



Что такое секьюритизация?

Андреас Джобст

КРИЗИС непервоклассных ипотек, начавшийся в 2007 году, принес дурную славу концепции секьюритизации, которая существует уже десятилетия. Секьюритизация представляет собой процесс, при котором некоторые виды активов объединяются в пул, с тем чтобы их можно было переоформить в виде процентных ценных бумаг. Выплаты процентов по активам и их основной суммы передаются покупателям ценных бумаг.

Началом секьюритизации стали 1970-е годы, когда организации, пользовавшиеся поддержкой правительства США, объединяли в пулы жилищные ипотечки. Начиная с 1980-х годов секьюритизации стали подвергаться другие активы, приносящие доходы; в последние годы этот рынок резко увеличился. На некоторых рынках, таких как рынок ценных бумаг, обеспеченных рискованными непервоклассными ипотечками в США, неожиданное ухудшение качества некоторых базовых активов подорвало доверие инвесторов. Однако масштабы и устойчивый характер последовавшего за этим кредитного кризиса, по-видимому, означают, что секьюритизация (наряду с некачественным первоначальным предоставлением кредита, неадекватными методами стоимостной оценки и недостаточным надзором со стороны органов регулирования) может нанести серьезный ущерб финансовой стабильности.

Растущее число финансовых организаций применяет секьюритизацию для передачи кредитного риска по активам, которые они первоначально создают, со своих балансов на балансы других финансовых организаций, таких как банки, страховые компании и хеджевые фонды. Они делают это по различным причинам. Часто благодаря секьюритизации мобилизация средств обходится дешевле, и тогда банкам было дешевле держать секьюритизированные активы, поскольку органы финансового регулирования применяли к ним другие стандарты, чем к активам, лежащим в их основе. В принципе, этот подход «оформления и продажи» приносил также общие экономические выгоды — благодаря распространению фактических кредитных рисков снижалась концентрация рисков и уменьшалась системная уязвимость.

До того как разразился кризис непервоклассных ипотек, воздействие секьюритизации представлялось в основном положительным и благотворным. Но некоторые порицали секьюритизацию за то, что она подрывала стимулы для организаторов выпуска обеспечивать минимальные стандарты осмотрительного кредитования, управления рисками и инвестирования в условиях, когда низкая доходность традиционных долговых инструментов, показатели дефолта ниже показателей прошлых периодов и изобилие инструментов хеджирования поощряли инвесторов к принятию большего риска для получения более высокой доходности. Многие ссуды не оставались на

балансах тех, кто провел секьюритизацию; вероятно, это побуждало организаторов выпуска сокращать проверки и мониторинг заемщиков, что, возможно вело к систематическому ухудшению стандартов кредитования и залогового обеспечения.

Процесс секьюритизации

В своей самой базовой форме процесс предусматривает два этапа (см. рисунок). На первом этапе компания с кредитами или другими активами, обеспечивающими доходы (первоначальный кредитор), определяет активы, которые она хочет снять со своего баланса, и объединяет их в пул, который называется индикативным портфелем. Затем она продает этот пул активов эмитенту, например, специального назначения (ССН), — структуре, которая создается, обычно финансовой организацией, специально для приобретения активов и реализации их забалансового статуса в юридических и бухгалтерских целях. На втором этапе эмитент финансирует приобретение пула активов за счет выпуска обращающихся процентных ценных бумаг, которые продаются инвесторам на рынке капитала. Инвесторы получают фиксированные платежи или платежи с плавающей ставкой с доверительного счета, финансируемого потоками денежных средств, обеспечиваемых индикативным портфелем. В большинстве случаев первоначальный кредитор обеспечивает обслуживание по кредитам в портфеле, получает платежи от первоначальных заемщиков и передает их (за вычетом платы за обслуживание) непосредственно ССН или доверенному лицу. По существу, секьюритизация представляет собой альтернативный и диверсифицированный источник финансирования на основе передачи кредитного риска (и, возможно, также процентного и валютного риска) от эмитентов к инвесторам.

В рамках позднее усовершенствованной схемы индикативный портфель делится на несколько частей, называемых траншами, каждый из которых имеет различный сопутствующий уровень риска и продается отдельно. Как прибыль от



инвестиций (выплаты основной части и процентов), так и убытки распределяются по различным траншам в зависимости от их старшинства. Например, наименее рискованный транш получает в первую очередь доходы от базовых активов, тогда как требования наиболее рискованного транша в отношении этого дохода удовлетворяются в последнюю очередь. Обычная структура секьюритизации предполагает наличие трех уровней — младший транш, средний и старший транши. Согласно этой структуре, ожидаемые убытки от портфеля концентрируются в младшем транше или первой убыточной позиции. Он обычно является самым мелким из траншей, но сопряжен с наибольшим фактическим кредитным риском и получает самый большой доход. Убытки от портфеля считаются маловероятными в старших траншах, которые являются очень чувствительными к изменениям качества базовых активов, поскольку инвесторы часто финансируют их приобретение за счет заимствования. Именно эта чувствительность была первоначальным источником проблем на рынке непервоклассных ипотек в прошлом году. Когда в самых рискованных траншах возникли проблемы с погашением, недоверие распространилось на держателей более старших траншей и породило панику среди инвесторов и уход к более безопасным активам, что привело к распродаже секьюритизированных долговых обязательств.

