Общие вопросы синтетической секьюритизации

Юрий ТУКТАРОВ,

управляющий партнер,
«Авакян, Туктаров и Партнеры»

Юрий Туктаров является управляющим партнером юридической фирмы «Авакян, Туктаров и Партнеры» и специализируется на сделках структурированного финансирования. Юрий начал свою практику в области секьюритизации с работы над Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах». Впоследствии он участвовал в подготовке всех изменений в Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» (2004 и 2006 года), а также в подготовке подзаконных нормативных актов, которые посвящены эмиссии и обращению облигаций с ипотечным покрытием.

Юрий Туктаров является автором более 20 статьей, посвященных секьюритизации, а также читает лекции, активно выступает на семинарах и конференциях по секьюритизации.

С 1970-х гг. секьюритизация активов стала основной финансовой техникой в сфере международных финансов. При этом выделяется два базовых типа секьюритизации активов: традиционная и синтетическая секьюритизация. Главное различие между ними состоит в том, осуществляется ли продажа соответствующих активов или нет. Настоящая статья посвящена основным вопросам синтетической секьюритизации, в рамках которой не происходит передачи актива как такового, но передаются свойственные такому активу кредитные риски.

1. БАЗОВЫЕ ПРОБЛЕМЫ

Синтетическая секьюритизация продолжает получать неоднозначную оценку со стороны финансистов. С одной стороны, ей прочат большое будущее. Бывший председатель Федерального резервного фонда США Алан Гринспен сделал вывод, что кредитные деривативы «эффективно распределили потери от дефолта компаний Enron, Global Crossing, Railtrack, WorldCom и Swissair, перенеся их от финансовых институтов к страховым компаниям, пенсионным фондам и другим организациям». С другой стороны, синтетической секьюритизацией пугают финансовый мир: причиной следующего финансового кризиса, возможно, будет именно синтетическая секьюритизация и кредитные деривативы в целом. Например, Уоррен Баффет в своем письме 2003 г. отметил, что кредитные деривативы опасны, и назвал их «бомбами с часовым действием», или «финансовым оружием массового уничтожения».

Между тем, структурирование сделки традиционной секьюритизации встречает больше правовых барьеров по сравнению с синтетической секьюритизацией, поэтому в некоторых странах, где осуществлению традиционной секьюритизации препятствуют правовые ограничения, на рынке

доминируют сделки синтетической секьюритизации (например, в Германии). После опубликования в июне 2004 г. нового соглашения по капиталу, известного как Базель II, традиционная секьюритизация стала играть большую роль для банков, которые находятся в поисках дешевого финансирования. Причина этого в том, что Базель II отменил принцип оценки достаточности капитала, который принято называть «один для всех» (one fit to all). Банкам с развитым управлением рисков разрешено применять внутренний рейтинг для оценки размера достаточности капитала, потому у них меньше потребности в использовании синтетической секьюритизации с целью хеджирования своих кредитных рисков[1].

1.1. Понимание синтетической секьюритизации

Синтетическая секьюритизация не нашла еще однозначного понимания. Например, Базельский комитет по надзору (далее — Базельский комитет) смотрит на «синтетическую секьюритизацию» максимально широко и включает в этот институт все деривативы, которые направлены на управления кредитными рисками. В своей бумаге по секьюритизации активов Базельский комитет пишет, что под синтетической секьюритизацией понимаются «структурированные сделки, в которых банки используют кредитные деривативы для того, чтобы передать кредитный риск определенного пула активов третьим лицам, в том числе страховым компаниям, другим банкам и нерегулируемым лицам»[2]. Синтетическая секьюритизация в таком случае понимается в том смысле, что она синтезирует такое свойство традиционной секьюритизации, как передача кредитного риска.

Встречается и более узкое понимание синтетической секьюритизации, в котором она рассматривается как (а) эмиссия ценных бумаг, содержащих (б) условия кредитного деривативa. Видно, что такое данное понимание синтетической секьюритизации ограничивается только теми случаями воспроизведения традиционной секьюритизации, в которых осуществляется эмиссия ценных бумаг. С точки зрения такого понимания, если по сделке не предполагается эмиссия ценных бумаг, тогда и речи о синтетической секьюритизации не может быть.

