua bán CDS mà không nhất thiết phải sở hữu tài sản tham chiếu. Phần lớn các giao dịch CDS lúc này là kinh doanh trên cơ sở kỳ vọng về khả năng phá sản của bất cứ tài sản tham chiếu nào trên thị trường.

Những rủi ro tiềm ẩn...

Theo cơ chế truyền dẫn rủi ro của CDS thì RRTD đã được truyền dẫn từ bên mua bảo hiểm tín dụng sang bên bán bảo hiểm tín dụng mặc dù khoản tín dụng (có thể là một món vay, danh mục trái phiếu hoặc bất kỳ tài sản cơ bản nào khác) vẫn nằm trên bảng cân đối tài sản của ngân hàng mua bảo hiểm tín dụng. Ngược lại, ngân hàng cung cấp CDS mặc dù không thực hiện việc cấp tín dụng nhưng phải chịu RRTD nếu có sự kiện tín dụng xảy ra. Ba dạng sự kiện tín dụng phổ biến dẫn tới tài sản cơ bản tham chiếu sụt giảm giá trị là sự kiện phá sản, không có khả năng thanh toán hoặc tái cơ cấu.



Tuy nhiên, khi tham gia vào một thỏa thuận CDS cả bên bán và bên mua bảo hiểm tín dụng đều phải chịu rủi ro đối tác. Bên mua sẽ chấp nhận rủi ro đối tác là khả năng bên bán bảo hiểm phá sản. Trong trường hợp nếu cả bên bán bảo hiểm tín dụng và bên tham chiếu cùng phá sản thì bên mua bảo hiểm chịu rủi ro kép (double default). Bên bán bảo hiểm chấp nhận rủi ro là khả năng bên mua bảo hiểm phá sản và không có khả năng trả khoản phí định kỳ.

Câu chuyện sẽ không chỉ dừng lại ở đó khi các ngân hàng vừa là bên mua vừa là bên bán bảo hiểm tín dụng. Điều này sẽ phổ biến vì các ngân hàng muốn bù trừ trạng thái rủi ro của họ. Rủi ro đối tác sẽ trở nên vô cùng phức tạp nếu như một ngân hàng A bán bảo hiểm tín dụng cho ngân hàng B, nhưng ngân hàng B sau đó bán một CDS giống hệt cho một ngân hàng khác nữa... Nếu vòng tròn này cứ tiếp tục sẽ tạo ra rủi ro tập trung tín dụng rất lớn. Khi đó sẽ vô cùng khó khăn để có thể xác định tổ chức nào là tổ chức cuối cùng chịu RRTD.

Trên thực tế, rủi ro đối tác đã vô cùng nghiêm trọng và khốc liệt trong năm 2008, một trong những nguyên nhân chính của khủng hoảng hệ

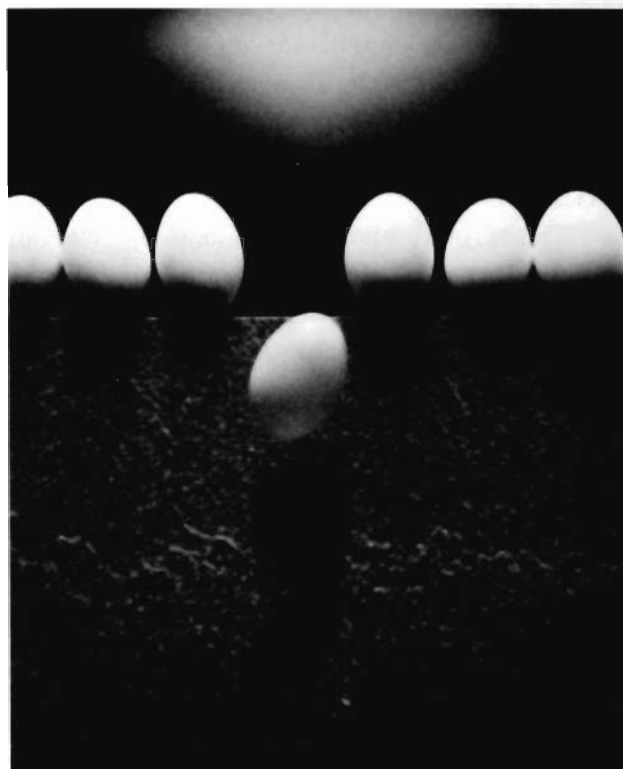
thống ngân hàng là sự sụp đổ của Lehman Brothers và AIG – hai đối tác lớn bán CDS cho các NĐT. Không cần tưởng tượng chúng ta cũng có thể cảm nhận sự hỗn loạn của thị trường khi các NĐT lo lắng không thu hồi được các khoản bảo hiểm RRTD do hai tập đoàn này cung cấp.

