Управление рисками при секьюритизации

Александр Александрович КАЗАКОВ,

директор, департамент структурированного и синдицированного финансирования и корпоративных решений, ОАО «Газпромбанк»

Окончил юридический факультет МГИМО МИД РФ.

До перехода в Газпромбанк Александр Казаков работал заместителем генерального директора по правовым вопросам компании RuMAC и юридической компании «Линия права» в должности старшего юриста. Ранее в течение ряда лет занимал должность директора юридического департамента АИЖК.

Является членом группы экспертов МЭРТ по разработке ФЗ «О секьюритизации» и экспертом Совета Федерации Федерального Собрания РФ. Активно участвовал в разработке закона «Об ипотечных ценных бумагах», подготовке поправок в Налоговый кодекс РФ, в законы «Об ипотеке (залоге недвижимости)», «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним», а также ряда подзаконных актов. Обеспечил правовое сопровождение первого в России выпуска ипотечных облигаций (банк «Совфинтрейд»), и первой балансовой секьюритизации активов (Банк Жилищного Финансирования), произведенной в соответствии с российским правом.

ВВЕДЕНИЕ

Традиционно считается, что компании имеют два источника долгового финансирования — банки и фондовый рынок. Согласно Дональдсону[1)], нужда в кратко- и среднесрочном финансировании удовлетворяется банковской системой; долгосрочное долговое финансирование может быть предоставлено фондовым рынком либо через публичные размещения, либо ограниченным кругом инвесторов по закрытой подписке. Долгосрочное долевое финансирование привлекается аналогично, через биржу либо от частных инвесторов. Во второй половине XX века секьюритизация серьезно изменила устоявшуюся картину. Сегодня этот институт потенциально может удовлетворить потребность в спросе на кратко-, средне- и долгосрочные финансы. Эта универсальность достигается путем различного структурирования сделок[2)].

Даже беглый анализ проспектов эмиссии ценных бумаг в рамках секьюритизации показал, что в современных сделках участвуют около пятнадцати контрагентов[3)], между которыми заключается более десятка различных соглашений.

С одной стороны, такое количество элементов (участники) и связей (отношения) системы позволяет проводить уникальные сделки, позволяющие достичь максимального экономического

[1)] Donaldson, T.H., 1989, Credit risk and Exposure in Securitization and Transactions, the Macmillian Press ltd.

[2)] В общем, средне- и долгосрочное финансирование получают, применяя структуры прямого распределения (passthrough). С другой стороны, косвенное распределение (paythrough) лучше удовлетворяет потребность в краткосрочных фондах, поскольку позволяет инициатору и эмитенту выпустить несколько траншей субординированных бумаг с различными сроками погашения. См. подробнее Feeney (1995), который, на наш взгляд, предлагает одно из лучших описаний разницы между структурами прямого и косвенного распределения.

[3)] Должники по активам, составляющим покрытие, спонсор, инициатор, одно или несколько SPV, траст — учредитель SPV, гарант, контрагент по свопу, платежный агент, сервисный агент, андеррайтер (или консорциум андеррайтеров), рейтинговое агентство, юридические консультанты. Особая роль принадлежит регулирующим органам, особенно налоговым и осуществляющим контроль за рынком ценных бумаг.

эффекта. С другой стороны, существование сложной системы оправдано ее направленностью на минимизацию рисков участников, в первую очередь — инвесторов.

Помимо риска переквалификации (true sale), разработчики сделки должны принимать во внимание десятки других рисков при подготовке соглашений, использовании тех или иных финансовых инструментов и выборе деловых партнеров. Существующая литература по секьюритизации, в том числе и англоязычная, не останавливается специально на вопросах риск-менеджмента. Напротив, исследователи других видов структурных финансов (деривативов, синтетических продуктов) уделяют этим вопросам значительное время.

Так, знаменитая Fannie Mae стала «великой компанией» в первую очередь за счет того, что могла лучше кого-либо в отрасли оценивать риски ипотечных кредитов и иных ипотечных продуктов. Это позволило компании первой на рынке разработать и внедрить систему управления уровнем риска по процентной ставке и уменьшить зависимость рынка ипотечного кредитования от колебаний по процентным ставкам[4]. Мы уверены, что полное понимание секьюритизации невозможно без хотя бы краткого изучения риск-менеджмента.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПОНЯТИЯ «РИСК»

До сих пор продолжается дискуссия вокруг понятия «риск»; риск определяется как опасность, как волатильность (изменчивость) или в общем как неопределенность[5].

Существует и позиция, согласно которой риск — это самостоятельная категория. По определению Дональдсона[6] риск, в общем, является вероятным убытком. Доунс и Гудман[7] уточняют это определение, добавляя категорию измеримости, и определяют риск как измеримые вероятные реальный ущерб и/или упущенную выгоду. Таким образом, риск отличается от неизмеримой неопределенности.

По нашему мнению, наиболее точное определение дано Коппсом[8], который рассматривает риск как «возможность убытков в связи с наступлением определенного события».

Риск необходимо отличать от потерь, которые являются фактом или могут быть рассчитаны, тогда как риск — это вероятность, которую можно лишь оценить экспертно[9]. Иными словами, риск — это возможность потерь.

«Базисом поисков, связанных с секьюритизацией, в общем, было различие между риском и потерями. В особенности такие продукты, как своп, вообще не дают возможности рассчитать потери: худшее, что может случиться, не является утратой индивидуализированного имущества»[10].

РИСКИ В СДЕЛКАХ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Экономический эффект секьюритизации достигается за счет минимизации различных рисков, связанных в основном с активами и их владельцем. «Двигателем» процесса, как правило, является взаимодействие двух факторов: пулирования[11] и диверсификации с одной стороны, и эффекта масштаба, с другой[12]. Оба фактора приводят к повышению ликвидности и росту кредитного рейтинга.

Приведем для наглядности простейшую модель секьюритизации с точки зрения управления рисками.

---

[4] См. подробнее Джим Коллинз, 2004.

[5] См., например, G. Parker, 1995

[6] *Supra note* 1, стр. 13

[7] Downes and Goodman, 1998, Dictionary of Finance and Investment Terms. — 5-th ed., Barron education series, стр. 521

[8] Coppes R.C. 1997, Credit and Market Risk: an Analysis of Capital requirements for Banking Institutions, Ph.D. Thesis, Rijksuniversiteit Groningen, стр. 13

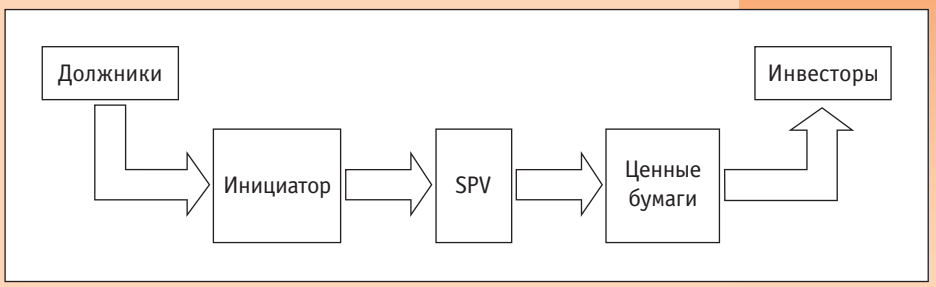
[9] что не лишает эксперта права воспользоваться статистическими данными, например, по потерям.

[10] Donaldson, Supra note 1, стр. 15

[11] При этом, конечно, существуют сделки, направленные на секьюритизацию одного крупного актива, нацеленные на разделение крупного актива на некоторое количество частей, владельческий интерес в которых подтверждается ценными бумагами. Экономическая целесообразность, как ни странно, тоже основана на диверсификации, но не активов, а владельцев, что повышает ликвидность, позволяющую владельцам быстрее превратить актив в деньги.

[12] Например, дефолт по кредиту, как правило, ведет к максимальным убыткам кредитора, чей риск полностью превращается в потери. Однако если кредитору принадлежит доля в пуле кредитов, дефолт по одному из них окажет минимальный эффект на состояние кредитора. Как мы уже сказали, риски – это оценочное понятие, что позволяет кредитору выигрывать от увеличения кредитного рейтинга пула активов. Таким образом, этот экономический выигрыш тоже носит счетный, а не оценочный характер, и является антиподом потерь.

РИСКИ В СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ



Даже эта простейшая модель включает в себя значительное количество рисков, связанных с должниками, инициатором, SPV, ценными бумагами, передачей активов от инициатора в SPV, налогообложением и изменениями в законодательстве и правоприменительной практике и так далее.

Кроме того, отдельные риски не должны восприниматься в качестве самостоятельных факторов — наиболее вероятно, что они будут как-то влиять друг на друга. Например, «политические, кредитные и документационные риски перемешаны между собой»[13]. Операционные риски влияют на кредитный риск, например, неспособность обеспечить своевременный сбор платежей от должников в случае с секьюритизацией значительно увеличивает кредитный риск SPV, поскольку у него нет иных источников дохода, иных активов или значительного уставного капитала.

В общем, секьюритизацию можно воспринимать как интегрированное единство трех основных частей:

- активов;
- участников и ценных бумаг, обеспеченных активами.

Для этих частей характерны различные факторы риска, что позволяет нам предложить соответствующую классификацию, иначе говоря, разделить риски на три основные категории: риски секьюритизируемых активов, структурные риски[14] и риски, связанные с ценными бумагами.

В настоящей работе мы не ставим перед собой задачу описать все виды рисков; современные теории управления рисками выделяют по крайней мере несколько десятков видов рисков. Кроме того, по некоторым из этих видов исследователи расходятся в подходах: ряд исследователей обособляет некоторые виды рисков, их коллеги, напротив, доказывают, что эти риски входят в более общие категории[15]. Соответственно, подробный анализ возможен либо в рамках конкретной сделки, либо в специальной работе по преимуществу эмпирического характера. Нашей же целью является исследование основных рисков трех выделенных категорий и способов их хеджирования.