Чаще всего синтетическая секьюритизация понимается в широком смысле и включает ситуации синтеза секьюритизации вне зависимости от того, осуществляется ли в таком случае эмиссия ценных бумаг или нет. Неизменными остаются два признака: использование кредитных деривативов, которое направлено на воспроизведение последствия традиционной секьюритизации в виде передачи кредитных рисков.

1.2. Синтетическая vs традиционная секьюритизация

Синтетическая секьюритизация направлена на воспроизведение последствий традиционной секьюритизации, однако такой результат не может быть получен в полной мере, и между этими типами секьюритизации остается принципиальная разница. Во-первых, традиционная секьюритизация является внебалансовым механизмом финансирования, тогда как синтетическая секьюритизация — балансовый способ финансирования. Синтетическая секьюритизация позволяет банкам освободить капитал на покрытие рисков (капитал на резервирование от кредитных рисков), но не позволяет оригинатору убрать активы с баланса. С этой точки зрения синтетическая секьюритизация не улучшает коэффициент соотношения задолженности и капитала.

Во-вторых, при традиционной секьюритизации всегда создается SPV, но это не обязательно наблюдается в синтетической секьюритизации. Для того чтобы создать продажу (в юридическом смысле), необходим контрагент по сделке (покупатель). Такой покупатель должен быть изолирован от оригинатора и ограничен в возможности осуществления каких-либо экономических операций для того, чтобы снизить вероятность банкротства. Этим целям наилучшим образом отвечает создание SPV, которое учреждается специально лишь для покупки актива оригинатора, при этом оно не осуществляет никаких операций. Некоторые сделки синтетической секьюритизации оказы-

---

[1] Schengzhe Wang, True Sale Securitization in Germany and China // www.true-sale-international.de.

[2] Section 68, Consultative Document Asset Securitisation // Basel Committee on Banking Supervision, Supporting Document to the New Basel Capital Accord. 2001. January.

ваются дешевле по сравнению с традиционной секьюритизацией, в том числе в связи с тем, что не создается SPV и специальная структура для обеспечения условий для продажи.

В-третьих, главная функция традиционной секьюритизации состоит в получении более дешевых ресурсов, тогда как основная функция синтетической секьюритизации — хеджирование (защита от) кредитных рисков. Традиционная секьюритизация имеет много правовых ограничений и потому более является более дорогостоящей по сравнению с синтетической секьюритизацией. Между тем, традиционная секьюритизация позволяет оригинаторам получить более дешевое финансирование путем обособления риска определенного актива от рисков, которые характерны для оригинатора и других его активов. С другой стороны, синтетическая секьюритизация в основном используется для управления кредитными рисками и направлена на их хеджирование, хотя некоторые компании используют ее и как способ финансирования. Согласно Базелю I, финансовые институты, особенно банки, чаще всего используют синтетическую секьюритизацию для хеджирования кредитных рисков и выполнения регулятивных требований к достаточности капитала[3].

1.3. Преимущества и недостатки

Синтетическая секьюритизация имеет свои преимущества и недостатки по отношению к традиционной секьюритизации. В материалах Базельского комитета отмечается, что синтетическая секьюритизация также может использоваться, поскольку является более гибкой по сравнению с традиционной секьюритизацией. Например, можно передать младшие элементы риска (первые и вторые потери) и оставить за собой старшие транши; можно передать риск маленького количества корпоративных «имен» (например, 10) и не формировать большой портфель кредитов. С точки зрения оригинатора, стимулы для использования синтетической секьюритизации, помимо большей гибкости, заключаются в том, что она дешевле и быстрее для реализации, а также позволяет обойти юридические и иные трудности, которые возникают при передаче активов. Однако некоторые общие риски могут снизить полноту передачи рисков. Например, могут иметь место несоответствие активов (когда пул активов отличается от тех активов, на которые сделана ссылка в кредитном деривативе), несоответствие валюты и срока исполнения обязательства, а также определение границы (ниже которой кредитное событие не возникает или не производится защитный платеж)[4].