Секьюритизация первоначально применялась для финансирования таких простых, самопогашаемых активов, как ипотеки. Но любой вид активов со стабильным денежным потоком в принципе может быть преобразован в индикативный портфель, который обеспечивает секьюритизированные долговые обязательства. Ценные бумаги могут обеспечиваться не только ипотеками, но и корпоративными и суверенными ссудами, потребительским кредитом, финансированием по проектам, дебиторской задолженностью по лизингу/торговле и индивидуализированными кредитными соглашениями. Родовое название таких инструментов — ценные бумаги, обеспеченные активами, хотя операции по секьюритизации, обеспеченные ипотечными ссудами (жилищными или коммерческими), называются ценными бумагами, обеспеченными ипотекой. Одним из вариантов является обязательство, обеспеченное залогом, при котором применяется такая же технология структуризации, что и для бумаг, обеспеченных активами, но охватывает более широкий круг более разнообразных активов.

Привлекательность секьюритизации

Секьюритизация стала применяться как способ финансовых организаций и корпораций изыскивать новые источники финансирования — путем перевода активов со своих балансов или заимствования под эти активы для рефинансирования первоначального кредита по справедливой рыночной ставке. Она сокращала их расходы на заимствование и в случае банков снижала нормативные требования в отношении минимального размера капитала.

Например, предположим, что лизинговой компании было необходимо мобилизовать денежные средства. Согласно стандартным процедурам, компании потребовалось бы получить ссуду или продать облигации. Ее способность сделать это и соответствующие расходы будут зависеть от ее общего финансового состояния и кредитного рейтинга. Если она могла бы найти покупателей, она могла бы продать некоторые лизинговые контракты напрямую, фактически преобразовав будущий поток доходов в денежные средства. Трудность заключается в том, что для отдельных лизинговых контрактов вторичный рынок практически отсутствует. Но, объединив эти лизинговые контракты в пул, компания может мобилизовать денежные средства путем продажи этого пакета эмитенту, который, в свою очередь, преобразует пул лизинговых контрактов в обращающиеся ценные бумаги.

Кроме того, активы отделяются от баланса первоначального кредитора (и его кредитного рейтинга), что позволяет эмитентам мобилизовать средства для финансирования при-

обретения активов с меньшими издержками, чем это можно было бы на основе только прочности баланса первоначального кредитора. Например, компания с общим рейтингом «В» и активами с рейтингом «AAA» на своем балансе могла бы путем секьюритизации этих активов мобилизовать средства, используя рейтинг «AAA», а не «В». В отличие от традиционного долга секьюритизация не приводит к завышению обязательств компании. Она обеспечивает средства для будущих инвестиций без увеличения баланса.

Инвесторы получают выгоды, превышающие просто расширение диапазона активов для инвестиций, имеющих благодаря секьюритизации. Гибкость сделок секьюритизации также помогает эмитентам адаптировать параметры риска и доходности траншей к допустимому риску инвесторов. Например, пенсионным фондам и другим механизмам коллективных инвестиций необходимы разнообразные долгосрочные инвестиции с фиксированным доходом и высоким рейтингом, выходящие за пределы возможных предложений выпусков государственных долговых обязательств органами государственного управления. Если секьюритизированные долговые обязательства являются обращающимися, то инвесторы могут быстро скорректировать индивидуальные позиции по активам, чувствительным к кредитным рейтингам, в ответ на изменения в личной чувствительности к риску, настроениям участников рынка и потребительских предпочтений с низкими транзакционными издержками.

Иногда первоначальные кредиторы не продают ценные бумаги напрямую эмитенту (называется «секьюритизация с подлинной продажей»), а вместо этого продают только кредитный риск, связанный с активами, без передачи юридического права собственности («синтетическая секьюритизация»). Синтетическая секьюритизация помогает эмитентам выигрывать на разнице между ценами приобретенных (и часто неликвидных) активов и ценами, которые инвесторы готовы за них платить (если они диверсифицируются в рамках более крупного пула активов).

Рост секьюритизации

В последнее десятилетие ландшафт секьюритизации радикально изменился. Она больше не привязана к традиционным активам с конкретными условиями, такими как ипотеки, банковские займы или потребительские ссуды (называемые самопогашаемыми активами). Более совершенное моделирование и количественное определение риска, а также наличие большего объема данных побуждали эмитентов принимать во внимание более широкую категорию активов различных типов, достаточно назвать, в частности, кредиты владельцам жилья, дебиторскую задолженность по лизингу и кредиты малым предприятиям. Хотя большинство выпусков сосредоточено на зрелых рынках, секьюритизация также значительно расширяется в странах с формирующимся рынком, где крупные корпорации и банки с высоким рейтингом прибегают к секьюритизации для преобразования будущих денежных потоков от поступлений за экспорт на конвертируемую валюту или денежных переводов в текущие денежные средства.

В будущем секьюритизированные продукты, скорее всего, станут проще. После ряда лет эмитенты, не представлявшие практически никаких капитальных резервов для секьюритизированного долга с высоким рейтингом, скоро столкнутся с нормативно-правовыми изменениями, которые потребуют выделения большего капитала и более комплексной стоимостной оценки. Возрождение сделок секьюритизации и восстановление доверия инвесторов могут также потребовать от эмитентов сохранения заинтересованности в результатах секьюритизированных активов на каждом уровне старшинства, а не только младшего транша. ■

Андреас Джобст — экономист в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала.