

ОТНОШЕНИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ: РИСКОЛОГИЧЕСКИЙ ПОДХОД

SECURITIZATION RELATIONS: RISKOLOGICAL APPROACH

ПОСТАЛЮК Т.М., канд. экон. наук, доцент кафедры экономической теории Университета управления «ТИСБИ». Контакт. телефоны: моб. +7(987)-222-53-36; дом. +7(843) 236-62-69

E-mail: p_taras@mail.ru

POSTALYUK T.M., Candidate of Economic Sciences, docent, Economic Theory Chair, the University of Management «TISBI. Phone: mob. 7(987)-222-53-36; home +7(843)-236-62-69

E-mail: p_taras@mail.ru

Аннотация

В статье рассматриваются риски отношений секьюритизации в различных классификациях с подразделения на категории и группы, а так же системы защиты от рисков и механизмы их снижения.

Abstract

This paper discusses the risks of securitization relations in various classifications subdivided into categories and groups, as well as risk coverage systems and methods to reduce them.

***Ключевые слова:** отношения секьюритизации, инвестиции, финансовые ресурсы, участники отношений секьюритизации, риски отношений секьюритизации, пул активов, ипотечные кредиты, хозяйствующие субъекты, системы защиты от рисков, механизмы снижения рисков.*

***Keywords:** securitization relations, investments, financial resources, the participants of securitization relations, risks of securitization relations, pool of assets, mortgages, business entities, risk coverage, risk reduction methods.*

Главной целью проведения отношений секьюритизации, независимо от их вида, является привлечение инвестиционных финансовых ресурсов. Реализация отношений секьюритизации, как и проведение любых других финансовых операций, связаны с определенными рисками. Искусство проведения отношений секьюритизации позволяют уже на стадии структурирования сделки отказаться от общих рисков, присущих инициатору отношений секьюритизации. Правильное структурирование отношений секьюритизации позволяет распределить риски, присущие активам, между

участниками отношений таким образом, что каждый способен их грамотно воспринять, управлять и минимизировать.

Согласно классификации, предложенной Х.П. Бэрром, риски, присущие отношениям секьюритизации, можно подразделить на две основные категории: риски покрытия и риски отношений секьюритизации.

Риски покрытия включает те виды рисков, которые связаны непосредственно с финансируемым пулом активов. Среди них можно выделить: риск неисполнения – когда существует опасность, что должник по секьюритизированному требованию откажется или будет не в состоянии осуществить полный платеж или часть платежа; риск досрочного возврата или задержки платежей; риски реинвестирования и ликвидности; риски изменения процентных ставок и курсов валют.

Риски отношений секьюритизации – виды рисков, возникаемые по причине особой юридической сложности сделок, вовлеченности большого числа элементов и участвующих сторон. Риски отношений секьюритизации делятся на две подгруппы – риски структуры и потока платежей (риск неисполнения принятых обязательств) и правовые риски (риски изменения законодательства) [1, с. 212-214].

Основным недостатком классификации Х.П. Бера является отсутствие четко выделенных специфик, присущих для рисков, возникающих при осуществлении отношений секьюритизации, в классификации также отсутствует разделение на финансовые и юридические риски. Последнее имеет большое значение, так как юридические риски изменяются в зависимости от правовых особенностей той или иной страны.

Отечественные авторы избегают общей классификации рисков отношений секьюритизации, ограничиваясь описанием отдельных рисков, возникающих у основных участников при осуществлении отношений секьюритизации. Например, А.Селивановский описывает риски, которые несут инвесторы, приобретающие ипотечные ценные бумаги, и выделяет следующие их виды: риски корпоративного характера; риски, связанные с возможностью банкротства спецюрлица; риски, связанные с действительностью проданных активов, служащих обеспечением; риски, связанные с возможностью «увода» активов спецюрлица, предназначенных для обеспечения ценных бумаг.

Агентством по ипотечному кредитованию (АИЖК) разработана собственная классификация рисков, возникающих при приобретении ипотечных ценных бумаг, состоящая из пяти основных групп. Первую группу составляют отраслевые риски, включающие: кредитный риск, риск ликвидности и риск досрочного погашения, риск падения цен на рынке недвижимости. Вторую группу образуют страновые и региональные риски. К третьей группе относятся финансовые риски, которые включают валютный и риск процентных ставок. Четвертую группу составляют правовые риски. Риски, связанные с деятельностью эмитента, относятся к пятой группе. Следует отметить, что данная классификация рассматривает риски, возникающие при отношениях секьюритизации, только с позиций АИЖК.

