

**ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ**

DOI: [https://doi.org/10.25140/2410-9576-2024-1\(28\)-329-338](https://doi.org/10.25140/2410-9576-2024-1(28)-329-338)

УДК 336.7

JEL Classification: E4; G1

**Оксана Михайлівна Грубляк**

кандидат економічних наук, доцент

Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича (Чернівці, Україна)

**E-mail:** [grubliakomo@gmail.com](mailto:grubliakomo@gmail.com). **ORCID:** <http://orcid.org/0000-0002-7198-9747>

**ResearcherID:** [S-2870-2016](https://orcid.org/S-2870-2016)

**Артур Віталійович Жаворонок**

кандидат економічних наук, доцент

Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича (Чернівці, Україна)

**E-mail:** [a.zhavoronok@chnu.edu.ua](mailto:a.zhavoronok@chnu.edu.ua). **ORCID:** <http://orcid.org/0000-0001-9274-8240>

**ResearcherID:** [M-7792-2019](https://orcid.org/M-7792-2019)

**МЕХАНІЗМ ФУНКЦІОНУВАННЯ КРЕДИТНО-ДЕФОЛТНОГО СВОПУ**

**Анотація.** Метою статті є визначення напрямів використання кредитно-дефолтного свопу для ефективного перерозподілу кредитного ризику. Кредитно-дефолтні свопи (CDS) є одним із найпоширеніших видів кредитних деривативів. У цій статті надається коротка історія ринку CDS та обговорюються його основні характеристики. Після опису базового механізму функціонування CDS представлено підхід до оцінки існуючих позицій CDS на ринку. Показано, що основними видами кредитно-дефолтних свопів є Single-name (іменний) CDS, Index (індексні) CDS, Non-index (інші неіндексні) CDS. Проаналізовано динаміку вартості кредитно-дефолтних свопів на глобальному фінансовому ринку. Кредитно-дефолтні свопи в поєднанні з фінансовими продуктами, забезпеченими активами активно торгувалися в роки, що передували світовій фінансовій кризі. Дослідження підкреслює, що глобальна фінансова криза 2008 року допомогла сформуванню поточної практики на ринку CDS.

**Ключові слова:** кредитні деривативи; кредитно-дефолтні свопи; кредитний ризик; базовий актив; оцінка CDS.

*Рис.:* 3. *Табл.:* 1. *Бібл.:* 17.

**Постановка проблеми.** Інвестування на кредитному ринку пов'язане з ризиками, включаючи ринковий, процентний, кредитний, інфляційний та ризик ліквідності. На вартість більшості кредитних інструментів та інвестиційних стратегій впливають зміни процентних ставок. Облігації та кредитні стратегії з довгими строками погашення здебільшого більш чутливі та волатильні, ніж ті, що мають короткі строки погашення; ціни на кредитні інструменти переважно падають зі зростанням процентних ставок на ринку, а ринкове середовище низьких процентних ставок збільшує цей ризик. Коливання кількості учасників кредит-

---

**ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ**

---

ного ринку також може впливати на коливання ліквідності ринку та підвищення волатильності цін. Інвестиції в кредитні інструменти можуть коштувати більше або менше початкової вартості при погашенні. З метою хеджування фінансових ризиків на кредитному ринку інвестори вдаються до укладання похідних фінансових інструментів і, зокрема, кредитно-дефолтних свопів (CDS).

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Шляхи мінімізації кредитних ризиків через укладання кредитно-дефолтних свопів досліджено в працях вчених, зокрема: F. Black [1], D. Duffie [2], M. Mayer [3], G. Morgenson [4], Я. Підвисоцького [5], О. Солодкої [6], M. Scholes [7] та інших.

Теоретично CDS підвищують ефективність фінансових ринків, забезпечують ефективний розподіл капіталу, зниження вартості залучення капіталу для бізнесу (Angelini [8]). CDS можуть бути корисними для всієї фінансової системи, оскільки вони хеджують ризики та підвищують ліквідність ринку (Partnoy and Skeel [9]).

Однак, фінансова криза, що вибухнула у 2008 році показала, що кредитно-дефолтні свопи (CDS) зробили значний внесок у глобальну фінансову кризу. CDS проклали шлях до глобальної фінансової кризи, поглиблюючи першопричини кризи та продовжуючи системну нестабільність (Juurikkala [10]).

Контракти CDS можуть викривляти типові відносини між боржником і кредитором через проблему «порожнього кредитора», коли кредитори зберігають усі права, пов'язані з кредитуванням, але стають незацікавленими в реалізації цих прав через наявність альтернативи, яку надає захист CDS (Narayanan R. та ін. [11]). Дослідження Subrahmanyam та ін. [12], Clark та ін. [13] показують, що у відносинах між боржником і кредитором, що використовують CDS, притаманні ризики виникнення проблеми «порожнього кредитора».

**Виділення недосліджених частин загальної проблеми.** Попри значну кількість наукових доробок, проблема особливостей функціонування кредитно-дефолтного свопу на сьогодні не вирішена. Природа кредитно-дефолтного свопу у механізмі перерозподілу кредитного ризику, адекватність моделей CDS потребують подальших досліджень, що зумовлює мету статті.

**Мета статті** – визначення напрямів використання кредитно-дефолтного свопу для ефективного перерозподілу кредитного ризику.

---

**ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ**

---

**Виклад основного матеріалу.** Кредитно-дефолтний своп (CDS) – це позабіржова угода між двома сторонами про передачу кредитного ризику за цінними паперами з фіксованою дохідністю; CDS є найбільш поширеним похідним кредитним інструментом.

Згідно із Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», кредитно-дефолтний своп – це «деривативний контракт, що укладається на організованому ринку або поза ним, за яким одна або кожна зі сторін зобов'язуються здійснювати іншій стороні періодичні або одноразові платежі залежно від платоспроможності передбаченої умовами такого контракту особи, яка є емітентом цінного папера або стороною деривативного контракту, або залежно від настання визначеної таким контрактом події» [14].

Кредитно-дефолтний своп (CDS) – це кредитний дериватив, який забезпечує захист покупця від можливого дефолту та допомагає керувати та передавати кредитний ризик. По суті, це контракт між двома сторонами, яких часто називають покупцем і продавцем кредитного захисту, де покупець сплачує премію продавцю в обмін на захист від дефолту за певним кредитним інструментом, таким як облігація або позика. Цей фінансовий інструмент набув популярності завдяки своїй здатності зменшувати кредитний ризик і різноманітному застосуванню в різних секторах економіки.

Спочатку CDS створювались для надання банкам засобів хеджування кредитних ризиків, потім CDS перетворилися на активний інструмент управління портфелем цінних паперів. Ефективність CDS, як і корпоративних облігацій, тісно пов'язана зі змінами кредитних спредів. Це робить їх ефективним інструментом хеджування та перейняття кредитних ризиків.

У загальних рисах CDS схожий на страховий контракт, що забезпечує покупцеві захист від певних ризиків. Найчастіше інвестори купують кредитно-дефолтні свопи для захисту від дефолту боржника, але ці гнучкі інструменти можуть бути використані багатьма способами для індивідуалізації впливу на кредитний ринок.

Контракти CDS можуть зменшити ризики при інвестуванні в облігації, передаючи певний ризик від однієї сторони до іншої без передачі базової облігації або іншого кредитного інструменту. До появи кредитно-дефолтних свопів не існувало інструменту для передачі ризику дефолту чи іншої кредитної події від одного інвестора до іншого.

**ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ**

У CDS одна сторона продає ризик, а контрагент купує цей ризик. Продавець кредитного ризику – який також переважно є власником базового кредитного інструменту – сплачує періодичну комісію покупцеві ризику. Натомість покупець ризику погоджується сплатити продавцю встановлену суму, якщо настане дефолт (кредитна подія) (рис. 1).



**Рис. 1. Механізм дії звичайного кредитно-дефолтного свопу**

*Джерело: складено авторами.*

CDS призначені для покриття багатьох ризиків, включаючи дефолти, банкрутства та зниження кредитного рейтингу позичальника.

CDS є таких типів: Single-name (іменний) CDS, Index (індексні) CDS, Non-index (інші неіндексні) CDS.

Іменний CDS – це контракт, який покриває боргові зобов'язання, випущені одним конкретним позичальником. Позичальник називається референтним учасником. Зобов'язання референта – це конкретний цінний папір з фіксованою дохідністю, випущений його позичальником, який є базовим інструментом, що покривається.

CDS виплачується у випадку:

- дефолту референтного суб'єкта або референтного зобов'язання;
- дефолту будь-якого іншого випуску, який має еквівалентний або вищий рейтинг.

**ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ**

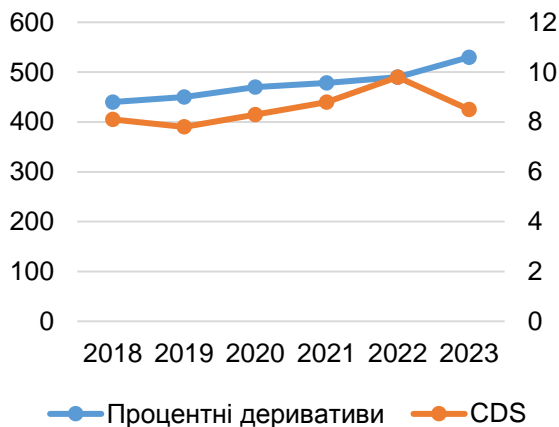
Сума, що виплачується за CDS, залежить від ринкової вартості найдешевшої облигації з таким самим рейтингом, як і у референтного зобов'язання.

Індексний CDS включає декілька базових активів, кожен з них має рівний захист, а загальна сума є сумою захисту за всіма базовими активами. Кредитна кореляція впливає на вартість індексного CDS. Чим вища кореляція дефолтів між кількома позичальниками, що входять до складу індексного CDS, тим вищий спред, а отже, тим дорожчим буде захист, і навпаки. Індексний CDS дозволяє інвесторам посідати позиції за кредитним ризиком групи позичальників.

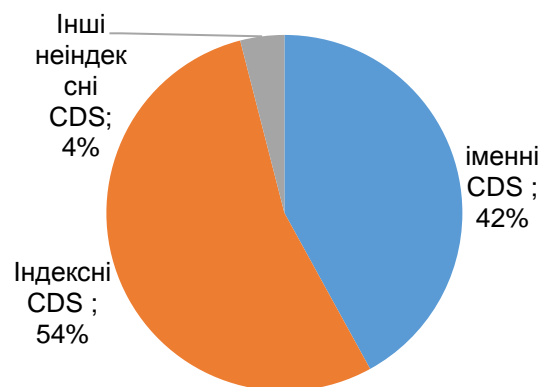
Інші неіндексні CDS передбачають комбінацію референтних суб'єктів. Однак він обмежує втрати до заздалегідь визначених рівнів.

За даними Банку міжнародних розрахунків [15], умовні суми заборгованості на глобальному ринку кредитно-дефолтних свопів на кінець 2023 року становила близько 8,5 трлн дол. (рис. 2).

У другій половині 2023 року номінальна вартість CDS на світовому ринку знизилася на 14 %, з 9,9 трлн дол. до 8,5 трлн дол. Рушійними факторами стали падіння позицій банків-дилерів, до яких належать переважно центральні банки, а також небанківські фінансові установи та банки, що не подають звітність. Із загальної умовної суми зобов'язань за CDS більша частина припадала на індексні CDS (рис. 3).



**Рис. 2. Обсяги випуску CDS за умовною сумою заборгованості, трлн дол.**  
Джерело: [15].



**Рис. 3. Структура CDS за типами**  
Джерело: [15].

**ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ**

Однак ринок кредитно-дефолтних свопів усе ще невеликий порівняно з глобальним ринком деривативів. Умовні суми заборгованості за кредитно-дефолтними свопами становили приблизно 1,5 % номінальних сум на світовому ринку деривативів наприкінці 2023 року [15].