Общее мнение в настоящее время таково, что необходимо обеспечивать благоприятное правовое регулирования для реализации обоих типов секьюритизации. В частности, есть спор относительно режима раскрытия информации. Комиссия по рынку ценных бумаг США считает, что раскрытие информации при традиционной секьюритизации не должно распространяться на случаи эмиссии ценных бумаг при синтетической секьюритизации. Вместе с тем, Международная ассоциация по свопам и деривативам (ISDA) исходит из того, что под «синтетической секьюритизацией» понимаются инструменты рынка капитала, (а) платежи которых привязаны, обычно в силу деривативных инструментов, к кредиту или исполнению одного или двух предприятий или обязательств, и (б) эмитент которых не должен быть собственником соответствующих обязательств. ISDA твердо стоит на том, что Комиссия для синтетической секьюритизации должна предусмотреть регулирование, которое будет аналогичным по отношению к традиционной секьюритизации. Названные в синтетической секьюритизации лица (определенные наименования компаний) и обязательства имеют схожую характеристику с теми типами активов, которые могут быть секьюритизированы при традиционной секьюритизации. При надлежащем регулировании инвесторы получали бы информацию о должниках, обязательствах, деривативах и структуре сделки[5].

---

[3] Schengzhe Wang. Op. cit. В ходе исследования автор приходит к менее категоричному выводу: «Дебаты ведутся относительно того, что лучше — традиционная или синтетическая секьюритизация. Ответ зависит от юрисдикции оригинатора, экономической среды и потребностей каждой сделки. Для получения более дешевого финансирования, улучшения баланса банка и избавления от дефолтных кредитов традиционная секьюритизация выглядит лучше, чем синтетическая» (Ibid. P. 70–71).

[4] Sections 69, 71 of Consultative Document Asset Securitisation // Basel Committee on Banking Supervision, Supporting Document to the New Basel Capital Accord. 2001, January).

[5] ISDA Comment Letter dated on 8th March 2005.

2. ПРИЧИНЫ ВОЗНИКНОВЕНИЯ

Синтетическая секьюритизация появилась в середине 1990-х гг.[6] Появление этой финансовой инновации обусловлено несколькими причинами, в том числе: (2.1) изменением парадигмы банковской системы (закрепление требования к капиталу); (2.2) отставанием действующего законодательства от потребностей современной экономики (наличие препятствий для передачи активов); (2.3) развитием рынка кредитных деривативов.

2.1. Закрепление требования к капиталу

В начале 1980-х гг. регуляторы банковской системы были обеспокоены положением банковского капитала. Банки, которые исходили из принципа «чем больше, тем лучше», предоставляли в заем все больше и больше денег, обладая одним и тем же капиталом. В частности, американские банки занимали значительные суммы суверенным заемщикам, концентрируясь при этом на трех государствах: Мексике, Аргентине и Бразилии. Однако банковское регулирование обладает национальной прерогативой, и это создает дилемму для регуляторов. Если они настоят на высоком размере резервного капитала для банков своей страны, то в условиях глобализации рынка заимствований это может привести к негативным последствиям. Капитал обладает экономической стоимостью, то есть чем больше капитала банк обязан держать в резерве, тем более дорогими оказываются его кредиты. Поскольку предложение банка становится более дорогим, заемщики предпочтут другого кредитора, который может предоставить средства по более низкой цене, а именно банки той страны, регулятор которой предъявляет более мягкие требования к размеру капитала.

В 1982 г. произошел кризис суверенных долгов, который заставил мировых регуляторов принять единственно верное решение проблемы — заключить международное соглашение о минимальном требовании к достаточности капитала. В мае 1983 г. был опубликован Базельский конкордат, который установил минимальное требование к капиталу в размере 8% взвешенных с учетом риска активов. Другими словами от банка теперь требовалось иметь, по крайней мере, $8 капитала на каждые $100, предоставленные взаймы. Кризис суверенных долгов и Базель обозначили начало трансформации мировой банковской системы. С тех пор управление капиталом стало одной из ключевых управленческих задач для большинства банков.

