

КРИТЕРИИ ПРИГОДНОСТИ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ

© 2010 О.А. Фисюн*

Ключевые слова: секьюритизация, финансовые активы, обеспечение, однородность активов, ценные бумаги, поток платежей, досрочное погашение.

Рассмотрены свойства финансовых активов, которые делают их пригодными для секьюритизации. Определен набор критериев, которые должны отразить все важнейшие характеристики секьюритизируемых активов.

В поисках ответа на вопрос о том, какие активы в принципе пригодны для секьюритизации, в литературе и на практике можно встретить много не вполне точных и очень общих соображений. Ниже приведены отдельные примечательные высказывания, почерпнутые из интервью или литературы.

“Вы можете секьюритизировать практически все”.

“Множество активов, которые могут быть подвергнуты секьюритизации, ограничено лишь воображением финансистов. Оно одно является ограничителем, и еще время, потому что вы не можете одновременно делать сто дел”.

“Любая дебиторская задолженность, которая порождает поток платежей, может быть секьюритизирована. До тех пор пока она генерирует поток платежей, она, по-видимому, может быть собрана в пул, упакована и предложена инвесторам”.

“Если это поток, секьюритизируйте его”.

“Теоретически все возможно в структурных финансах. Это лишь вопрос времени и денег. Ведь никакие две трансакции не идентичны. Мы должны иметь дело со всеми типами активов и структур, двигаясь постепенно”¹.

В сравнении с начальным периодом возникновения секьюритизации активов сегодня на рынке осуществляются такие сделки, которые ранее вообще считались невозможными. Если на заре использования секьюритизации активов краткосрочные требования, например, финансировались посредством выпуска краткосрочных ценных бумаг, то в последнее время возникли структуры, для которых срочность активов не играет большой роли и их поведение не является ограничивающим фактором. Благодаря примене-

нию таких специфических механизмов, как возобновляемое приобретение краткосрочных требований для покрытия долгосрочных займов или деривативы, сегодня стали возможны структуры, сложность которых, по-видимому, ограничена лишь человеческой изобретательностью.

Наблюдая за впечатляющими успехами секьюритизации активов в последние годы, в принципе, можно было бы прийти к выводу, что все виды активов, порождающие периодический поток платежей, пригодны и поддаются секьюритизации. Однако, руководствуясь соображениями практичности и экономической целесообразности, такое заключение следует признать чересчур оптимистичным. При любой сделке секьюритизации активов приходится иметь дело с компромиссом между ее осуществимостью и связанными с этим расходами. Этот вывод кажется, на первый взгляд, банальным, так как подобный компромисс свойственен любому предпринимательскому решению, в частности сделкам, связанным с привлечением финансирования. Однако при секьюритизации активов он приобретает особое значение в силу объема сделки, множества участвующих в ней сторон и огромного влияния секьюритизации активов на процесс принятия хозяйственных решений. Поэтому центральный вопрос звучит так: можно ли достичь поставленных предприятием целей, используя иные, менее затратные виды финансирования и может ли осуществление секьюритизации активов оправдать расходы выбранного структурирования? Окончательный ответ на данный вопрос, однако, может быть получен в результате анализа конкретной сделки с учетом всех ее деталей и параметров.

* Фисюн Олеся Андреевна, аспирант Самарского государственного экономического университета.
E-mail: olesia004@list.ru.

В рамках интервью руководителя одного из международных рейтинговых агентств указывалось на важность определения основных характеристик активов, пригодных к секьюритизации. Это позволяет, с одной стороны, конкретизировать положения, которые содержатся в литературе и носят самый общий характер, а с другой - разработать систему критериев осуществимости таких сделок. По его мнению, признаки пригодности активов следует подразделить на две категории:

- ◆ обязательные характеристики;
- ◆ желательные характеристики.

Первая группа признаков охватывает такие свойства, без которых осуществление секьюритизации активов в принципе невозможно с учетом действующего правового регулирования или существующих технических трудностей. Вторая группа, напротив, включает такие характеристики, отсутствие которых хоть и не препятствует осуществлению секьюритизации, однако сильно усложняет проведение сделки и существенно удорожает финансирование.

