

## СИНТЕТИЧЕСКАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ И ЕЕ РАЗЛИЧНЫЕ ПРОЯВЛЕНИЯ

© 2010 А.В. Рожков\*

**Ключевые слова:** синтетическая секьюритизация, референсный портфель, пул активов, структура сделки, синтетическая структура, кредитный дефолтный своп, кредитная защита, транш, субординация, усиление кредита.

Рассматривается один из типов секьюритизации, синтетический. Не останавливаясь на базовых структурах и понятиях, автор представляет наиболее интересные структуры синтетической секьюритизации.

**Синтетическая секьюритизация.** Понятие “секьюритизация” трактуется многими авторами индивидуально, но сохраняя основную сущность определения. Так, Камерон<sup>1</sup> определяет секьюритизацию как процесс структурирования и выпуска долговых ценных бумаг или облигаций, выплаты процентов и номинала по которым привязаны к денежному потоку, генерируемому отдельным пулом активов. В последнее время под термином “секьюритизация” в узком смысле стали понимать инновационную форму финансирования<sup>2</sup>. В трудах Дэвидсона и Вольфа “секьюритизация” определена как процесс формирования пулов финансовых обязательств и придания им формы, позволяющей финансовым активам свободно обращаться среди множества инвесторов<sup>3</sup>. Международная организация IFC трактует “секьюритизацию” как финансирование или рефинансирование активов, генерирующих денежный поток, посредством “упаковки” их в торгуемые, ликвидные формы ценных бумаг<sup>4</sup>. Из множества определений секьюритизации можно выделить основные аспекты, что и будет давать полное, исчерпывающее определение. Так, “секьюритизация” - это процесс структурирования ценных бумаг, обращающихся среди инвесторов разного класса, обеспеченных денежными потоками, возникающими по текущим или будущим финансовым обязательствам и способствующих привлечению финансирования и/или снижению кредитного риска.

Синтетическая секьюритизация представляет собой процесс искусственного секьюритизирования пула долговых обязательств, без передачи базовых кредитов с баланса.

Синтетическая секьюритизация объединяет в себе достоинства как кредитных деривативов так и традиционной секьюритизации<sup>5</sup>. Синтетическая секьюритизация преодолевает недостатки традиционной структуры сделки путем комбинирования кредитных деривативов с синтетической структурой. Это означает, что Оригинатор сохраняет пул секьюритизированных активов у себя на балансе и передает кредитный риск инвесторам, используя структуру традиционной секьюритизации. Для банков, отслеживающих уровень регулятивного капитала и применяющих риск-менеджмент, но не интересующихся реальной продажей активов со своего баланса, синтетическая структура может представлять больший интерес. Трудно выделить унифицированную структуру сделки синтетической секьюритизации. Некоторые синтетические структуры могут использовать SPV, некоторые - не используют. В данной статье хотелось бы уделить внимание структуре без использования SPV.

На практике многие структуры используют сочетание CLN<sup>6</sup> и CDS<sup>7</sup>, но не используют специально созданное юридическое лицо. Банк-эмитент облигаций (нот) и Оригинатор по сделке являются одним и тем же лицом. Другими словами, функции оригинатора отражаются в активной части баланса Банка, а функции эмитента нот - в пассивной. Оригинатор объединяет пул активов, которые в дальнейшем синтетически секьюритизируются эмитентом частично путем выпуска CLN. Между референсным портфелем и CLN образуется кредитная связь. Для передачи остаточной части кредитного риска базисного портфеля, эмитент покупает CDS защиту. Как ре-

\* Рожков Антон Владимирович, аспирант Высшей школы экономики, г. Москва. E-mail: a.rozhkov@consultant.com.

зультат, весь объем кредитного риска передается на рынок капиталов путем использования CLN и CDS. При этом только CLN являются фондированным инструментом секьюритизации. CLN сравнимы со структурой CDO, когда выпускаются ноты различного уровня старшинства с разным уровнем риска. Транши также подлежат рейтингованию. Эмитент обычно использует структуру “кредитного усиления”, для получения более высокого рейтинга каждому траншу. Одна из наиболее общих структур усиления кредита предполагает покупку высоконадежных облигаций на часть средств, полученных от выпуска CLN, и использование их в качестве обеспечения по наиболее старшему траншу. Другим вариантом усиления кредита служит субординация, а именно: отнесение убытков на младший транш с поступательным их распределением на более старшие транши.