Банковская система в целом теперь ориентирована на решение задач, связанных с тем, что рынок капитала не может существовать (выдавать новые кредиты и обслуживать выданные), пока имеются риски и требования к капиталу. Это является началом движения от парадигмы «банковского» посредничества к рассмотрению банка в качестве агента финансового рынка, который юридически все же выдает кредиты «за свой счет». В этом смысле секьюритизация стала ключевым компонентом тенденции к прекращению посредничества традиционных банков. Другим аспектом этой тенденции стало развитие инвестиционных банков, которые специализируются на организации эмиссии облигаций и сами кредиты не предоставляют.

Итак, банковский кризис 1980-х гг. способствовал установлению требований к достаточности капитала, что привело к изменению сущности банковского бизнеса и послужило причиной для возникновения секьюритизации (традиционной и синтетической).

2.2. Сложности с передачей активов

Во многих юрисдикциях континентального права секьюритизация развивается медленно, поскольку существуют значительные формальности для передачи активов. Во многих странах невозможно осуществление передачи иначе, нежели путем формального уведомления должника, что существенно снижает эффективность экономической и юридической структуры сделки.

Кроме того, законодательства многих стран не содержат положений о возможности уступки будущих требований, уступки совокупности требований (оптовая уступка), а также уступки требований, которые не индивидуализированы. Отсутствие таких положений создает необходимость совершения двух сделок: соглашение об

[6] See: Hill C. A. The Future of Synthetic Securitization: A Comment on Bell and Dawson // Duke Journal of Comparative and International Law, 2002, Vol. 12, № 2.

уступке требований и непосредственно уступку, которая является актом индивидуализации соответствующих требований, что также делает секьюритизацию невыгодной. Англосаксонское право предусматривает обязанность банков соблюдать конфиденциальность, что также представляется фактором, который осложняет проблему уступки прав по кредиту.

Как следствие, секьюритизация не может получить развитие до тех пор, пока не будут приняты законы о секьюритизации, при этом реальность такова, что создание необходимого правового регулирования осуществляется крайне медленно.

2.3. Развитие кредитных деривативов

Деривативом признается такой инструмент (договор), стоимость которого зависит от стоимости определенного актива. При этом кредитным деривативом называется такой финансовый продукт, стоимость которого поставлена в зависимость от кредитоспособности третьего лица или группы таких лиц. Кредитный дериватив позволяет кредитору решить проблему риска, принадлежащего ему права требования без уступки этого требования[7]. Получается, что за счет передачи кредитного риска и уменьшения требований к достаточности капитала синтетическая секьюритизация без лишних сложностей достигает таких же результатов, как и традиционная форма секьюритизации.

Исторически кредитные деривативы являются частью финансовых инноваций 1990-х гг., когда банки искали способы удовлетворить дополнительные кредитные потребности своих наиболее важных клиентов[8], однако лимиты убытков по кредиту уже были исчерпаны. Продажа кредитного риска другой организации одновременно с защитой (хеджированием) от кредитного риска позволяет увеличивать размер кредита, причем клиента обычно не информируют том, что по праву требования к нему были переданы кредитные риски.

Кроме того, в глобальном и сложном финансовом мире конца XX века главными некредитными рисками были валютный риск и риск изменения процентных ставок. Первый отражает тот факт, что ответственность банка не деноминирована в той же валюте, что и его активы. Как следствие, сильное изменение стоимости одной валюты по отношению к валюте исполнения обязательства приводит к невозможности полного исполнения этой обязанности. Второй риск связан со ставкой процентов по кредитам, которую банки должны уплатить своим кредиторам. Она не всегда исчисляется на той же основе, что и ставки, по которым банки получают платежи от своих заемщиков. Например, американские банки могут платить своим кредиторам процентную ставку, исходя из ставки Федерального Резервного фонда, а предоставлять деньги, например, германским финансовым институтам и получать платежи по Лондонской межбанковской ставке (LIBOR). Разница между двумя ставками может привести к потерям банков, а не к получению прибыли по соответствующим кредитам.