Приведенная на рисунке схема отображает набор критериев, позволяющих оценить финансовые активы с точки зрения их пригодности для секьюритизации активов. Из нее видно, что к секьюритизируемым активам предъявляются высокие требования. Правда, очередность следования характеристик до некоторой степени произвольна, и предложенная последовательность, соответственно, не отражает их важности во всех возможных случаях.

Для того чтобы теоретически стало возможным структурировать секьюритизацию активов, необходимо положительно ответить на поставленные в разд. 1 вопросы. При положительном ответе на поставленные в разд. 2 вопросы вероятность признания активов пригодными для секьюритизации заметно увеличивается. При каждом негативном ответе возрастает, во-первых, уровень сложности структурирования и, во-вторых, связанные с ним расходы.

В литературе помимо указанных, полученных в результате интервью оценочных характеристик, часто устанавливаются еще два дополнительных требования. Так, некоторые авторы в качестве условия выдвигают минимальную срочность требований, составляю-

щую не менее одного года, а также полную амортизацию кредитных требований до момента погашения ценных бумаг. Эти качества, однако, появились относительно недавно и при рассмотрении структурных решений в целом признаваемых инвесторами, ими можно пренебречь.

1. Вычисляемость и прогнозируемость будущего потока платежей. Достичь разумного соответствия входящего и исходящего потоков платежей по срокам и объемам возможно, если активы генерируют поток платежей с известной регулярностью, и к тому же он хорошо прогнозируем и поддается оценке. В зависимости от вида активов названные качества либо присущи активам изначально, либо должны быть специальным образом сконструированы путем адекватного выбора структуры сделки. Чтобы согласовать порождаемые финансовыми активами потоки платежей с осуществляемыми инвесторам выплатами процентов и суммы основного долга по ценным бумагам, в случае активов, не имеющих процентных платежей, необходимо искусственно создавать соответствующий поток платежей. В случае требований, не имеющих явной процентной составляющей, процентная компонента обычно моделируется посредством надлежащего структурирования и дисконтирования при покупке финансовых активов.

В дополнение к проблемам, возникающим при различии форм платежных потоков, существует сложность согласования их срочности. На практике в этом случае подлежащие погашению ABS конвертируют в новые выпуски ценных бумаг или искусственно удлиняют средний срок жизни секьюритизируемых активов посредством возобновляемой (револьверной) покупки все новых требований. Для того чтобы можно было сохранить качество и долговую структуру пула при возобновляемой покупке активов, необходимо, чтобы вновь приобретаемые активы удовлетворяли строгим критериям отбора, заранее предусмотренным в договоре (Eligibility Criteria). За поддержанием стандарта качества постоянно наблюдает рейтинговое агентство.

Помимо вычисляемости потока платежей другой необходимой характеристикой является его оцениваемость и прогнозируемость.