В целом, выделяют внутреннюю и внешнюю структуру усиления кредита. К внутренней структуре усиления кредита можно отнести:

- ◆ Спрэд доходности. Процентные платежи, осуществляемые по кредитам, как правило, превышают выплаты по нотам в пользу инвесторов. Разница в двух ставках, которая обычно возвращается оригинатору, уплачивается на счет, средства с которого могут быть использованы в случае дефолта по кредиту или появления проблем с ликвидностью.

- ◆ Субординация, описанная выше.

- ◆ Избыточное обеспечение. Номинальный объем референсных активов превышает объем выпускаемых нот, что влечет за собой большее поступление денежного потока в сравнении с необходимыми выплатами. Таким образом, создается подушка ликвидности, используемая как дополнительное обеспечение по сделке.

Внешняя структура усиления кредита включает в себя:

- ◆ Гарантии. Традиционно, банк или страховая компания могут гарантировать возврат определенной суммы активов, подлежащих секьюритизации.

- ◆ Счет денежного обеспечения. Счет открывается путем предоставления кредита, обычно оригинатором. Средства со счета могут быть использованы в случае возникновения финансовых трудностей.

- ◆ Аккредитив. Высоконадежный банк берет на себя обязательство выплатить определенную сумму денег, в случае наступления определенного события.

- ◆ Соглашения своп. Могут использоваться для снижения валютного риска и изменения базы процентной ставки (к примеру, с фиксированной на плавающую).

На рис. 1 представлена структура синтетической секьюритизации без использования SPV.

Синтетическая структура секьюритизации несет в себе определенные преимущества для

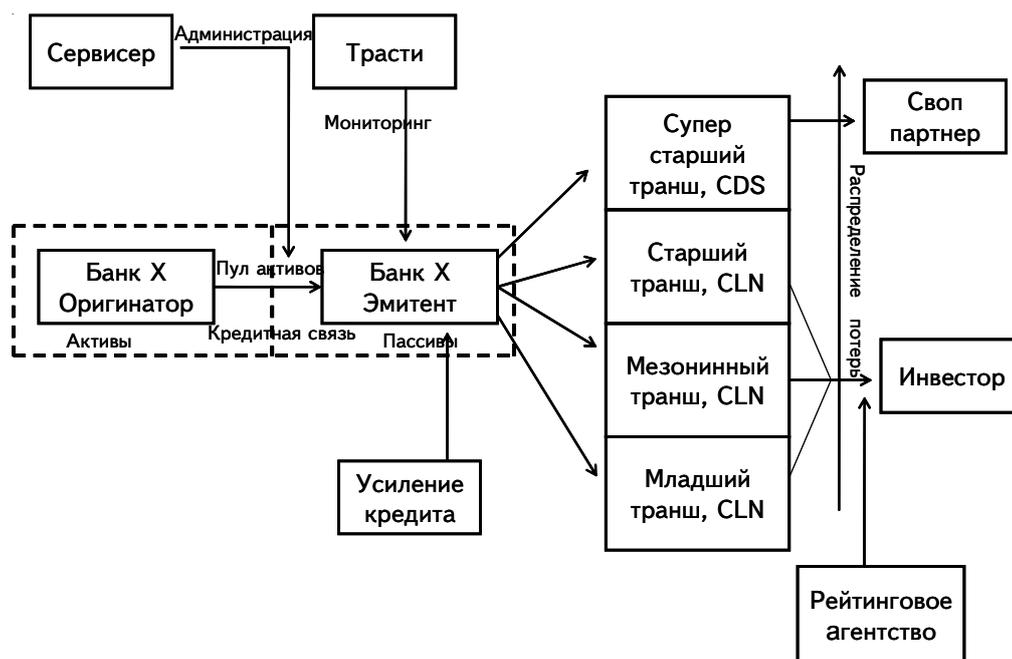


Рис. 1. Структура синтетической сделки без SPV

Банка, как специфические только для этой структуры, так и аналогичные традиционной сделке секьюритизации. К преимуществам, присущим только синтетическим структурам, можно отнести:

◆ Избегание проблем с передачей активов с баланса. Так как корпоративные кредиты остаются на балансе originатора, синтетическая структура сделки позволяет обойти проблемы, связанные с передачей пула активов с баланса. Как результат, процесс передачи кредитного риска становится более простым и дешевым.