Проблема управления рисками заметно уменьшилась благодаря публикации под эгидой Международной ассоциации по свопам и деривативам (ISDA) стандартной формы общего соглашения[9]. Стандартная форма отвечала современным потребностям и содержала определения, которые стали основой практически для всей торговли деривативами, включая те, которые использовались при синтетической секьюритизации[10].

Таким образом, появление синтетической секьюритизации обусловлено, с одной стороны, необходимостью управлять кредитными рисками, а с другой — развитием кредитных деривативов. Спрос и предложение в этом случае «нашли друг друга» в том, что мы теперь называем синтетической секьюритизацией. Синтетическая секьюритизация для банков стала существенным инструментом управления рисками.

---

[7] С экономической точки зрения риск потерь от неисполнения по названному обязательству замещается риском потерь от неисполнения стороны по кредитному деривативу, и многие государства учитывают это в своих требованиях к капиталу.

[8] Наиболее простой способ решения проблемы с кредитным риском – передача долга другому лицу. Такое решение может быть применимо для кредитов, выданных гражданам, однако для кредитования корпоративных клиентов важны деловые отношения, поэтому уступка коммерческих кредитов обычно признается неприемлемой, даже если оригинатор продолжает обслуживать кредит.

[9] See: ISDA Master Agreement. 1992 // http://www.isda.org/publications/1992masterlc.pdf; ISDA Credit Derivatives Definitions. 1999 // http://www.isda.org/c1html#CD.

[10] Bell I., Dawson P. Op. cit. P. 549.

Во-первых, она позволяет банкам передавать именно тот риск, который они хотят передать, а не весь актив целиком. Во-вторых, синтетическая секьюритизация — более легкий и менее дорогой способ осуществления управления рисками.

3. ВИДЫ КРЕДИТНЫХ ДЕРИВАТИВОВ

Банки выдают кредиты и потому подвержены кредитному риску. Кредитный риск можно определить как риск потери, которая возникает в случае неисполнения заемщиком обязательства по возврату кредита и уплате процентов. Кредитный риск состоит из двух компонентов: системного и несистемного риска. Несистемный кредитный риск — это вероятность неисполнения заемщиком своих обязательств, которое может возникнуть в результате уникальных для данного заемщика обстоятельств. Системный кредитный риск может быть определен как вероятность неисполнения заемщиком обязательств в результате общих экономических причин[11)].

Синтетическая секьюритизация обеспечивает, по крайней мере, часть экономических выгод обычной секьюритизации. Для этого при синтетической секьюритизации заключается кредитный дериватив — договор, согласно которому одна организация (покупатель защиты) передает за вознаграждение кредитный риск конкретного обязательства или портфеля обязательств (названное обязательство/названный портфель) другому лицу (продавцу защиты). Заключение кредитного деривативa и передача кредитного риска может быть осуществлена различными способами. В одной ситуации покупатель защиты может эмитировать облигации, которые привязаны к кредитному риску (credit-linked notes). Условия облигаций будут предусматривать уменьшение обязательства по облигациям в случае неисполнения или возникновения в связи с названными обязательствами другого имеющего кредитное значение обстоятельства.

В другом случае покупатель защиты может заключить соглашение о свопе на случай неисполнения (credit default swap), соглашение о свопе на полный возврат (total return swap) или создать другой кредитный дериватив. Согласно такому кредитному деривативу, продавец защиты за определенную сумму обязуется в случае неисполнения или наступления иного обстоятельства, имеющего кредитное значение (кредитное событие) в связи с названным обязательством или должником по такому обязательству (названный должник), уплатить сумму (сумма кредитной защиты), размер которой определяется с учетом неисполнения или уменьшения рыночной цены обязательства[12)].