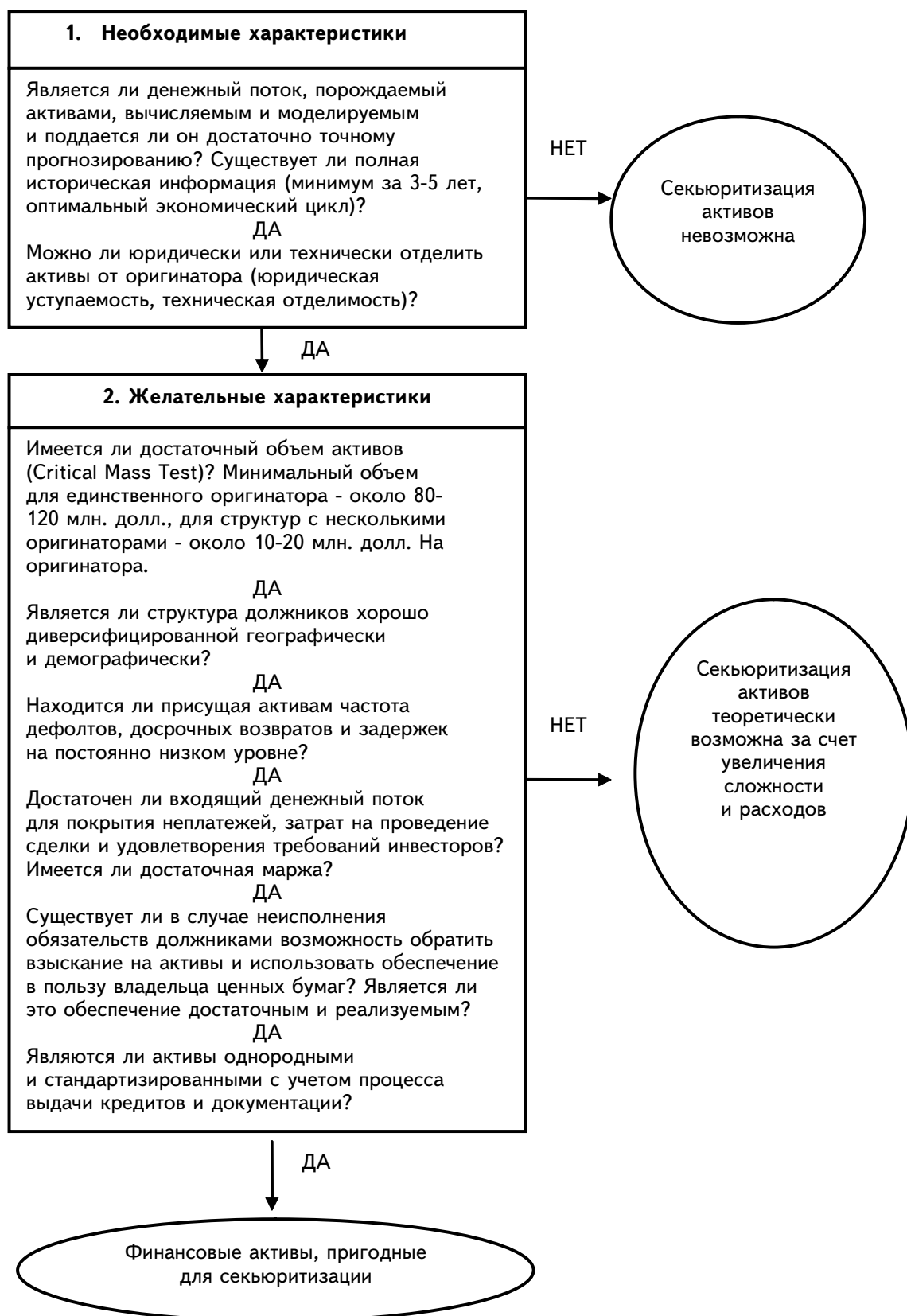


Рис. Алгоритм изучения активов на предмет пригодности для секьюритизации

Первым шагом и основой прогноза будущего потока платежей является точное знание исторического поведения активов. Сделать окончательные выводы и проанализировать

поведение активов можно с учетом их поведения в прошлом: если originator неспособен предоставить достоверную статистику для своего пула активов хотя бы за три после-

дних года, то трудно рассчитывать на успешное проведение секьюритизации.

Основываясь на анализе исторических данных, на следующем шаге получают статистические показатели посредством проигрывания (симулирования) различных сценариев. Тем самым удастся выявить главные факторы влияния, локализовать проблемные области и оценить степень воздействия определенных обстоятельств на поведение активов. При соединении исторических данных и смоделированного поведения активов, в конечном счете, используя статистические методы, можно сделать прогноз будущего потока платежей. Эти модели основываются на характере поведения активов и обеспечения в прошлом и нацелены на то, чтобы спрогнозировать будущую динамику важнейших показателей. Причем указанные методы исходят из предположения, что историческая частота дефолтов и неисполнения по суммам и срокам будет сохраняться в будущем.