---

[13] Donaldson, Supra note 1, стр. 28

[14] Здесь под термином «структурные» мы понимаем все риски, связанные с процессом и структурой сделки ABS. Предлагаемый термин, как мы покажем ниже, является очень широким и охватывает различные виды рисков.

[15] Приведем небольшую часть дискуссии: «В определенном смысле расчетный риск является кредитным риском. В случае, когда контрагент исполняет свои обязательства по сделке, риски представляют только академический интерес; они переходят в практическую область только тогда, когда наступает кредитный риск». (Donaldson, Supra note 1, стр. 28) «Расчетный риск фактически есть одна из форм кредитного риска. Он возникает в процессе осуществления платежей, когда сторона договора вынуждена ожидать исполнения денежных (вставка моя – А.К.) обязательств другой стороной». (Coppes, Supra note 8, стр. 34)
Другим примером является обсуждение сущности странового риска. Ряд ученых под термином «суверенный риск» понимают вид кредитного риска публично-правовых образований в зарубежных странах. Таким образом, термин «страновой риск» указывает на более широкую категорию, чем «суверенный риск». См., например, Coppes (Supra not 8, стр. 33–34) и его ссылки: Beaufort Wijnholds, J.A.H.de, and Thirty L.G., 1985, Het Internationale Bankwesen: Ontwikkeling en Beleid, Leiden, Stenfert Croese, стр. 69; Hermes, C.L.M., 1992, De Internacionale Shuldencrisis, Wolters Noordhoff, Groningen, стр. 122–123; O'Cleireacain, S., 1990, Third World Debt and International Public Policy, Praeger publishers, New York, стр. 60. Другие считают страновой риск синонимом суверенного риска (Johnson, R.A., Srinivasan, V., Bolster, P.J., 1990, *Sovereign debt ratings: a judgmental model based on analytic hierarchy process*, Journal of Business Studies, vol. 21, 95–117, стр. 98).

РИСКИ СЕКЬЮРИТИЗИРУЕМЫХ АКТИВОВ

Секьюритизируемые активы подвержены следующим видам рисков:

- кредитный риск;
- риск досрочного погашения;
- риск дефолта в связи с несостоятельностью заемщика;
- правовые риски.

Кредитный риск — давно и широко известный вид риска, присутствующий в любых сделках. В общем, кредитный риск — это возможность того, что контрагент по сделке (должник) не исполнит или исполнит ненадлежащим образом свои обязательства по данной сделке, чем причинит убытки другой стороне (кредитору).

Практика выработала ряд способов защиты, включая обеспечительные меры (залог, поручительство, удержание и пр.), отказ от исполнения встречного обязательства[16)], анализ и дальнейший мониторинг финансового положения должника, инициирование процедуры банкротства и прочее.

Риск досрочного погашения — это риск получения кредитором от должника полного или частичного исполнения по кредитному обязательству ранее оговоренного в договоре срока. В результате сокращается жизнь актива, то есть срок договора, что ведет к неполучению кредитором части прибыли от уплаты процентов. Дополнительно возникает инвестиционный риск. Риск досрочного погашения зависит от многих факторов. Среди этого множества одним из основных является долгосрочная тенденция изменения процентных ставок. Очевидно, что при снижении ставок должникам становится выгодно перекредитовываться. В свою очередь, существует и обратная зависимость: рост досрочного погашения влечет снижение процентных ставок.

Важность этого риска для оценки ценных бумаг стала результатом появления ряда стандартов оценки вероятности досрочного погашения. Один из таких стандартов разработан Общественной ассоциацией по ценным бумагам (Public Securities Association; PSA) и известен как стандартная модель досрочного погашения PSA (PSA Standart Prepayment Model).

Стандарт PSA предусматривает, что вероятность досрочного погашения растет в течение первых 30 месяцев жизни кредита и затем остается неизменной до его погашения. Так, в первый месяц с момента выдачи вероятность составляет 0.2%, во второй — 0.4%, а к тридцатому повышается до 6%, оставаясь затем на этом уровне. Принимая во внимание такой стандарт, сегодня результаты расчета вероятности досрочного погашения в отношении конкретного пула часто указывают в процентах от PSA, например, 200% PSA или 70% PSA.

Законодательства ряда стран защищают кредитора от риска досрочного погашения; так, согласно германскому праву, должник, заключивший договор ипотечного кредитования, не вправе досрочно производить исполнение своего обязательства полностью или частично. Гражданский кодекс РФ (ст. 315) позволяет сторонам оговорить в договоре запрет на досрочное погашение, но, как правило, кредиторы не идут на включение такой оговорки либо устанавливают мораторий на досрочное погашение на период до шести месяцев с момента выдачи кредита.