Ринок CDS сьогодні, ймовірно, був би масштабнішим, якби не світова фінансова криза 2008 року. Основні фактори, що сприяли зменшенню обсягу непогашених умовних зобов'язань після кризи, включають насамперед підвищену невизначеність щодо регуляторного середовища, небажання ризикувати та більш широке використання взаємозаліків (Wooldridge [16]) і, особливо за останні кілька років, більшу залежність від центрального клірингу (Bartram S.M. та ін. [17]).

Кредитно-дефолтні свопи мають кілька переваг та недоліків для інвесторів та кредиторів (табл. 1).

Таблиця 1

**Переваги та недоліки CDS**

<b>Переваги CDS</b>	<b>Недоліки CDS</b>
Зниження ризику для кредиторів	Може викликати у кредиторів та інвесторів помилкове відчуття безпеки
Відсутність ризику базового активу	Торгується поза біржою
Продавці CDS можуть розподілити ризик	Продавець успадковує значний ризик
Створення можливості отримання прибутку	Часом може бути неліквідним
Учасник CDS може налаштувати основні його характеристики	Може бути надто складним для інвесторів-початківців

Важливим фактором для покупців захисту на ринку кредитно-дефолтних свопів є кредитоспроможність продавця захисту. Продавець захисту може сам збанкрутувати до або одночасно з банкрутством референтної компанії. Учасники ринку зазвичай використовують механізми підвищення кредитоспроможності (такі як надання застави) для пом'якшення впливу кредитного ризику контрагента на ціноутворення контрактів CDS. Однак, за відсутності цих механізмів, чим вища кредитоспроможність продавця захисту порівняно з іншими продавцями, тим більше він буде вимагати за захист, який він надає. Щодо свого контрагента з кредитно-дефолтного свопу покупець захисту наражається на два види ризику:



---

**ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ**

---

1) ризик «заміщення» або ризик того, що ціна страхування від дефолту референтного суб'єкта могла зрости до моменту укладення первинного дефолтного свопу;

2) однак найбільших втрат покупець захисту зазнає тоді, коли і продавець захисту, і референтний суб'єкт оголошують дефолт одночасно, а отже, важливою є оцінка ступеня кореляції дефолту між референтним суб'єктом і продавцем захисту.

Крім того, для CDS характерний контрагентський ризик – це ризик того, що інша сторона в контракті CDS не виконає своїх зобов'язань з інших причин, крім дефолту. У контексті CDS ризик контрагента виникає, оскільки ці контракти зазвичай торгуються поза біржою між двома сторонами без нагляду з боку централізованої біржі.

**Висновки і пропозиції.** Ринок CDS спочатку був сформований для того, щоб надати банкам засоби для передачі кредитних ризиків та вивільнення регулятивного капіталу. Сьогодні CDS стали двигуном, який рухає ринок кредитних інструментів. Зростання ринку CDS значною мірою зумовлене гнучкістю CDS як активного інструменту управління інвестиційним портфелем. Сьогодні ринок CDS складає понад 8 трлн дол. умовної суми заборгованості.

Потенційні переваги CDS включають: хеджування кредитного ризику; така інвестиція не потребує значних грошових витрат; більша ліквідність, ніж при інвестуванні в облігації, що є базовими активами.

Ефективність кредитно-дефолтних свопів, як і корпоративних облігацій, тісно пов'язана зі змінами кредитних спредів. Така кореляція робить їх ефективним інструментом портфельних менеджерів для хеджування або управління кредитними ризиками. Напрями, які потребують подальшого дослідження, стосуються вартості суверенних дефолтів та системного характеру кредитного ризику глобального фінансового ринку.

### **Список використаних джерел**

1. Black F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / F. Black, M. Scholes // Journal of Political Economy. – 1973. – № 81. – Pp. 637-659. DOI: 10.1086/260062.
2. Duffie D. Modeling Term Structures of Defaultable Bonds / D. Duffie, K. Singleton // Review of Financial Studies. – 1999. – № 12. – Pp. 687-720. DOI: 10.1093/rfs/12.4.687.