Знание исторических характеристик активов, а также получаемый отсюда прогноз потока платежей имеет чрезвычайно большое значение для всех сторон сделки. Помимо originатора результаты такого анализа представляют интерес и для рейтинговых агентств, обеспечителя (Credit Enhancers), инвестиционных банков и, конечно, инвесторов. Originator, имея представление о будущем входящем денежном потоке, способен подобрать соответствующую структуру финансирования или, используя подходящий механизм структурирования, преобразовать поток платежей так, чтобы выплаты инвесторам осуществлялись оптимальным образом. Кроме того, знание будущих платежных потоков необходимо обеспечителю (Credit Enhancers) и рейтинговым агентствам для определения вида и размера дополнительного обеспечения, а также для присвоения рейтинга. Здесь уместно привести следующее утверждение: "Если риск предсказуем, то от него можно застраховаться (хеджироваться)".

2. Юридическая уступаемость активов и технические возможности их отделения. Уступка требования часто оказывается невозможной на практике в силу запрета, предусмотренного соглашением должника и кредитора, или же по причине наличия соответствующего условия в других кредитных

договорах. В принципе, уступка допустима лишь в том случае, если она не запрещена законом, договором между должником и кредитором или если она не поставлена в зависимость от наличия согласия должника. К тому же необходимо учитывать разнообразные требования, запрещающие разглашение информации. Любая уступка активов автоматически приводит к передаче информации о кредите третьим лицам, что при определенных условиях могло бы привести к нарушению положений закона о защите информации и норм, регулирующих режим банковской тайны. Уступка лишь тогда будет иметь законную силу, когда секьюритизируемые активы свободны от обременений или иных притязаний со стороны третьих лиц.

Для того чтобы обойти проблему уступки, в последние годы многие originаторы начали включать в кредитные договоры условие о допустимости уступки, которое оставляет им возможность для будущего проведения секьюритизации активов.

Помимо формального права на уступку активов важное значение имеет техническая возможность отделения секьюритизируемых финансовых активов от остального портфеля originатора. Если уступаемые требования будут перемешиваться с теми активами, которые остаются у originатора, то создается опасность, что в случае возникновения проблем значительно усложнится выяснение юридической принадлежности денежных средств и будет затруднено немедленное изъятие уступленных активов. Это может привести к нежелательным задержкам выплат по ценным бумагам. Отделение и последующее раздельное управление требованиями, составляющими пул активов, опираются на соответствующим образом проработанные решения в области информационных технологий. Секьюритизируемые активы должны быть распознаваемы в общем портфеле originатора. На профессиональном жаргоне это обозначают термином "маркирование" (Flagging), так как на компьютерной распечатке они специально помечаются. Кроме того, денежные средства со счетов originатора должны автоматически перечисляться на различные трансфер-счета и дисбурсментские счета.

На практике камнем преткновения для потенциальных originаторов помимо юриди-

ческих аспектов очень часто оказываются также организационные и технические проблемы. Расходы, связанные с внедрением информационно-технологических решений соответствующего уровня, во многих случаях оказываются чрезвычайно высокими и, на первый взгляд, ставят под вопрос осуществление секьюритизации активов.

3. Минимально необходимый объем сделки (Critical Mass Test). Как уже неоднократно указывалось ранее, при секьюритизации активов речь обычно идет об очень больших объемах финансирования. Условие значительного объема сделки объясняется высокими операционными издержками (Up-Front Costs) и расходами на текущее управление и наблюдение. Для того чтобы покрыть эти расходы, необходима “экономия на масштабе”.

4. Демографическая и географическая структура долга. Высокая концентрация должников в отдельных секторах экономики или большая доля выделенных должников в пуле активов может негативно сказываться на частоте дефолтов. При такой концентрации вероятность невозврата кредитов и общий риск портфеля могут заметно вырасти в результате внешних воздействий, например изменения конъюнктуры, землетрясений или безработицы.