◆ Удешевление процесса передачи кредитного риска. Использование в структуре сделки CDS позволяет снизить стоимость передачи риска. Originатор, купивший защиту, будет осуществлять небольшие комиссионные платежи, так как основная доля кредитного риска будет приходиться на младший транш CLN. Основная часть пула активов секьюритизируется по средствам старшего транша, которому присваивается достаточно высокий рейтинг, способствующий удешевлению стоимости сделки.

◆ Использование преимуществ рынка капиталов. Используя синтетическую структуру для целей секьюритизации корпоративных кредитов, сумма, которая может быть финансирована, превышает аналогичную сумму при традиционной секьюритизации, так как синтетическая структура фондируется только частично. К примеру, Банк может секьюритизировать кредиты на сумму 5 млрд. долл., при этом фондируемая часть составит только 10%. Однако для Банка будет достаточно проблематично секьюритизировать тот же объем кредитов при условии 100% фондирования. Используя CDS, покупатель защиты может получить преимущества рынка капиталов и частных инвесторов для целей защиты портфеля активов.

◆ Возможность секьюритизировать пул разнородных активов. В отличие от традиционной секьюритизации, синтетическая структура сделки позволяет секьюритизировать активы различного класса и вида. Таким образом, различные синтетические структуры привязаны к портфелю активов различной юрисдикции.

◆ Документация. Так как активы не передаются с баланса originатора, пакет доку-

ментации, регламентирующий сделку секьюритизации, более прост.

Таким образом, используя преимущества синтетической секьюритизации, originатор имеет возможность секьюритизировать разные классы активов одной транзакцией, оптимизируя при этом уровень затрат на сделку.

Заговорив о преимуществах синтетических структур, логично отметить и ряд недостатков.

◆ Большинство структур синтетической секьюритизации предполагают частичное фондирование референсного портфеля, что может быть недостатком для originатора, преследующего цель получения нового источника финансирования.

◆ Проценты, уплачиваемые по CLN, обычно превышают сумму процентов по нотам, обеспеченным активами. Причина кроется в том, что рынок требует большей премии при синтетической секьюритизации, так как она представляет собой инновационный финансовый инструмент.

◆ Отсутствие влияния на баланс originатора. Так как многие аналитики уделяют внимание размеру баланса компании, этот пункт может трактоваться как недостаток синтетической структуры.

◆ Главный недостаток синтетической структуры заключается в том, что необходимо рассматривать и принимать риск контрагента, в случае, когда транши защищаются с помощью CDS<sup>8</sup>.

На практике встречаются различные вариации структур синтетической сделки. Обратим внимание на другие аспекты синтетической структуры.

**Статическая и управляемая синтетическая секьюритизация.** В случае со статической структурой сделки референсный (базовый) портфель выбирается на начальном этапе сделки и не подлежит изменению в течение всего срока транзакции. Все стороны сделки осведомлены о специфике обязательств, включенных в базовый портфель. Риск замены одного обязательства базового портфеля на другое, менее качественное с кредитной точки зрения, отсутствует.

В управляемой структуре синтетической секьюритизации изменения, вносимые в базовый портфель, могут осуществляться как сторонним менеджером, так и инвестором

или дилером, организовавшим рассматриваемую сделку. Сделка может получить преимущество от возможности замещения обязательств с целью поддержания или улучшения риска профайла базового портфеля<sup>9</sup>.

В управляемой структуре синтетической секьюритизации SPV заключает единственный контракт кредитного дефолтного свопа в виде CDS на корзину с одним контрагентом, продающим защиту на портфель базовых активов, или с несколькими контрагентами, используя для этого несколько одноименных CDS контрактов. Последний вариант сделки наиболее распространен и называется CDO с несколькими дилерами (multiple dealer CDO)<sup>10</sup>. Определенный процент базового портфеля будет определен и наполнен активами на начальном этапе сделки, тогда как остаток будет выбран в течение “периода наращивания”. Впоследствии менеджер может менять общую сумму обязательств по следующей схеме:

- ◆ путем покупки кредитной защиты у другого CDS контрагента на тот же самый базовый актив, что приведет к перекрыванию текущей суммы обязательств, однако остаточный риск может сохраниться;

- ◆ путем изменения условий или прекращения CDS контракта с контрагентом;

- ◆ путем покупки кредитной защиты на актив, не входящий в базовый портфель.