3.1. Кредитный дефолтный своп

Дефолтный своп похож на банковскую гарантию. Согласно этому финансовому договору лицо, которое получает защиту (покупатель кредитной защиты), платит определенную сумму (премию) в обмен на право получить обусловленный платеж в случае наступления с требованием, названным в таком договоре (названное требование), такого обстоятельства, которое имеет кредитное значение (кредитное событие). Дефолтный своп является кредитным деривативом, то есть договором, который производен от названного в нем права требования. Обычно банк (покупатель защиты) является кредитором по праву требования, которое названо в дефолтном свопе. Банк в таком случае путем уменьшения риска потерь, которые он может понести в случае неисполнения заемщика (credit exposure), может увеличивать свой портфель клиентов, не передавая требования и не беспокоя своих существующих клиентов.

Методы осуществления платежей по наступлению определенного в дефолтном свопе кредитного события могут быть различными. В

[11)] Sabine Henke, Hans-Peter Burghof, Bernd Rudolph, Credit Securitization and Credit Derivatives: Financial Instruments and the Credit Risk Management of Middle Market Commercial Loan Portfolios // CFS Working Paper Nr. 98/07. P. 3. Кредитный риск можно разделить на 3 типа: риск дефолта, кредитный спредовый риск, риск понижения рейтинга. Дефолтный риск определяется как риск того, что эмитент не исполнит условия своего обязательства по своевременному осуществлению платежа процентов и суммы основного долга. Кредитный спредовый риск является риском того, что облигации эмитента понизятся в цене из-за увеличения спреда. Риск понижения рейтинга состоит в том, что существует вероятность того, что рейтинговое агентство понизит рейтинг эмитента.

[12)] Международная ассоциация по свопам и деривативам (ISDA) в 1999 г. опубликовала определения, касающиеся свопов на случай неисполнения обязательства и других кредитных деривативов, которые включают определения стандартных кредитных событий, в том числе в случае синтетической секьюритизации (к типичным кредитным обстоятельствам относится банкротство, реструктуризация, мораторий, дефолт и прочее).

одних договорах сумма платежа определяется на момент его заключения. В других размер платежа определяется после неисполнения обязательств должника и по аналогичной цене, которая сложилась, например, применительно к облигациям соответствующего должника. Задача дефолтного свопа состоит в том, чтобы предоставить защиту от потерь, которые могут возникнуть в случае неисполнения должником своего обязательства.

На рынке кредитных деривативов наблюдалось некоторое беспокойство относительно возможности признания кредитных деривативов формой кредитного страхования. Последствием такой квалификации могло быть то, что от продавца защиты в большинстве юрисдикций потребовали бы выполнения требований к страховым компаниям. Исключение коснулось случаев, когда кредитное страхование осуществляется в порядке «банковского бизнеса».

Комментаторы в общем согласны с тем, что дефолтный своп не является договором страхования, если платеж по свопу не обусловлен возникновением потерь у покупателя защиты. Как следствие, если сумма кредитной защиты подлежит уплате по возникновению кредитного обстоятельства (и удовлетворяет определенным условиям для платежа) и не зависит от наступления потерь на стороне покупателя защиты, такой договор не должен признаваться в качестве договора страхования. Кроме того, не будет потери на стороне покупателя защиты, если он не оставляет за собой названное обязательство. Отсюда в документации по сделке специально делается заявление об отсутствии требования об обязательной принадлежности названного обязательства покупателю защиты (в такой ситуации покупатель защиты на обязательство остается носителем страхового интереса), которое является стандартной оговоркой в договорах кредитного деривативa.

3.2. Своп на полный возврат

Возвратный своп иногда называется синтетической сделкой РЕПО. Согласно этому свопу, покупатель защиты платит в пользу продавца защиты сумму, которая равна процентам по обязательству, названному в свопе. Помимо этого, если рыночная цена названного обязательства вырастет, покупатель защиты уплатит размер увеличившейся цены обязательства. В обмен продавец защиты уплачивает заранее согласованную сумму, которая отражает некоторую форму расходов на капитал (например, LIBOR плюс спред). Более того, если рыночная цена названного в свопе обязательства снизится, тогда продавец защиты уплачивает покупателю сумму, которая равна соответствующему уменьшению.