Современная теория портфельного управления приходит к выводу, что общий риск портфеля может быть частично уменьшен за счет диверсификации². Для снижения рисков пул активов должен состоять - в идеальном случае - из требований к должникам, представляющих различные регионы и сектора экономики, а для избежания риска концентрации включать максимально возможное число должников. Это условие выполняется для требований банков и финансовых компаний к своим клиентам, которые географически и демографически равномерно распределены, а также для требований нефинансовых организаций из договоров поставки и оказания услуг в отношении предприятий-потребителей. Суммарная доля требований к отдельным должникам не должна превышать некоторого заранее определенного процента от общего объема пула активов. Одновременное исполнение всех названных требований свидетельствует об идеальных характе-

ристиках пула, что не всегда происходит на практике. В действительности часто приходится иметь дело с недостаточно диверсифицированным пулом. Это видно на примере секьюритизации прав требований в отношении единственного должника, когда секьюритизируется единичный кредит, выданный некоторому предприятию. Такой способ “переупаковки кредита”, используемый чаще всего в целях арбитража, по оценке экспертов, имеет хорошие рыночные перспективы.

5. Низкая частота дефолтов, досрочного возврата и неплатежей. Чем выше качество уступаемых требований и, соответственно, надежность структуры, тем проще и дешевле проведение секьюритизации активов. Чаще всего такой первоклассной надежности добиваются, используя в качестве покрытия ABS кредиты, обеспеченные залогом недвижимости (ипотекой)³. Однако требования, которым присуща высокая частота неисполнения и неопределенность будущего потока платежей, а priori не исключают возможность проведения секьюритизации. В случае если задействованы адекватные механизмы снижения кредитных рисков, вполне допустимо секьюритизировать непервоклассные требования.

В общем, можно с уверенностью сказать, что чем выше неопределенность, связанная с отдельными требованиями, тем сложнее и затратнее будет структура сделки. Несвоевременно поступающие платежи (задержки) являются причиной расходов на преодоление проблем с ликвидностью путем включения в сделку механизмов повышения ликвидности (Liquidity Enhancement). При нерегулярном потоке платежей оригинатор и трасти поставлены перед необходимостью осуществлять управление потоком платежей (реинвестирование), чтобы добиться его трансформации. Досрочные возвраты (Prepayments) вызывают значительные сложности с точки зрения оценки рисков и стоимости ценных бумаг. Это удорожает транзакцию, поскольку инвесторы при принятии на себя рисков досрочного возврата требуют за это дополнительного вознаграждения. Очевидно, что расходы, связанные с осуществлением сделки, будут тем ниже, чем ниже частота неисполнения по отдельным требованиям (Default Rate). Основное правило сводится к тому, и

это уже обсуждалось ранее, что для секьюритизации преимущественно пригодны высококачественные активы.

6. Превышение входящего потока платежей над исходящим потоком платежей.

Другой важной характеристикой активов является наличие достаточно большого спреда между процентными платежами должников (Cash In-Flows) и купонными выплатами по ценным бумагам (Cash Out-Flows)⁴. В идеальном случае эта процентная разница должна быть такой, чтобы помимо удовлетворения требований инвесторов предоставить в распоряжение оригинатора маржу, достаточную для покрытия неплатежей и всех транзакционных расходов. К тому же к выплатам инвесторам следует прибавить затраты на оплату услуг обслуживающей компании (Servicer), расходы на юридических консультантов, вознаграждение обеспечителю (Credit Enhancer) и рейтинговым агентствам.

7. Изъятие активов и возможности использования обеспечения. Для того чтобы защитить инвесторов при реализации прав из обеспечения требований, изъятие активов гарантируется посредством так называемой обеспечительной (фидуциарной) уступки. Благодаря такой уступке, осуществляемой в целях обеспечения исполнения обязательств перед инвесторами, все правомочия (права собственности) в отношении имущества передаются третьей стороне, которая в свою очередь вправе распоряжаться им лишь при наступлении определенных обстоятельств.

В целом, права требования можно подразделить на обеспеченные и необеспеченные. Если уступаются обеспеченные права требования, такие как требования по ипотечным кредитам, по автомобильным кредитам (предусматривающим залог транспортного средства) или требования по договорам лизинга, то у инвесторов возникает некоторый риск, связанный с невозможностью использовать обеспечение, который не стоит недооценивать, несмотря на встроенные механизмы повышения надежности ценных бумаг. В случае, когда дело доходит до ликвидации обеспечения, инвесторам всегда должна быть предоставлена возможность оценить его справедливым образом и использовать выделенные средства для удовлетворения своих требований. Уровень данного риска изме-

няется остаточной стоимостью активов (обеспечения), а также зависит от срока, который может потребоваться для их реализации. Инвесторы оказываются в невыгодном положении, если они получают залог, который - в наихудшем случае - вообще не могут использовать или, реализовав его, смогут вернуть свои деньги лишь после длительной процедуры обращения взыскания, требующей определенных расходов. Помимо этого, с самого начала остается неясным, возможно ли вообще в сложившихся рыночных условиях получить ожидаемую остаточную стоимость путем реализации обеспечения. В том, что она при определенных обстоятельствах может оказаться ниже, чем ожидалось, в недавнем прошлом убедились многие компании, пострадавшие от разразившегося мирового кризиса рынка недвижимости. В результате предметы залога потеряли значительную часть своей первоначальной стоимости и реализовывались по более низкой рыночной цене, чем предполагалось при заключении договора ипотеки. Кроме того, срок, необходимый для получения средств при ликвидации залога, а также их размер может привести к значительным проблемам с ликвидностью. В целях снижения данного риска, как правило, используются права требования, обладающие высоким кредитным качеством и имеющие легко реализуемое обеспечение, в противном случае в сделку встраиваются элементы дополнительного обеспечения.

8. Стандартизация и однородность активов. Другим ограничителем при проведении сделок может стать отсутствие стандартной документации на права требования (поступления). Недостаточная стандартизация кредитной документации существенно осложняет проведение сделки. В частности, по причине различия договоров, предусматривающих разные условия платежа, в пуле может возникнуть неравномерность платежей, которая либо непосредственно увеличивает затраты на привлечение финансирования, поскольку инвесторы, принимая дополнительные риски, потребуют за это премии, либо косвенно повысит расходы, потому что делает необходимым включение дополнительных механизмов повышения надежности ценных бумаг (Credit Enhancement), которые компенсируют указанные неравномерности и свя-

занные с ними риски. Создание потока платежей с единообразными и предсказуемыми характеристиками требует к тому же известной степени однородности активов. Она может быть достигнута самым простым способом, если речь идет об однородных требованиях. Например, трудно себе представить смешение в одном пуле ипотечных требований и поступлений по кредитным картам по причине различия их срочности и платежных характеристик.

9. Итоговая оценка пригодности финансовых активов. К финансовым активам, которые планируется использовать для проведения секьюритизации, предъявляются очень высокие требования. Хотя теоретически почти любые активы могут быть секьюритизированы, с практической точки зрения отдельные категории активов не слишком подходят для этих целей.

Завершая рассмотрение характеристик активов, пригодных для секьюритизации, следует сказать, что всякий актив, который юридически и технически может быть уступлен и

при этом генерирует достаточно хорошо прогнозируемый поток платежей, может быть использован в качестве покрытия (обеспечения) (Collateral). Однако, принимая во внимание сложность структурирования и экономические соображения, чаще всего используются активы, которые:

- ◆ являются однородными, стандартизированными, оцениваемыми и обращающимися на рынке;
- ◆ имеются в объемах, превышающих “критическую массу”;
- ◆ отличаются высоким кредитным качеством, в идеальном случае, и, соответственно, низким риском неплатежа.

¹ Цит. по: *Smallman J., Selby M. Asset-Backed-Securitisation. 1990; Best S. What Asset Types Can Be Securitised - Aircraft To Zeppelins? 1994.*

² *Балабанов И. Т. Риск-менеджмент. М., 1996.*

³ Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ. М. ; СПб., 2007.

⁴ *Четыркин Е. М. Финансовый анализ производственных инвестиций. М., 1998.*

Поступила в редакцию 02.12.2009 г.