Không phải không có lý do mà Warren Buffett khi nói về những công cụ phái sinh như vậy là “những vũ khí tài chính có sức hủy diệt hàng loạt”. CDS là những hợp đồng đàm phán riêng lẻ trên thị trường phi tập trung OTC, chưa có sự điều chỉnh của chính phủ nên không hề có một cơ chế báo cáo chuẩn mực về vấn đề định giá. Mặc dù Hiệp hội công cụ hoán đổi và phái sinh quốc tế ISDA đã nỗ lực chuẩn hóa các hợp đồng phái sinh nhưng vẫn còn rất nhiều nhược điểm như cơ chế đảm bảo bên bán bảo hiểm tín dụng có tài sản thế chấp để thanh toán trong trường hợp tài sản tham chiếu sụt giảm giá trị? Định nghĩa về “sự kiện tín dụng” trong thỏa thuận CDS cũng là một vấn đề quan trọng, đặc biệt trong môi trường kinh tế mà nhiều doanh nghiệp phá sản, hàng loạt ngân hàng là bên mua bảo hiểm sẽ muốn thu hồi tiền bảo hiểm tín dụng từ phía đối tác. Điều này sẽ làm thị trường trầm trọng hơn và có thể xảy ra nhiều vụ kiện tụng, tranh chấp xoay quanh vấn đề định nghĩa sự kiện tín dụng.

Bán khống hay “short selling” trên thị trường CDS được chỉ tới hoạt động đầu cơ của những ngân hàng, nhà đầu tư mua bảo hiểm tín dụng cho một trái phiếu, hay một khoản nợ nào đó mà không thực sự sở hữu tài sản tham chiếu này. Trong điều kiện kinh tế phát triển bình thường, hoạt động đầu cơ này đem lại sự sôi động và là một kênh đầu tư của các định chế tài chính. Nhưng khi nền kinh tế suy thoái bất ổn, khả năng phá sản của các doanh nghiệp nhiều lên thì hoạt động bán khống trở thành một nguyên nhân gây ra sự sụp đổ rất nhiều ngân hàng và nguy hiểm hơn, nó gây ra sự sụt giảm niềm tin trên thị trường. Chính vì vậy các cơ quan quản lý tài chính của nhiều nước đã kiểm soát và thắt chặt hoạt động này.

Cần những quy định và thử nghiệm thận trọng ở thị trường Việt Nam

Bên cạnh những rủi ro tiềm ẩn, chúng ta không thể phủ nhận những mặt tích cực của công cụ phái sinh tín dụng này. CDS đã giúp các ngân hàng sử dụng vốn hiệu quả hơn và tạo nên một thị trường giao dịch, đầu tư sôi động. Biến động giá CDS giúp



cho chúng ta hiểu được kỳ vọng của thị trường cũng như đánh giá mức độ ổn định của thị trường...