Платежи, которые отражают понижение или повышение рыночной цены названного обязательства, могут иметь место в течение всей жизни возвратного свопа или только по истечении срока его действия. Если срок обращения инструмента ограничен сроком действия названного обязательства, тогда продавец защиты должен будет заплатить номинал соответствующего обязательства, тогда как покупатель защиты должен будет уплатить только то, что фактически получил по такому обязательству. В случае отсутствия дефолта общая сумма платежа будет равна нулю. Если срок действия свопа прекращается раньше срока действия обязательства, которое названо в свопе, тогда одна сторона заплатит другой разницу в цене. В таком случае как бы воспроизводится обстоятельство, которое возникнет, если покупатель защиты продал бы обязательство продавцу и выкупил его по достижению определенного срока. Отсюда появилось характеристика этого инструмента как синтетического РЕПО.

3.3. Облигации, привязанные к кредиту (credit-linked notes)

Синтетические активы могут быть созданы путем секьюритизации (эмиссии) ценных бумаг по поводу кредитных деривативов. Такие синтетические активы называются «облигациями, привязанными к кредиту». Такого рода облигации бывают двух видов:

- *структурированные облигации, привязанные к кредиту*, которые отличаются тем, что содержат долговое обязательство и права по кредитному деривативу (3.1.1);
- *синтетические облигации, привязанные к кредиту*, которые создаются путем выпуска облигаций по поводу кредитных деривативов (3.1.2)[13].

[13] Paul Usman Ali, New Applications for Credit Derivatives, June 2001 // University of Queensland Law School Working Paper. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=272379. P. 9.

3.3.1. Структурированные облигации, привязанные к кредиту

Среди общей категории облигаций, привязанных к кредиту, чаще всего встречаются облигации, в содержание (условия) которых включен кредитный дефолтный своп. Такие облигации еще называются «облигациями, которые привязаны к дефолту по кредиту» (credit default-linked notes)[14]. Владелец такой облигации получает купонный доход в течение срока обращения этой ценной бумаги. В случае если до погашения такой облигации не возникнет кредитного события (например, обязательство не будет исполнено, должник по обязательству будет признан банкротом, будет принято решение о реструктурировании активов должника или снижен рейтинг должника), тогда такие облигации будут погашены эмитентом по их номинальной стоимости. Однако если возникнет кредитное событие[15], тогда облигации будут погашены досрочно по номинальной стоимости, уменьшенной на определенную величину, или по рыночной стоимости названного в облигации обязательства, которая получена после возникновения кредитного события[16].

Структурированные облигации, привязанные к кредитному риску, в свою очередь, разделяются на два следующие подвида:

- облигации, привязанные к кредиту с полным возвратом (облигации, которые включают свопы на полную выплату процентов);
- облигации, привязанные к кредитному спреду (облигации, которые содержат в себе форвард на кредитный спред).

Оба вида структурированных облигаций, привязанных к кредиту, подобно облигациям, привязанным к дефолту, будут погашены по рыночной цене названного в облигации обязательства, вне зависимости от того, будут они погашены досрочно при наступлении кредитного события или по истечении срока их обращения. Владельцы таких облигаций участвуют полностью в риске исполнения обязательств по соответствующему кредиту (обязательству).

Облигации, привязанные к дефолту, и облигации, привязанные к полному исполнению по кредиту, могут быть погашены за счет передачи их владельцам определенной доли ценных бумаг или другого имущества в пределах стоимости названного в облигации обязательства[17]. В случае с облигациями, привязанными к кредитному спреду, сумма погашения определяется в зависимости от спреда по обязательству, которое названо в облигации. В такой ситуации инвесторы заработают, если спред будет узким, но потеряют, если спред будет широким.