Выделенные группы включают разные по основаниям виды рисков, например, в первую группу отнесен риск, связанный с деятельностью заемщиков (кредитный риск), и риск, возникающий при изменении конъюнктуры рынка (изменение цен на рынке недвижимости).

Учитывая недостатки рассмотренных классификаций, автором предлагается классификация рисков отношений секьюритизации банковских активов, основанная на использовании системного подхода. Согласно данному подходу классификация рисков должна строиться таким образом, который позволяет, с одной стороны, достаточно полно фиксировать их особенности и связи с объектом защиты, а с другой - допускать в соответствии с практическими потребностями возможность последующих разделений на элементы.

Для отражения специфических особенностей рисков отношений секьюритизации банковских активов в наиболее общей форме выделим четыре группы рисков: по уровню возникающих рисков; по механизму возникающих при проведении отношений секьюритизации рисков; по причастности к реализации рисков; по сфере происхождения рисков.

Первая группа рисков - по уровню возникающих рисков отношений секьюритизации - разделяется на три категории: стандартные, чрезвычайные и остаточные. Под стандартными рисками следует понимать риски неисполнения, рассчитанные на основе исторических данных о количестве не выполненных заемщиками обязательств. Обычно данные риски принимает originator (инициатор сделки), если им выкупаются младшие транши выпускаемых ипотечных ценных бумаг. Чрезвычайные риски при проведении отношений секьюритизации имеют место при наступлении неблагоприятных обстоятельств, когда происходит многократное превышение исторической частоты дефолтов. Данные риски принимают на себя обеспечители. И, наконец, к остаточным рискам, реализация которых маловероятна, следует отнести риски, многократно превышающие стандартные, и чрезвычайные. Их появление исключается путем использования большого количества мер кредитной поддержки и повышения надежности.

Ко второй группе рисков относятся риски отношений секьюритизации, различные по механизму своей реализации. В основе механизма реализации рисков лежат два элемента - действия и обстоятельства. Из рисков, связанных с действиями сторон, можно выделить, во-первых, риски, связанные с ненадлежащим исполнением обязательств; во-вторых, риски, связанные с неисполнением обязательств. Следует отметить, что два этих риска неисполнения и ненадлежащего исполнения тесно взаимосвязаны, так как ненадлежащее исполнение обязательств часто приводит к неисполнению обязательств или является признаком наступления такого риска.

В третьей группе по причастности к реализации рисков отношений секьюритизации активов можно выделить две подгруппы. Первая охватывает риски, связанные с основными участниками отношений секьюритизации: originatorом, ипотечным агентом; трасти; депозитарием ипотечного

покрытия, заемщиками. Второй подгруппой являются риски, связанные с обеспечителями; контрагентами по сделкам своп, обслуживающими компаниями, резервными обслуживающими компаниями.

Четвертую группу рисков отношений секьюритизации по сфере происхождения можно разделить на правовые и финансовые. Основанием для возникновения правовых рисков являются: плохо разработанное законодательство; противоречия, содержащиеся в законодательстве; отсутствие законодательных норм, регулирующих возникающие отношения. Так как отношения секьюритизации представляют очень сложную сделку, в процессе проведения которой заключается множество договоров и участвует большое количество сторон, следовательно, правовые риски оказывают наибольшее воздействие на успешное осуществление отношений секьюритизации. Меньшее воздействие на развитие отношений секьюритизации активов оказывают финансовые риски, к которым можно отнести: риск досрочного возврата; риск реинвестирования; риск ликвидности; процентный риск; риск снижения стоимости недвижимости.

Выстраивание системы защиты от рисков в рамках каждого конкретного отношения секьюритизации следует начинать с определения количества этих рисков. Для оценки предполагаемого количества рисков, присущих пулу отношений секьюритизации, составляется «эталонный» пул ипотечных кредитов, с которым и происходит сопоставление по рискам. Сведения об «эталонном» пуле формируются на основе анализа рынка ипотечного кредитования в целом. Собирается информация относительно типичных для такого рынка критериев андеррайтинга, размеров ипотечных кредитов, соотношения размеров основного долга по таким кредитам и стоимости обеспечивающей их недвижимости, о характерной для такого рынка частоте просрочек и дефолтов по ипотечным кредитам, сроках и стоимости обращения взыскания на обеспечение по ипотечным кредитам. На основе данных характеристик эталонного пула оценивают величину предполагаемых потерь с использованием коэффициентов СЧОВ и СВП. Первый коэффициент - средневзвешенная частота обращения взыскания - показывает выраженную в процентах долю кредитов в ипотечном покрытии, по которым возможен дефолт. Второй коэффициент показывает средневзвешенную величину потерь — среднюю величину потерь, которая ожидается в случае дефолта одного кредита после обращения взыскания на заложенное в его обеспечение недвижимое имущество. Произведение коэффициентов будет отражать ожидаемую величину потерь в данном пуле [3, с. 70].

На основе сопоставления данных с эталонным пулом ипотечных кредитов аналитики делают предположение относительно величины потерь в анализируемом ипотечном покрытии. Это предположение также описывается при помощи коэффициентов СЧОВ и СВП. Чем выше ожидаемый рейтинг ипотечных ценных бумаг, тем более пессимистичными будут предположения относительно ожидаемых потерь, так как выплаты по ипотечным ценным бумагам с высоким рейтингом должны производиться своевременно и в

полном объеме даже при тех сценариях, при которых по бумагам с меньшим рейтингом произошел бы дефолт [3, с. 70].

В целях регулирования рисков, возникающих при отношениях секьюритизации, вводятся различные количественные ограничения. Некоторые из них закрепляются законодательно. В Российской Федерации Законом «Об ипотечных ценных бумагах» установлено, что требования по обеспеченным ипотекой обязательствам могут входить в состав ипотечного покрытия только в случае, если основная сумма долга по обеспеченному ипотекой обязательству по каждому договору или закладной не превышает 70% определенной независимым оценщиком рыночной стоимости (денежной оценки) имущества, являющегося предметом ипотеки [4, п. 2 ст. 3]. Другие количественные ограничения не закреплены законодательно, но учитываются рейтинговыми агентствами при проведении оценки уровня рисков по пулу отношений секьюритизации.

Все риски, возникающие при проведении отношений секьюритизации, могут представлять угрозу регулярному перечислению денежных средств от должников к инвесторам. Поэтому для снижения рисков, возникающих при проведении отношений секьюритизации, используется множество способов кредитной поддержки. Они различаются по следующим критериям: по виду покрываемых рисков; по объему обеспечения (степени повышения надежности); по категории лиц, принимающих на себя риск.

По виду покрываемых рисков формы обеспечения могут быть разделены на повышение надежности ипотечных ценных бумаг и повышение денежной ликвидности. При этом с помощью механизмов повышения надежности компенсируются риски неплатежей, в то время как механизмы повышения ликвидности направлены на страхование рисков, связанных с задержкой выплат. Это различие не всегда единообразно проводится как на практике, так и в литературе, и обычно оба механизма в совокупности описываются термином «механизм повышения надежности». Объем обеспечения различается от сделки к сделке. Он зависит от поведения активов и уровня рейтинга, который хотел бы получить оригинатор. В целом объем необходимого дополнительного обеспечения рассчитывается исходя из частоты неплатежей по секьюритизируемым требованиям, размера убытков и временного графика. Объем дополнительного обеспечения находится в диапазоне от 5 до 100% номинальной стоимости активов. Это означает, что его может быть достаточно не только для частичного покрытия рисков, но даже для полного покрытия рисков. По категории лиц, принимающих на себя риск, можно выделить три схемы повышения надежности: меры, связанные со структурированием пула требований; предоставление обеспечения оригинатором или аффилированным с ним предприятием; привлечение сторонних лиц, предоставляющих дополнительное обеспечение. Три названных подхода, в свою очередь, можно разделить на прямые и косвенные или же на внешние и внутренние механизмы повышения надежности [1, с. 222-225].

Внешняя кредитная поддержка - это поддержка, обеспечиваемая сторонними организациями. Внешние способы повышения кредитного качества могут существовать в различных формах. Некоторые способы внешнего повышения кредитного качества можно обнаружить практически при всех отношениях секьюритизации. Например, страхование непрерывности процентных платежей ипотечных ценных бумаг - в случае дефолта по ипотечному кредиту из пула обеспечения ипотечных ценных бумаг, когда страховщик начинает вместо заемщика выплачивать процентную часть вплоть до реализации залога.

Итак, кредитная поддержка используется во всех транзакциях отношений секьюритизации, ее конкретные виды и размеры выбираются в зависимости от рисков данной транзакции, целей организатора отношений секьюритизации и требований рейтинговых агентств.

Посредством проведения отношений секьюритизации, с одной стороны, отделяются и переводятся в обрабатываемую форму риски, которые связаны с традиционным кредитованием, а с другой - в процессе осуществления отношений секьюритизации создаются новые риски. Основные виды рисков, возникающих при отношениях секьюритизации, можно разделить на четыре группы: по уровню риска, механизму реализации, по причастности к реализации и по сфере происхождения.

Все названные риски представляют опасность регулярному перечислению денежных средств от должников к инвесторам. В целях минимизации рисков, возникающих при отношениях секьюритизации, используют количественные ограничения, а также механизмы внешней и внутренней кредитной поддержки.

В настоящее время применяется комбинация внутренних и внешних способов повышения надежности. Иногда два механизма повышения надежности комбинируются таким образом, что создается новая форма обеспечения, обладающая уникальными характеристиками. В раннем периоде развития отношений секьюритизации в основном использовалась внешняя кредитная поддержка. Однако это было дорогое удовольствие, и это ставило кредитный рейтинг облигаций в зависимость от рисков, которым был подвержен провайдер кредитной поддержки. С развитием отношений секьюритизации все большая доля кредитной поддержки стала обеспечиваться методами внутренней поддержки.

Литература:

1. Бэр Х.П. Секьюритизация активов. - М.: Волтерс Клувер, 2006.
2. Селивановский А. Правовые риски ипотечного агента // Хозяйство и право. - 2005. - № 8-9.
3. Ясеновец И., Стругацкий И. Кредитный анализ ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. - 2004. - № 5(260). - С. 70.
4. Федеральный закон от 11.11.2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».
5. Рынок ценных бумаг / Под ред. Е.Ф. Жукова. – М.: ЮНИТИ, 2006.

6. Лакхбир Х. Рынки ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и активами. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
7. Лакхбир Х. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.
8. Посталюк М.П., Посталюк Т.М. Инновационные отношения и их риски в экономической системе. – Казань: КГУ, 2004. – 100 с.
9. Туктаров Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды // Рынок ценных бумаг. - 2005. - № 16.
10. Туктаров Ю. Секьюритизация закладных: вопросы действительной продажи (True Sale) // Рынок ценных бумаг. - 2006. - № 22(325). - С. 44-46.
11. Эрнст Я., Санникова Т. Качество обслуживания в транзакциях секьюритизации // Рынок ценных бумаг. - 2006. - № 17(320). - С. 38-40.

References:

1. Behr J.P. Securitization of assets. - Moscow: Wolters Kluwer, 2006.
2. Selivanovsky A. Legal risks of a mortgage agent // Economy and Law. - 2005. - № 8-9.
3. Yasenovets I., Strugatsky I. Credit analysis of mortgage-backed securities // Securities market. - 2004. - № 5 (260). - P. 70.
4. Federal Law dated 11.11.2003, № 152-FZ «On Mortgage Securities».
5. Securities market. Ed. Zhukov E.F. – М.: UNITY, 2006.
6. Lakhbir H. Markets for securities, ensured by mortgages and assets. – М.: Alpina Business Books, 2007.
7. Lakhbir H. backed securities and mortgage-backed assets. – М.: Alpina Business Books, 2008.
8. Postalyuk M.P., Postalyuk T.M. Innovative relationships and their risks in an economic system. - Kazan: Kazan State University, 2004. – 100 p.
9. Tuktarov Yu. Securitization and investment funds // Securities market. - 2005. - № 16.
10. Tuktarov Yu. Securitization of mortgages: Questions of true sale (True Sale) // Stock Market. - № 22 (325). – 2006. - P. 44-46.
11. Ernest J., Sannikova T. QoS in securitization transactions // Stock Market. - № 17 (320). - 2006. - P. 38-40.