Риск дефолта заемщика. Дефолт можно определить как неисполнение или ненадлежащее исполнение заемщиком своих обязательств по договору, в силу которого кредитор вправе в одностороннем порядке расторгнуть договор и потребовать досрочного возврата кредита. В банковской практике различают declaration (объявление кредитора о дефолте) и delinquency (последствие дефлота, выразившееся в убытках кредитора). По сути, риск дефолта есть разновидность кредитного риска для обязательств из договоров займа и кредита. Одновременно риск дефолта заемщика можно рассматривать и как один из подвидов риска досрочного погашения: в обоих случаях договор прекращается ранее оговоренного сторонами при заключении договора срока. Меры защиты совпадают с мерами защиты от кредитного риска.

Правовые риски. Многочисленные правовые риски можно разделить на две категории: к первой относятся документационные риски, ко второй — риск изменения законодательства в период обращения ценных бумаг, обеспеченных активами. Более подробно на правовых рисках мы остановимся ниже.

[16)] В Гражданском кодексе РФ этому посвящена ст. 328.

СТРУКТУРНЫЕ РИСКИ

Структурные риски — одна из самых широких категорий рисков, связанных с секьюритизацией. Для удобства мы предлагаем разделить ее на две составляющие:

- риски элементов структуры (институциональные риски);
- риски, связанные со сделками.

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ РИСКИ

В современных сделках участвуют до двух десятков контрагентов, мы остановимся на двух основных — инициаторе и SPV.

A. Инициатор

Основные риски, связанные с инициатором:

- риск несостоятельности (банкротства);
- документационные риски;
- правовые риски.

Перед обсуждением указанных рисков необходимо заметить, что, по нашему мнению, в рамках секьюритизации у инициатора, в отличие от других участников, нет кредитного риска. Основной обязанностью инициатора в секьюритизации является передача активов в SPV. Если инициатор не исполняет указанную обязанность, значит, секьюритизация просто не состоится. Таким образом, на первый план выходит риск банкротства инициатора.

Риск банкротства инициатора, пожалуй, можно назвать стимулом секьюритизации. Именно защита от этого риска позволяет ценным бумагам, выпускаемым SPV, получить кредитный рейтинг выше, чем рейтинг самого инициатора. С другой стороны, ошибки в договорной работе, при учреждении SPV или при проработке структуры сделки, могут привести к включению активов, переданных в SPV, в конкурсную массу инициатора, что значительно ущемит права держателей ценных бумаг SPV. Признание судом передачи активов «займом инициатору, обеспеченным залогом пула активов», может в дальнейшем повлечь и «признание залога ничтожным ввиду отсутствия регистрации» сделки[17)].

Переквалификация сделки, при которой риск банкротства инициатора становится существенным для инвесторов, находится целиком в сфере усмотрения суда. При этом суд будет подробно анализировать условия сделки по передаче активов в SPV. Соответственно, возможности защиты ex post (после совершения сделки) сильно ограничены. Основную роль играет защита ex ante (до совершения сделки), которая заключается в правильной проработке условий договора купли-продажи и иных договоров между инициатором и SPV с учетом требований законодательства и правоприменительной практики.

Применяются и более сложные — двухступенчатые — структуры сделок. Они предполагают участие в секьюритизации двух SPV, при этом первое продает пул активов второму, уменьшая тем самым риск банкротства. Очевидно, что в двухзвенной структуре банкротство инициатора и переквалификация сделки с SPV не повлекут автоматического включения активов, уже проданных третьему лицу (второму SPV), в конкурсную массу инициатора.

В двухзвенной структуре в полном объеме применяются три техники хеджирования риска банкротства: true sale, «отсутствие консолидации» и «удаленность от банкротства». Последняя имеет и дополнительный эффект — уменьшается негативный эффект риска банкротства самого SPV, на чем мы подробнее остановимся в дальнейшем.

B. Специальная проектная компания (SPV)

SPV, с точки зрения инвесторов, подвержено следующим основным рискам:

- риск банкротства SPV;
- риск банкротства учредителя SPV;
- документационные риски;
- правовые риски.

Риск банкротства SPV

Банкротство является основным риском SPV. Как правило, банкротство влечет досрочное погашение всех ценных бумаг, обеспеченных активами. Ряд мероприятий позволяет значительно уменьшить риск банкротства.

[17)] Подробнее: May, J., Watson, J., Thomas, H., 1993, *United Kingdom: a Special Report*, in The Securitization Phenomenon, International Financial Law Review, Special Supplement, August 1993, стр. 21; Carman, M.R., Allan, D.C., Canada: *a Special Report*, in The Securitization Phenomenon, International Financial Law Review, Special Supplement, August 1993, стр. 6 -11; Morrison, K., Sugar, J.L., 1993, *United States: a Special Report*, in The Securitization Phenomenon, International Financial Law Review, Special Supplement, August 1993, стр. 30–38.

SPV может быть создано в качестве общества с одним участником, что минимизирует конфликт интересов участников между собой и участников и менеджеров.

Уставом SPV должно быть запрещено ведение хозяйственной деятельности, не связанной непосредственно с выпуском и обращением ценных бумаг, обеспеченных активами.

Устав SPV может предусматривать включение в наблюдательный совет независимых директоров, выступающих в интересах инвесторов. Как правило, положение устава о независимых директорах предусматривает необходимость их согласия на подачу заявления о добровольном банкротстве или ликвидации SPV.

Структура сделки может предусматривать залог всех активов трасту или фонду, действующему в интересах инвесторов. При этом в случае банкротства активы немедленно переходят в собственность такого траста или фонда.

Банкротство учредителя SPV

В международной практике SPV часто учреждается в форме LLC (limited liability company)[18] с единственным участником. В качестве такого единственного участника может выступить сам Инициатор либо траст[19]. «Использование LLC с единственным участником сопряжено с решением важного вопроса обеспечения режима «защиты от банкротства», а именно вопроса о том, сможет ли LLC продолжить существование после банкротства его единственного участника»[20]. По мнению Комитета по банкротству и реорганизации корпораций Коллегии Адвокатов Нью-Йорка (2000), принципиальным моментом является квалификация судом данного LLC в качестве партнерства либо корпорации. Вывод суда во многом зависит от правового регулирования этого вопроса национальным законодательством. В первом случае банкротство единственного партнера повлечет ликвидацию LLC. Во втором случае несостоятельность единственного участника не предполагает прекращение корпорации.

Документационный риск

Дональдсон выделяет три основных вида документационного риска: правовой, коммерческий и операционный. Правовой риск влечет убытки в случае невозможности получить судебную защиту того или иного договора или иного документа. Как правило, этот риск касается не всего соглашения, а некоторых его условий. Основная причина появления риска — недостаточно квалифицированное правовое сопровождение.

Коммерческие риски

Единого определения коммерческих рисков не существует. Как следует из описания, предложенного Дональдсоном, коммерческие риски возникают вследствие ошибок при подготовке документации, а также последующих изменений применимого законодательства. Например, изменения в сфере налогообложения могут повлечь обременение SPV дополнительными обязанностями по уплате налогов, что, безусловно, является коммерческим риском.

Пожалуй, единственный надежный способ защиты сводится к ответственному структурированию сделки и выбору наиболее благоприятной юрисдикции для учреждения SPV. Теоретически возможно и использование свопов на налоговые ставки, однако такие свопы появились лишь недавно на финансовых рынках и не так часто используются.

Второй возможностью является получение от налоговых органов «дедушкиных оговорок» и комфортных писем, что на практике практически невозможно[21].

---

[18] Из организационно-правовых форм юридических лиц, известных российскому законодательству, LLC в наибольшей степени соответствует общество с ограниченной ответственностью.

[19] Учредителем такого траста является, как правило, инициатор, однако, бенефициарами выступают держатели ценных бумаг, выпущенных SPV. Соответственно, инициатор после учреждения не имеет никакого контроля над трастом. В качестве своего рода аналога траста для случаев секьюритизации в практике стран романо-германской правовой семьи используется фонд.

[20] Отчет Комитета по банкротству и реорганизации корпораций Коллегии адвокатов Нью-Йорка (Report of the Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of the Association off the Bar of the City of New York, 2000, 149).

[21] Известным нам исключением из этого правила является практика секьюритизации активов в Нидерландах. На практике SPV учреждаются в Роттердаме или Амстердаме; до подписания необходимых договоров городские налоговые органы после изучения планируемой секьюритизации выдают предписание о порядке налогообложения SPV в течение всего периода обращения ценных бумаг.

РИСКИ СДЕЛОК

Эта часть посвящена обзору основных сделок в процессе секьюритизации, совершение которых надлежащим образом принципиально для всего процесса. К этим основным сделкам относятся:

- передача активов (цессия);
- выплаты инвесторам основного долга и процентов по ценным бумагам;
- сделки, нацеленные на минимизацию рисков секьюритизации.

Передача активов

Кауза (цель) сделки цессии может быть достигнута с использованием двух договорных моделей — продажи и дарения. Возможно также и применение договора мены, однако разница здесь будет заключаться лишь в том, что при купле-продаже права требования обмениваются на деньги, а при мене — на иное имущество.

Многие юрисдикции запрещают заключение договоров дарения между коммерческими организациями. Кроме того, и на практике купля-продажа является основным договором, опосредующим цессию прав требования при секьюритизации.

Основными рисками в этой категории являются:

- документационный риск;
- операционный риск.

Документационный риск

Основным документационным риском этой категории является возможность того, что суд не квалифицирует сделку по передаче пула активов в качестве true sale[22)].

Операционный риск

К этому виду рисков относятся все потери, связанные с процедурными ошибками, независимо от причины, результатом которой стали потери. Согласно Дональдсону, операционный риск относится к более общей категории документационных рисков. Однако, на наш взгляд, между этими двумя видами все же можно найти различия. Документационные риски (включая и потери, связанные с процедурными ошибками при работе с документами) возникают исключительно в результате запутанности или неполноты документов. Общие операционные риски — это результат небрежности и неопытности стороны сделки, что выходит за пределы собственно работы с документами.