---

**ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ**

---

3. Mayer M. The Dangers of Derivatives / M. Mayer // The Wall Street Journal. – 1999. – May 20.
4. Morgenson G. It's time for Swap to Lose Their Swagger / G. Morgenson // The New York Times. – 2010. – February 28.
5. Підвисоцький Я. В. Застосування механізму кредитно-дефолтних свопів у реальній економіці / Я. В. Підвисоцький // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – № 5. – С. 232-239.
6. Солодка О. Кредитний дефолтний своп у механізмі перерозподілу кредитного ризику / О. Солодка // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2015. – № 2 (167). – С. 85-91.
7. Scholes M. Global Financial Markets, Derivative Securities, and Systemic Risks / M. Scholes // Journal of Risk and Uncertainty. – 1996. – № 12. – С. 271-286. DOI: 10.1007/BF00055798.
8. Angelini E. Credit Default Swaps (CDSs) and Systemic Risks / E. Angelini // Journal of Modern Accounting and Auditing. – 2012. – Vol. 8, № 6. – Pp. 880-890.
9. Partnoy F. The Promise and Perils of Credit Derivatives / F. Partnoy, D. Skeel // University of Cincinnati Law Review. – 2007. – Vol. 75, № 3. – Pp. 1023-1027.
10. Juurikkala O. Financial engineering meets legal alchemy: decoding the mystery of credit default swaps / O. Juurikkala // Fordham Journal of Corporate & Financial Law. – 2014. – Vol. 19, № 3. – P. 425.
11. How do firms respond to empty creditor holdout in distressed exchanges? [Electronic resource] / Narayanan R. et al. // Journal of Banking & Finance. – 2018. – Accessed mode: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426618301717>.
12. Credit default swaps, exacting creditors and corporate liquidity management / Subrahmanyam M. et al. // Journal of Banking & Finance. – 2018. – Vol. 94. – Pp. 251-266.
13. Bank loan renegotiation and credit default swaps / Clark B. et al. // Journal of Banking & Finance. – 2020.
14. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки [Електронний ресурс] : Закон України від 29.07.2023 № 3480-IV. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>.
15. Statistical release - OTC derivatives statistics at end-December 2023 [Electronic resource] / Bank for International Settlements. – 2024. – Accessed mode: [https://www.bis.org/publ/otc\\_hy2405.pdf](https://www.bis.org/publ/otc_hy2405.pdf).
16. Wooldridge P. FX and OTC Derivatives Markets through the Lens of the Triennial Survey / P. Wooldridge // BIS Quarterly Review December. – 2019.
17. Credit default swaps around the world / Bartram S.M. et al. // Rev. Financ. Stud. – 2022.

### References

1. Black, F., Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81, 637-659.



**ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ**

2. Duffie, D., Singleton, K. (1999). Modeling Term Structures of Defaultable Bonds. *Review of Financial Studies*, 12, 687-720.
3. Mayer, M. (1999). The Dangers of Derivatives. *The Wall Street Journal*, 20.
4. Morgenson, G. (February 28, 2010). It's time for Swap to Lose Their Swagger. *The New York Times*.
5. Podvysotskyi, Y.V. (2011). Zastosuvannia mekhanizmu kredytno-defolntnykh svopiv u realnii ekonomitsi [Application of the credit default swap mechanism in the real economy]. *Aktualni problemy ekonomiky – Current economic issues*, 5, 232-239.
6. Solodka, O. (2015). Kredytnyi defolntnyi svop u mekhanizmi pererozpodilu kredytnoho ryzyku [Credit Default Swap in the Mechanism of Credit Risk Redistribution]. *Visnyk Kyivskoho natsionalnoho universytetu imeni Tarasa Shevchenka – Bulletin of Taras Shevchenko Kyiv National University*, 2, 85-91.
7. Scholes, M. (1996). Global Financial Markets, Derivative Securities, and Systemic Risks. *Journal of Risk and Uncertainty*, 12, 271-286.
8. Angelini, E. (2012). Credit Default Swaps (CDSs) and Systemic Risks. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 8, 880-890.
9. Partnoy, F., Skeel, D. (2007). The Promise and Perils of Credit Derivatives. *University of Cincinnati Law Review*, 75(3), 1023-1027.
10. Juurikkala, O. (2014). Financial engineering meets legal alchemy: decoding the mystery of credit default swaps. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 19(3), 425.
11. Narayanan, R. et al. (2018). How do firms respond to empty creditor holdout in distressed exchanges? *Journal of Banking & Finance*. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426618301717>.
12. Subrahmanyam, M. et al. (2018). Credit default swaps, exacting creditors and corporate liquidity management. *Journal of Banking & Finance*, 94, 251-266.
13. Clark, B. et al. (2020). Bank loan renegotiation and credit default swaps. *Journal of Banking & Finance*.
14. Pro rynky kapitalu ta orhanizovani tovarni rynky [On capital markets and organized commodity markets], Law of Ukraine № 3480-IV (2023, July 29). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>.
15. Statistical release - OTC derivatives statistics at end-December 2023. (2024). Bank of International Settlements. [https://www.bis.org/publ/otc\\_hy2405.pdf](https://www.bis.org/publ/otc_hy2405.pdf).
16. Wooldridge, P. (2019). FX and OTC Derivatives Markets through the Lens of the Triennial Survey. *BIS Quarterly Review December*.
17. Bartram, S.M. et al. (2022). Credit default swaps around the world. *Rev. Financ. Stud.*