Рейтинговое агентство Фитч (Fitch) определило некоторое количество факторов, способствующих преобладанию сделок с управляемой структурой синтетической секьюритизации. Критики спорят, что статическая структура сделки недостаточно диверсифицирована и, как следствие, подвержена и специфическому, и рыночному риску. Некоторые инвесторы полагают, что они не получают компенсацию, адекватную принимаемому уровню риска, связанного со статическим портфелем, в котором качество базовых кредитов ухудшается. Инвесторы статического CDO заблокированы в портфеле, часто содержащем кредиты ухудшающегося качества, не имея возможности переместить базовый актив из портфеля для ограничения или предотвращения финансовых потерь. Инвесторы, вложившие капитал в управляемый синтетический CDO, имеют портфельного управляющего, который может оперативно управлять кредитным риском и улучшить качество базового портфеля.

Еще одной структурой сделки, на которой хотелось бы остановить свое внимание, является **структура синтетической ресекьюритизации**. Синтетическая ресекьюритизация, также известная как синтетическая структурированная финансовая сделка CDO<sup>11</sup>, представляет собой CDO, который синтетически секьюритизирует пул уже структурированных (секьюритизированных) активов<sup>12</sup>, таких как коммерческие MBS<sup>13</sup> или другие типы ABS<sup>14</sup>. Синтетическая ресекьюритизация похожа на синтетическую секьюритизацию в том, что инвесторы обеспечивают защиту портфеля референсных активов по средствам одного кредитного дефолтного свопа на портфель или нескольких одноименных кредитных дефолтных свопов. В то время как синтетическая структура сделки переносит риск корпоративных заемщиков (имен), синтетическая сделка ресекьюритизации напрямую связана со специфическими траншами нот внутри структурированной финансовой сделки. Синтетическая ресекьюритизация может быть статической или управляемой, фондированной или нефондированной, однотраншевой или многотраншевой. Две особенности присущи данному типу структуры - определение кредитного события и механизм расчетов по сделке<sup>15</sup>.

Синтетические CDO и кредитные деривативы, связанные с корпоративными именами, опираются на определение кредитного события, прописанное в ISDA. Формулировка данного определения не учитывает сущность структурированных финансовых инструментов, а описывает лишь возможные случаи дефолта корпоративных заемщиков. Из-за уникальных характеристик, присущих структурированным финансовым инструментам, определение кредитного события не полностью соответствует стандартам определений ISDA. В отличие от синтетической секьюритизации, где невозможность погасить обязательства может наступить по любому заемщику, входящему в референсный портфель, случаи неисполнения обязательств в структуре синтетической ресекьюритизации могут наступить только по конкретному траншу, входящему в референсный портфель. Таким образом, если по младшему траншу сделки синтетической ресекьюритизации наступил случай непогашения обязательств, покупатель защиты по старшему траншу не получит защитное возмещение. Другой отличительной особенностью является тот факт, что банкротство не считается кредитным

событием в рамках сделки синтетической ресекьюритизации. SPV, которая выпускает структурированные ноты, создано в такой форме, согласно которой признание компании неплатежеспособной маловероятно (*bankruptcy-remote*<sup>16</sup>). Принимая во внимание озвученные особенности сделок синтетической ресекьюритизации, можно заключить, что трактовка кредитного события по данному виду сделок отличается от стандартных определений ISDA и больше базируется на индивидуальном подходе к каждому варианту сделки.

В случае с синтетической структурой сделки, кредитное событие неразрывно связано со случаем дефолта корпоративного заемщика, входящего в референсный портфель. В структуре же синтетической ресекьюритизации кредитное событие необязательно предполагает дефолт всей структурной сделки, а только определенные потери по траншу. В сделках синтетической ресекьюритизации после наступления кредитного события обычно используется денежный метод расчетов. Если по структурированному траншу наступило списание средств, продавец защиты возмещает покупателю полную сумму такого списания. Если в будущем списания будут осуществлены по большему количеству траншей, дополнительные потери будут компенсированы в соответствующее время. Этот механизм частичного расчета по сделке используется только

в структуре синтетической ресекьюритизации, т.к. структурированный актив потенциально может понести частичные списания своего номинала.