Таким образом, необходимо воздерживаться от структурирования слишком сложных или необычных сделок в случаях, когда это не оправдано интересами сторон сделки.

Выплаты инвесторам

Будучи эмитентом ценных бумаг, специальная проектная компания, естественно, ответственна за возврат инвесторам основного долга и процентов (при косвенном распределении) либо за перечисление поступивших денежных средств (при прямом распределении). Несмотря на то что эти два способа значительно отличаются друг от друга, основные риски SPV в обоих случаях схожи. К таким рискам относятся:

- арбитражный (маржевой) риск;
- расчетный риск;
- валютный риск;
- правовой риск;
- риск несовпадения позиций.

Арбитражный (маржевой) риск

Арбитраж — это маржа (разница) между ценой покупки и ценой продажи либо между двумя финансовыми потоками. Появление разницы в процентных ставках — один из основных случаев арбитражного риска. SPV подвержено этому риску в случае, если ставки переданного в SPV пула активов могут измениться по отношению к ставкам по выпущенным ценным бумагам. Для целей хеджирования пригодны сделки своп, например, процентный или валютный свопы.

Расчетные риски

Как правило, платежи основного долга и процентов держателям ценных бумаг, обеспеченных активом, осуществляются платежными агентами. Обычно эмитенты перечисляют платежным агентам необходимые денежные средства таким образом, чтобы они оказались

[21)] См., например, Report of the Committee on Bankruptcy and Corporate reorganization of The Association off the Bar of the City of New York (2000).

на счете агента за день до срока платежа держателям бумаг. Однако в последнее время эмитенты предпочитают перечислять средства так, чтобы счет агента был кредитован непосредственно в день платежа. Таким образом, возникает риск того, что деньги не придут на счета держателей бумаг в срок.

Расчетный риск минимизируется посредством соответствующих оговорок в договорах. Например, можно согласовать право платежного агента на безакцептное инкассо к счету эмитента. Также возможно применить револьверный аккредитив банка эмитента в пользу платежного агента на случай ненадлежащего исполнения со стороны эмитента. Платежный агент также может стать поручителем за эмитента перед инвесторами в сумме, не превышающей одного очередного платежа инвесторам.

Валютный риск

Валютный риск появляется, когда ценные бумаги номинированы и подлежат уплате в валюте, отличной от валюты, в которой номинирован и уплачивается основной актив. Например, российское ипотечное агентство инициирует эмиссию еврооблигаций в долларах США, обеспеченных ипотечным покрытием, состоящим из прав требования по кредитам в рублях. Вся структура подвержена рискам негативных последствий от изменения валютных курсов. Классическим способом хеджирования является валютный своп.

Правовой риск

Как мы уже писали выше, в случае секьюритизации правовой риск есть возможность изменений в законодательстве, ущемляющих или ограничивающих права и интересы сторон сделки. Особенно серьезен этот риск в сфере налогового права. Пожалуй, секьюритизация (особенно выпуск ипотечных ценных бумаг) наиболее подвержена правовому риску по сравнению с иными финансовыми институтами, поскольку нередко срок обращения ценных бумаг при секьюритизации составляет десять и более лет. Длительность обращения и сложность структуры сделки выводят правовые риски в основную группу рисков, угрожающих сделке.

Линейное хеджирование этого риска крайне затруднено. Как правило, законодатель при любых негативных изменениях сам включает в законы так называемые «дедушкины оговорки», в соответствии с которыми изменения не затрагивают уже ведущуюся деятельность. Возможно и получение разного рода комфортных писем от регулирующих органов. Но наиболее распространенным способом является выбор юрисдикции с наиболее устоявшейся правовой системой и подчинение большинства договоров в рамках структуры праву этой юрисдикции.

Риск несовпадения позиций

Риск несовпадения позиций (Mismatching risk, от английского mismatch — не подходить, не соответствовать) появляется, когда SPV принимает на себя различные по своим условиям финансовые позиции. Например, эмитирует кратко- или среднесрочные ценные бумаги, обеспечивая их залогом долгосрочных активов (либо наоборот, краткосрочные активы применяются для обеспечения средне- и долгосрочных бумаг). Еще один пример — современная российская банковская система, позволяющая вкладчикам — физическим лицам досрочно прекращать договоры срочного банковского вклада. В этих условиях банки сталкиваются как раз с риском несовпадения позиций, поскольку выдают ссуды на сроки, не соответствующие срокам привлеченных банком ресурсов. В результате банки крайне неохотно выдают даже среднесрочные кредиты.

В случае с секьюритизацией, на наш взгляд, наиболее уязвимыми являются структуры косвенного распределения, когда SPV принимает на себя безусловные обязательства перед держателями долговых ценных бумаг. Соответственно, SPV должно проводить концентрацию и перераспределение финансовых потоков. Ситуация усугубляется в случае несовпадения процентных ставок по обязательствам и активам SPV.