Отримано 19.02.2024

---

**ФІНАНСИ. БАНКІВСЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ**

---

UDC 336.7

JEL Classification: E4; G1

**Oksana Hrubliak**

PhD in Economics, Associate Professor

Yuriy Fedkovych Chernivtsi National University (Chernivtsi, Ukraine)

E-mail: [grubliakomo@gmail.com](mailto:grubliakomo@gmail.com). ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-7198-9747>ResearcherID: [S-2870-2016](https://orcid.org/0000-0002-7198-9747)**Artur Zhavoronok**

PhD in Economics, Associate Professor

Yuriy Fedkovych Chernivtsi National University (Chernivtsi, Ukraine)

E-mail: [a.zhavoronok@chnu.edu.ua](mailto:a.zhavoronok@chnu.edu.ua). ORCID: <http://orcid.org/0000-0001-9274-8240>ResearcherID: [M-7792-2019](https://orcid.org/0000-0001-9274-8240)**MECHANISM OF CREDIT DEFAULT SWAP FUNCTIONING**

**Abstract.** *The purpose of the article is to determine the ways in which credit default swaps can be used to effectively redistribute credit risk. Credit default swaps (CDS) are one of the most common types of credit derivatives. This article provides a brief history of the CDS market and discusses its main characteristics. After describing the basic mechanism of CDS functioning, an approach to assessing the existing credit default swaps positions in the market is presented. It is shown that the main types of credit default swaps are Single-name CDS, Index CDS, Non-index CDS. The dynamics of the cost of credit default swaps in the global financial market is analyzed. Credit default swaps, combined with asset-backed financial products, were actively traded in the years leading up to the global financial crisis. The study emphasizes that the global financial crisis of 2008 helped shape current practices in the credit default swaps market. Credit default swaps are intended for sophisticated investors. Credit default swaps are insurance contracts by their nature, although they operate outside the insurance market. The article summarizes the advantages and disadvantages of credit default swaps as derivative financial instruments. The main disadvantages of CDS are speculative nature and regulatory unregulated relations of securitization of debt assets. The advantages of using credit default swaps are the creation of profit opportunities and the customization of individual credit default swaps characteristics for each investor. It is found that holders of credit instruments hedged with credit default swaps (CDS) face incentives to refrain from "distressed exchanges" of debt, as CDS hedging changes their benefits in favor of bankruptcy. It also allows them to successfully reduce debt and avoid bankruptcy.*

**Keywords:** *credit derivatives; credit default swaps; credit risk; underlying asset; CDS valuation.*

Fig.: 3. Table: 1. References: 17.

**Бібліографічний опис для цитування:**

Грубляк О., Жаворонок А. Механізм функціонування кредитно-дефолтного СВОПу. Науковий вісник Полісся. 2024. № 1(28). С. 329-338.