**Синтетический CDO из CDO (CDO в квадрате).** Синтетическая сделка CDO, имеющая в базовом портфеле транши CDO, представляет собой последнюю инновацию на рынке синтетической секьюритизации и носит название синтетический CDO из CDO или “CDO в квадрате” (рис. 2). Активы, лежащие в основе синтетического “CDO в квадрате”, могут представлять собой как синтетические CDO, так и другие ABS<sup>17</sup>.

В структуре синтетического “CDO в квадрате” выделяют два уровня CDO. Типичная сделка “CDO в квадрате” базируется на портфеле, называемом “Мастер CDO” и состоящем из других синтетических CDO траншей (*внутренние CDO*). Каждый внутренний CDO представляет собой однотраншевый синтетический CDO, базирующийся на корпоративных обязательствах и структурированный в порядке субординации, в зависимости от рейтинга транша. В большинстве сделок синтетического “CDO в квадрате”, CDO транши, составляющие базовый портфель, специально создаются для целей включения в структуру сделки. Из-за своей синтетической природы, эти CDO концептуальны и используются

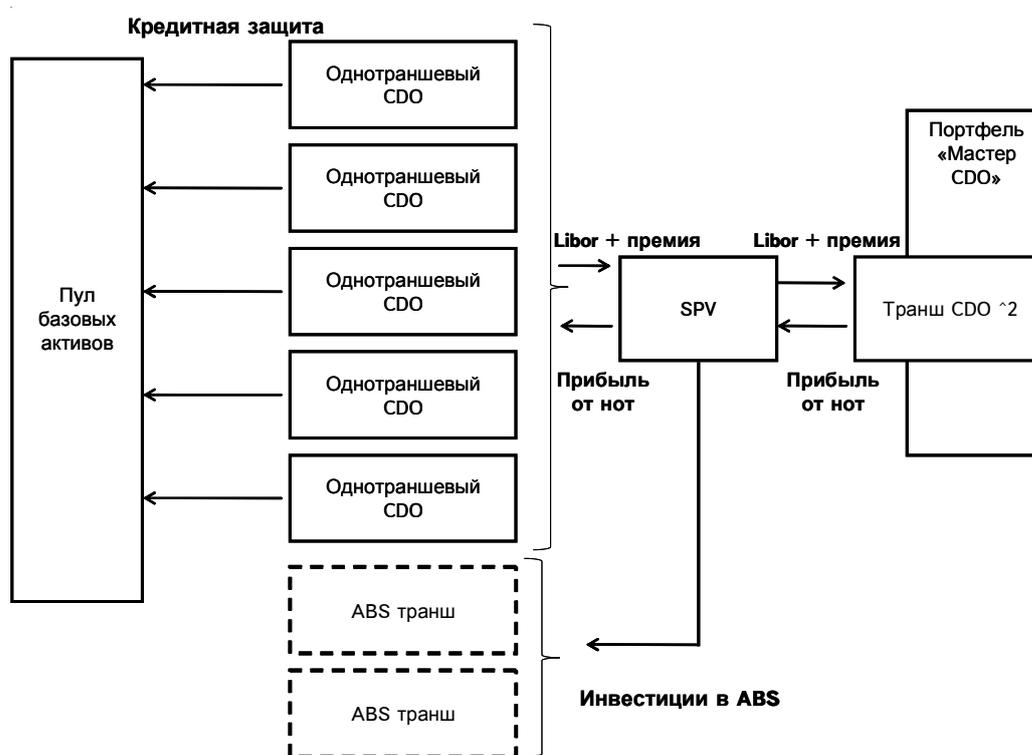


Рис. 2. Структура синтетического “CDO в квадрате”

для расчета денежного потока и стоимости “CDO в квадрате”. Сама же структура “CDO в квадрате” может рассматриваться как комплексный деривативный инструмент. Портфель “Мастер CDO” также может получать выгоду от субординации и может быть продан инвесторам одним траншем.

Любые потери, ассоциированные с базовым одностраншевым синтетическим CDO, начнут оказывать влияние на всю структуру синтетической сделки, когда они превысят субординационный уровень базовых CDO. Если потери по базовому портфелю превышают нижнее пороговое значение (*attachment point*<sup>18</sup>) внутреннего CDO, номинал транша будет списан на уровень понесенных потерь. Потери по каждому внутреннему CDO ограничены верхним пороговым значением (*detachment point*). Максимальный размер убытков, которые могут быть переложены на инвестора, равен “толщине транша”, который, в свой очередь, равен разнице между верхним и нижним пороговыми значениями. В то время как верхнее пороговое значение показывает вероятность дефолта CDO транша, “толщина” транша определяет уровень потерь, которые может понести транш и, в конечном счете, структура “CDO в квадрате” в целом.