Структурированные облигации, привязанные к кредиту, могут также содержать инструменты защиты суммы основного долга, согласно которому погашение суммы основного долга гарантировано. В случае если кредитное событие до наступления срока погашения не возникает, тогда такого рода облигации будут погашены по номиналу. Однако если кредитное событие наступит, купон не будет выплачен и облигации будут погашены немедленно по размеру основного долга[18].

3.3.2. Синтетические облигации, привязанные к кредиту

Согласно типичной структуре создания синтетических облигаций, привязанных к кредиту, специальная компания (SPV) продает финансовому институту (банку) защиту по кредитному деривативу (обычно дефолтный своп). Затем SPV размещает синтетические облигации, обеспеченные залогом и платежами по кредитному деривативу, тем самым передавая кредитный риск инвесторам. Структура, по

---

[14] Moody's Investors Service, Understanding the Risks in Credit Default Swaps, March 2001, p. 1. Документ, который был подготовлен агентством Moody's, содержит детальное обсуждение рисков, которые характерны для кредитных дефолтных свопов, включенных в содержание привязанных к кредиту облигаций.

[15] Определение термина «дефолт», которое опубликовано Международной ассоциацией по свопам и деривативам (ISDA), по сравнению с общим пониманием этого термина во многих аспектах шире, потому им обозначаются риски потерь, наступающих от событий, которые не являются в буквальном смысле дефолтом.

[16] Das, Credit Linked Notes — Structured Notes in Das, op cit n 8. P. 85–87; S Das, «Credit Derivatives — Products» in S Das (ed) // Credit Derivatives and Credit Linked Notes (2nd ed. John Wiley & Sons, 2000). P. 10–39.

[17] Paul Usman Ali, New Applications for Credit Derivatives, June 2001 // Company and Securities Law Journal. August 2001.Vol. 19. P. 10.

[18] Tavakoli J. M. Credit Derivatives: A Guide to Instruments and Applications /John Wiley & Sons, 1998. P 206–207.

которой облигации эмитируются, называется синтетическими облигациями, обеспеченными кредитами (synthetic CLOs), или синтетическими облигациями, обеспеченными другими облигациями (synthetic CDOs)[19].

Если в период обращения облигаций кредитное событие не возникает, облигации будут погашены по окончании срока их обращения и в размере номинальной стоимости. Однако если кредитное событие наступает, облигации подлежат погашению в размере номинальной стоимости, уменьшенной на сумму, которая должна быть уплачена SPV в пользу банка по условиям кредитного деривативa. По таким облигациям уплачивается купон, который формируется за счет премии, выплачиваемой банком по кредитному деривативу, и поступлений от инвестиций.

Большинство синтетических облигаций, привязанных к кредитному риску, использовались при секьюритизации статических кредитных рисков или портфелей долговых ценных бумаг (включая корпоративные облигации и ценные бумаги, эмитированные в результате секьюритизации), хотя в небольшом количестве сделок такие облигации были эмитированы в отношении динамических кредитных рисков, когда портфель кредитов или облигаций заменяется в течение жизни сделки.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящей статье рассмотрены общие вопросы синтетической секьюритизации, в том числе преимущества и недостатки такого рода секьюритизации, причины ее возникновения и основной строительный материал в виде кредитных деривативов, которые используются в сделках синтетической секьюритизации. Очевидным является тот факт, что кредитные деривативы позволяют компаниям управлять своими кредитными рисками и для банков служат инструментом экономии капитала, что для клиентов уменьшает стоимость банковского кредита и делает банк более конкурентоспособным на рынке кредитования[20].

---

[19] В контексте привязанных к кредиту облигаций синтетические отличаются от обычных облигаций тем, что первые обеспечены кредитными деривативами по поводу пула кредитов, тогда как вторые обеспечены пулом кредитов как таковым (See: Paul Usman Ali, The Future of Loan Portfolio Management: An Overview of Synthetic Collateralised Loan Obligations // Journal of Banking & Finance Law and Practice, Vol. 12, March 2001).

[19] Bernadette A. Minton, Rene Stulz, and Rohan Williamson, How much do banks use credit derivatives to reduce risk?