Hoán đổi tín dụng CDS cũng như sản phẩm tương tự CLN (Credit Link Note) trong thời gian không xa có thể được phép thực hiện rộng rãi tại hệ thống ngân hàng Việt Nam. Vì vậy, việc nghiên cứu quy định quản lý hoạt động này là hết sức cần thiết. Từ những bài học của một số nước và những đổi mới gần đây của các nước quy định hoạt động CDS cũng như từ thực tế của hệ thống ngân hàng Việt Nam, tác giả mạn phép đề cập những vấn đề sau nếu như hệ thống ngân hàng Việt Nam được phép thử nghiệm công cụ này:

(1) Tiếp cận thận trọng, hạn chế đối tượng tham gia và đặc biệt mở rộng thận trọng danh mục tài sản tham chiếu hoặc bên tham chiếu trong thỏa thuận CDS từ đơn giản đến phức tạp. Bước đầu nên xuất phát từ trái phiếu chính phủ, những loại tài sản chất lượng cao.

(2) Chỉ thực hiện CDS khi bên mua bảo hiểm sở hữu tài sản tham chiếu. Chưa cho phép thực hiện giao dịch CDS mà bên mua bảo hiểm tín dụng không thực sự sở hữu tài sản tham chiếu.

(3) Chưa cho phép thực hiện việc bảo hiểm RRTD một phần (partial protection) mà phải bảo hiểm tín dụng toàn phần.

(4) Nên có giới hạn an toàn về tỷ lệ giá trị mua hoặc bán bảo hiểm RRTD trên vốn chủ sở

hữu ngăn chặn các trường hợp các TCTD sử dụng sai mục đích để làm "sạch" bảng cân đối hoặc tham gia quá mạo hiểm vào hoạt động này.

(5) Quy định về trích lập dự phòng đối với bên bán bảo hiểm và bên mua bảo hiểm tín dụng cho khoản tín dụng được bảo hiểm.

(6) Quy định về tài sản thế chấp hoặc trích lập dự phòng đối với rủi ro đối tác khi bên bán hoặc mua bảo hiểm tín dụng không thực hiện đầy đủ nghĩa vụ trong thỏa thuận.

(7) Bên mua bảo hiểm tín dụng không được phép có vốn đầu tư vào bên bán bảo hiểm tín dụng. Bản chất CDS là ngân hàng mua bảo hiểm tránh khỏi RRTD, nhưng nếu ngân hàng này lại có vốn đầu tư vào bên bán bảo hiểm tín dụng thì thực tế RRTD của tài sản được bảo hiểm vẫn nằm trên bảng cân đối tài sản của ngân hàng.

(8) Nghiên cứu các hợp đồng chuẩn hóa do Hiệp hội các công cụ hoán đổi và phái sinh ISDA đối với công cụ CDS để có thể áp dụng ở Việt Nam, đặc biệt định nghĩa và quy trình xử lý khi có sự kiện tín dụng và cơ chế định giá tài sản tham chiếu.

Trong tương lai không xa, các công cụ phái sinh sẽ dần được triển khai áp dụng trong hệ thống ngân hàng Việt Nam. Bên cạnh RRTD, rủi ro thị trường từ các giao dịch công cụ như CDS sẽ dần trở thành một loại rủi ro có phạm vi tác động rất lớn. Vì vậy rất cần có những nghiên cứu nghiêm túc để đưa ra những quy định hợp lý đảm bảo sự phát triển ổn định thị trường ngân hàng tài chính Việt Nam ■

Tài liệu tham khảo:

1. Dewey & LeBeauf (2008), *New regulation of Credit Default Swaps by the New York Insurance Department, New "Best Practices" for Financial Guaranty Insurers.*
2. Matthew Phillips (2008), *The Monster that Ate Wall Street, Newsweek.*
(<http://www.newsweek.com/id/161199>)
3. F. William Engdahl (2008), *Credit Default Swap the next crisis, James J. Pimplava Financial Sense.*
4. Kramer Levin (2008), *Credit Default Swap R.egulation Overview, Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP.*
5. Senior Supervisor Group (2009), *Observations on Management of Recent Credit Default Swap Credit Events*
6. CFA Institute (2008), *Derivatives and Alternative Investment, Boston: Pearson Custom Publishing*