Сумма потерь в структуре “CDO в квадрате” зависит не только от количества произошедших дефолтов, но и от места их происхождения. Если дефолты равномерно распределены между базовыми CDO в сумме, не превышающей пороговое значение каждого транша, потери по каждому траншу не будут понесены. Однако если все дефолты сконцентрированы в одном базовом CDO, это приведет к списанию этого CDO транша и потери будут перенесены на портфель “Мастер CDO”.

Адамс<sup>19</sup> описал поведение уровня потерь математически. Если усиление кредита по базовому CDO принять за  $A_i$ , актуальные потери по базовому CDO - за  $L_i$ , а сумма всех  $i$  соответствует общему количеству одностраншевых синтетических CDO, то потери по верхней структуре могут быть описаны как сумма всех понесенных потерь по каждой базовой структуре:

$$L_o = \sum_{i=1}^n \text{MAX}[(L_i - A_i) \theta].$$

<sup>1</sup> *Cameron L.* American Securitisation Forum, Statement of Cameron L. Cowan, 2003.

<sup>2</sup> *Kendall L., Fishman M.* A Primer on Securitization. Cambridge, 1996.

<sup>3</sup> Секьюритизация ипотеки / Э. Дэвидсон [и др.]. Библиотека АИЖК, 2007.

<sup>4</sup> IFC, Securitisation in Russia, Ways to Expand Markets and Reduce Borrowing Costs, 2005.

<sup>5</sup> Hermann Watzinger, Cheap and easy, Credit Risk Special Report, Risk March 2000.

<sup>6</sup> Credit Linked Note - ноты, привязанные к кредиту. Ценная бумага со встроенным кредитным дефолтным свопом, позволяющая эмитенту передать специфический кредитный риск инвесторам.

<sup>7</sup> Credit Default swap - кредитный дефолтный своп - своп контракт, по которому покупатель защиты осуществляет определенные платежи в пользу продавца защиты и, в обмен, получает защитное возмещение, в случае если по кредитному инструменту наступило кредитное событие.

<sup>8</sup> Hermann Watzinger, Cheap and easy...

<sup>9</sup> *Adams M., Jhooty M., Wong J.* CDO Methodology. Dominion Bond Rating Service Limited, June 2004.

<sup>10</sup> *Choudhry M.* The Synthetic CDO. FOW - Derivatives Intelligence for the Risk Professional, March, 2003.

<sup>11</sup> Cunningham, Gerity and Zelter, Synthetic Structured Finance CDOs. Fitch Ratings Credit Products Special Reports, 17 Feb., 2004.

<sup>12</sup> Yoshizawa, Moody's Approach to Rating Synthetic Resecuritisation. Moody's Investors Service Rating Methodology, 29 Oct., 2003.

<sup>13</sup> Mortgage backed security - долговое обязательство, представляющее собой права требования денежного потока по ипотечному кредиту по средствам процесса секьюритизации.

<sup>14</sup> Asset backed security - ценная бумага, стоимость и денежные поступления по которой происходят от пула базовых активов, лежащих в основе сделки как обеспечение.

<sup>15</sup> Yoshizawa, Moody's Approach...

<sup>16</sup> Bankruptcy remote - это понятие, описывающее позицию одной компании внутри Группы компаний в отношении процедуры банкротства. На практике, когда компания, являющаяся частью более крупной Группы, признается банкротом, кредиторы компании могут попытаться получить возмещение долга и с других компаний Группы. Описываемый статус компании не позволяет кредиторам предпринимать подобные действия.

<sup>17</sup> Drexler and Gilkers, Drill-down approach for synthetic CDO Squared Transactions. S&P, 10 Dec. 2003.

<sup>18</sup> Нижнее пороговое значение - определяет размер транша “первых потерь”: лишь в случае, когда размер убытков превышает это значение, они переносятся на более высокий уровень.

<sup>19</sup> *Adams M., Jhooty M., Wong J.* Op. cit.