Риск несовпадения позиций является подвидом торговых рисков. Соответственно, способами защиты будут эмиссия нескольких траншей ценных бумаг, применение процентных свопов и иных способов обеспечения.

РИСКИ ХЕДЖИРОВАНИЯ

Как мы уже упоминали, относительно простые модели секьюритизации, включающие пять-шесть сторон сделки, не используются в настоящее время на практике. Рынок пытается защититься от базовых рисков секьюритизации, используя механизмы хеджирования. К наиболее известным относятся различные виды обеспечения, такие как гарантии, поручительства, свопы, дополнительное покрытие. Все эти способы принято разделять на внешнее и внутреннее обеспечение[23]. Под внешним обеспечением понимают все виды гарантий, предоставляемые инвесторам или SPV за исключением обеспечения, предоставляемого инициатором секьюритизации. Например, валютный своп, по которому гарантом выступает банк, будет внешним обеспечением, а дополнительное залоговое обеспечение, передаваемое инициатором в SPV — это уже внутреннее обеспечение.

В этой части работы мы затронем риски сделок, направленных на получение внешнего обеспечения.

«Слово hedge обычно употребляется для обозначения различных сделок, направленных на получение обеспечения»[24]. Риск хеджирования принимает две основные формы — риск того, что сторона, предоставившая обеспечение, может не исполнить свои обязательства либо обеспечение не удастся реализовать, и риск того, что обеспечение окажется недействительным или неполным. Первый случай является кредитным риском и относится либо к клиринговому дому, либо к контрагенту, предоставившему это обеспечение. Второй случай относится к ситуации, когда условия обеспечения не полностью отражают условия основной сделки, таким образом, защита либо не предоставляется вообще, либо предоставляется лишь частично.

Этот риск по своей сущности является производным от основных рисков, поскольку направлен как раз на минимизацию последних.

РИСКИ ЦЕННЫХ БУМАГ, ОБЕСПЕЧЕННЫХ АКТИВАМИ

В руководстве по секьюритизации[25], подготовленном Европейским форумом по секьюритизации (European Securitization Forum), упоминается пять видов рисков залогового покрытия ценных бумаг:

- риск досрочного погашения;
- риск изменения процентной ставки;
- амортизационный риск;
- риск дефолта;
- риск недостатка ликвидности.

К этому списку мы можем добавить документационный риск.

Риск досрочного погашения

Риск досрочного погашения заключается в опасности получения кредитором частичного или полного досрочного исполнения со стороны должника. Досрочное погашение не только уменьшает экономическую эффективность операций кредитора за счет уменьшения доходности инвестиций и неполного получения процентов, но и является основанием для возникновения инвестиционных рисков.

Основными средствами хеджирования являются рейтингование, надлежащая экспертиза сделки (due diligence), субординация инвесторов, запрет на досрочное погашение, введение санкций за досрочное погашение. В целом структуры с косвенным распределением менее подвержены рискам досрочного погашения, поскольку SPV служит своего рода фильтром между пулом активов и инвесторами.

Риск изменения процентной ставки

Существует два основных подвида риска изменения процентной ставки: риск общего изменения процентных ставок и риск того, что изменение процентных ставок повлечет досрочное погашение заемщиками обязательств, права требования по которым переданы в SPV.

Первый подвид затрагивает ценные бумаги с фиксированной процентной ставкой. Второй угрожает любым ценным бумагам, в особенности обеспеченным ипотечными активами,

---

[23] См., например, Scott and Wellos, 2000, International Finance: Transactions, Policy and Regulations. — 7-th ed., NY, Foundation press

[24] Donaldson, Supra note 1, стр. 93

[25] European Securitization Forum, 1999, European Securitization: a Resource Guide, http://www.stern.nyu.edu/~igiddy/ABS/resourceguide.pdf.

поскольку ипотечные кредиты имеют наиболее длительные сроки погашения.

Использование процентных свопов, как правило, помогает минимизировать первый подвид риска изменения процентной ставки. Опасность второго подвида, как мы уже указали, состоит в досрочном погашении, соответственно, средства защиты такие же, как для риска досрочного погашения.

Амортизационный риск

Большинство сделок ABS подвержено амортизационному риску. Этот риск может быть вызван различными причинами: ненадлежащее исполнение со стороны должников по активам, входящим в пул; досрочное погашение должниками задолженности полностью или в части; недостаточное дополнительное обеспечение ценных бумаг, эмитированных SPV; повышение уровня дефолтов над заранее заданными при структурировании сделки; снижение качества обеспечения ценной бумаги ниже определенного уровня; банкротство инициатора или сервисного агента и т.д.

Эмиссионные документы ценных бумаг, обеспеченных активами, должны содержать перечень или описание амортизационных рисков. В случае наступления такого события все имеющиеся у эмитента суммы используются для досрочного погашения основного долга перед держателями бумаг, а также процентов. Как правило, погашение происходит по мере поступления средств ежемесячно вне зависимости от предусмотренного эмиссионными документами графика выплат.

Мы полагаем, что на этот риск можно посмотреть и с другой точки зрения. Как видно из вышеприведенного определения, амортизация вызывается событиями, которые, в свою очередь, относятся к категории кредитного риска. Таким образом, амортизация является способом защиты инвесторов от кредитного риска. В свою очередь, European Securitization Forum придерживается похожей позиции: по мнению Форума, условия об амортизации «служат дополнительной защитой для инвесторов и являются обязательным требованием рейтинговых агентств»[26].

[26] Supra note 25, стр. 14

Риск дефолта

Под дефолтом, как правило, понимается неспособность заемщика своевременно и надлежащим образом исполнять свои обязанности по возврату долга и процентов на него.

Наиболее распространенные средства защиты — рейтингование, субординирование требований инвесторов, дополнительный залог и иные средства обеспечения исполнения.

Риск недостатка ликвидности

Под ликвидностью понимается возможность в сравнительно короткие сроки реализовать ценную бумагу по цене, соответствующей ее рыночной стоимости. Для инвесторов, нацеленных на держание ценных бумаг до их погашения, риск ликвидности не играет большой роли. Однако на практике такие инвесторы составляют меньшинство.

Риск минимизируется посредством грамотной ценовой политики. При этом исходят из базового правила: чем выше спред (разница в цене), который держит дилер между ценой продажи и ценой покупки бумаги, тем выше риск ликвидности.

Документационный риск

Как мы уже упоминали, категория документационных рисков весьма обширна. В случае с ценными бумагами эти риски возникают в результате недостаточной проработки условий выпуска, обращения и погашения, изложенных в эмиссионных документах. Барьером для документационного риска должно стать рейтинговое агентство. Однако если агентство допускает ошибку, то ожидания инвесторов могут не совпасть с фактическим финансовым состоянием пула активов. Именно поэтому в международной практике рейтинг при секьюритизации присваивают только ведущие рейтинговые агентства — Moody's, Standard & Poor's и Fitch.

СУБОРДИНИРОВАНИЕ

Различным по старшинству и обеспеченности траншам ценных бумаг присущи разные типы рисков:

- риск получить менее обеспеченную бумагу, чем предполагалось;

- риск получить убытки вследствие наличия бумаг, более привилегированных по отношению к бумаге держателя;
- риски, присущие обеспечению либо старшинству.

Ценность обеспечения может значительно меняться, да и сама бумага может быть признана недействительной вследствие документационных рисков, судебных издержек и изменения стоимости обеспечения.

ВЫВОД. УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ

Мы указали и дали краткое описание только основных рисков секьюритизации, в отношении которых участники сделки могут занять активную позицию в данной юрисдикции. Помимо указанных, секьюритизацию затрагивают и общие риски рынка, которые также необходимо учитывать.

При применении мер хеджирования рисков, в том числе и в сделках по секьюритизации, необходимо учитывать общие правила риск-менеджмента, в том числе два базовых условия эффективного управления.

Во-первых, оценка риска должна быть максимально точной. Нельзя допускать переоценку или недооценку тех или иных факторов.

Во-вторых, необходимо учитывать разницу между риском и волотильностью.

Согласно де Груту[27)], «волатильность можно разделить на негативную и позитивную. Определенно, что позитивная волатильность составляет дополнительную прибыль участников сделки, а негативная и есть риск. В идеале портфель должен быть защищен от негативной волатильности». При этом должна учитываться и стимулироваться позитивная волатильность, то есть портфель должен быть защищен от убытков с сохранением потенциала роста. Например, несовершенство российского законодательства об ипотечных ценных бумагах порождает те или иные риски, которые, в зависимости от консервативности инициатора и его консультантов, могут быть рассмотрены либо как препятствующие секьюритизации, либо как приемлемые. В последнем случае вероятные изменения в законодательстве создают волатильность, но не риск, поскольку история поправок в законодательство об ипотечных ценных бумагах наглядно демонстрирует стремление законодателя создать эффективную модель правового регулирования секьюритизации. Иначе говоря, стоит рассчитывать на улучшение законодательства, а не на его ухудшение. Соответственно, при структурировании сделки необходимо избегать излишнего хеджирования. По аналогии с риск-менеджментом инвестиционного портфеля можно сказать, что излишняя защищенность серьезно уменьшает ожидаемую прибыль. Верно и то, что сложность сделки не пропорциональна защищенности сторон этой сделки: каждый дополнительный элемент, включаемый в структуру, имеет свои собственные риски. Соответственно, необходимо убедиться, что риск, застрахованный той или иной мерой, выше риска, появившегося в результате.

[27)] Groot J.S.de, 1988, Behavioral aspects of Decision Models in Asset Management with Evidence from Dutch Private Banks, PhD Thesis, Rejksuniversiteit Groningen, стр. 92.