Standard & Poor's

Марк Аделсон,
главный специалист по кредитному анализу, Нью-Йорк

Уильям Монтроун, *Нью-Йорк*

Томас Дж. Гиллис, *Нью-Йорк*

Скотт Буджи, *Париж*

Скотт Спинцер, *Нью-Йорк*

Таня Азарч, *Нью-Йорк*

НА КОГО и в какой степени повлияет понижение рейтингов компаний MBIA и Ambac?

5 ИЮНЯ 2008 ГОДА РЕЙТИНГОВАЯ СЛУЖБА STANDARD & POOR'S ПОНИЗИЛА РЕЙТИНГИ КОМПАНИЙ MBIA INSURANCE CORP. (MBIA) И AMBAC ASSURANCE CORP. (AMBAC), СПЕЦИАЛИЗИРУЮЩИХСЯ НА СТРАХОВАНИИ РИСКОВ ЭМИТЕНТОВ ОБЛИГАЦИЙ, ЧТО ПОВЛЕКЛО ЗА СОБОЙ ЦЕПОЧКУ ПОСЛЕДСТВИЙ ДЛЯ САМЫХ РАЗНЫХ СЕКТОРОВ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА.

После внимательного изучения ситуации наши аналитики пришли к выводу, что степень влияния этого события варьируется от сектора к сектору, а также внутри каждого сектора. Причем в одних областях последствия проявятся немедленно, в других — с некоторым запозданием. Ниже приводится наше мнение по поводу того, как ухудшение кредитоспособности MBIA и Ambac и связанное с этим понижение рейтингов могут отразиться на государственных финансах, структурном финансировании, банках и дилерах по ценным бумагам, а также фондах денежного рынка.

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ

Мы считаем, что в краткосрочной перспективе указанное понижение рейтингов окажет лишь ограниченное влияние на сегмент государственных финансов США. С начала этого года MBIA и Ambac в основном не проявляли активности, а их совокупная рыночная доля составила всего 6%. Это можно объяснить тем, что эмитенты либо вообще стали меньше страховать свои риски, либо начали чаще обращаться к другим страховщикам облигаций. Мы полагаем, что в этом году остальные страховщики облигаций, имеющие рейтинг AAA, могут легко поглотить бизнес MBIA и Ambac.

Общий уровень страхового покрытия в сегменте государственных финансов уже снизился до 22%, в то время как «среднее» историческое значение превышает 50%. Однако мы понимаем, что спрос инвесторов на муниципальные ценные бумаги, не имеющие страхового покрытия, не упал.

Мы считаем, что перспективы формирования портфеля новых страховых договоров в сегменте государственных финансов неопределенны как для MBIA, так и для Ambac, поскольку ценообразование на их услуги будет находиться под влиянием не только фактора понижения рейтингов, но и обеспокоенности рынка возможностью дальнейшего ухудшения их финансового состояния.

Это может создать возможности для выхода на рынок новых игроков. При этом у MBIA и Ambac может усилиться мотивация к разделению существующих бизнес-портфелей на отдельные части для обеспечения ценовой защиты в сегменте государственных финансов.

Ухудшение кредитоспособности MBIA и Ambac и последующее понижение рейтингов могут повлиять на рынок облигаций с правом предъявления к погашению в определенный срок (облигаций с опционом), так как инвесторы будут стремиться получить страховку от страховщиков с наивысшими рейтингами. Кроме того, можно предположить, что компании, занимающиеся финансированием жилищного сектора и другими подобными операциями и пользующиеся гарантиями или «связанным» страхованием в рамках гарантированных инвестиционных контрактов (guaranteed investment contracts — GICs), заключенных со специализированными страхователями, чьи рейтинги были понижены, захотят сменить контрагентов по GICs, чтобы избежать понижения собственных рейтингов. Небольшие эмитенты могут столкнуться с проблемой повышения стоимости фондирования, если инвесторы потребуют надбавку за хеджирование риска нехватки ликвидности. Наконец, инвестиционные фонды, вкладывающие средства исключительно или преимущественно в застрахованные инструменты, могут столкнуться с падением чистой стоимости своих активов и, соответственно, оказаться перед угрозой понижения рейтингов.

СТРУКТУРНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

Мы считаем, что указанное понижение рейтингов повлияет на большое число сделок структурного финансирования. Фактически оно затронет порядка 1.6 тыс. траншей ценных бумаг, общая сумма которых (исходя из стоимости на момент выпуска) составляет около $350 млрд. На долю ценных бумаг, застрахованных MBIA, приходится 40% общего числа и 44% совокупной стоимости выпусков, а на долю Ambac — 60% общего числа и 56% совокупной стоимости. В общем объеме «затронутых» траншей 94% составляют ценные бумаги, обеспеченные активами США, остальные транши обеспечены активами другого происхождения.

Понижение рейтингов не оказало непосредственного воздействия на программы выпуска коммерческих бумаг, обеспеченных активами (asset-backed commercial papers — ABCP). Тем не менее, мы выделили 12 программ ABCP, кредитное качество которых поддерживается полисами либо MBIA, либо Ambac (см. список, приведенный ниже). По данным на 16 апреля 2008 г., администраторы этих программ составили чрезвычайные планы, призванные смягчить негативные последствия понижения рейтингов специализированных страховщиков до уровня ниже AA- для кондуитов, выпускающих ABCP с рейтингом A-1+, и до уровня ниже A для кондуитов, выпускающих ABCP с рейтингом A-1. В настоящее время мы выясняем, не менялись ли эти чрезвычайные планы, и если окажется, что в них произошли изменения, которые влияют на нашу оценку кредитного качества, мы опубликуем соответствующее сообщение. Кроме того, мы будем изучать все программы выпуска ABCP на предмет их подверженности рискам, связанным с указанными страхователями облигаций. Подробности нашего анализа программ ABCP изложены в статье «Риски, связанные со страхователями облигаций, мало влияют на рейтинги кондуитов, выпускающих ABCP» (ABCP Conduit Ratings Are Not Materially Affected by Bond Insurance Exposure), опубликованной в RatingsDirect 16 апреля 2008 г.

В Таблице 1 указаны программы выпуска ABCP, кредитное качество которых поддерживает компания Ambac.

В Таблице 2 указаны программы выпуска ABCP, кредитное качество которых поддерживает компания MBIA.

Таблица 1. Программы выпуска ABCP, обеспеченные финансовой гарантией Ambac

	Рейтинг	Объем ABCP, находящихся в обращении, $*
Barton Capital LLC	A-1+	14 925 908 000
CAFCO LLC	A-1+	17 496 050 000
CHARTA LLC	A-1	13 491 980 000
CIESCO LLC	A-1+	12 369 260 000
Compass	A-1	6 027 840 000
CRC Funding LLC	A-1+	15 904 500 000
Falcon Asset Securitization Co. LLC	A-1	13 331 223 000
Jupiter Securitization Co. LLC	A-1	12 037 228 708
Market Street Funding LLC	A-1	4 313 204 000
Paradigm Funding LLC	A-1	4 334 100 000
Park Avenue Receivables Co. LLC	A-1	13 982 634 000

*Согласно последним данным, полученным администратором каждого кондуита

Таблица 2. Программы выпуска ABCP, обеспеченные финансовой гарантией MBIA

	Рейтинг	Объем ABCP, находящихся в обращении, $*
Triple-A One Funding Corp.	A-1	362 162 333

* Согласно последним данным, полученным администратором каждого кондуита

БАНКИ И ДИЛЕРЫ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ

Мы ожидаем, что ухудшение кредитоспособности и последующее за этим понижение рейтингов MBIA и Ambac, вкупе с недавним понижением рейтингов других специализированных страховщиков облигаций, станет дополнительным негативным фактором, влияющим на финансовые результаты некоторых брокеров и дилеров, а также банков. Однако мы полагаем, что объем дополнительных списаний, который может стать последствием этого влияния, будет небольшим.

Большинство финансовых институтов, в существенной степени подверженных рискам, связанным со страхователями облигаций, уже списали стоимость своих страховых покрытий, что отчасти объясняется увеличением в последние месяцы кредитных спредов по активам, имеющим защиту специализированных страховщиков. Кроме того, в некоторых случаях оставшиеся риски были дополнительно хеджированы. Несмотря на большой объем списания финансовых гарантий специализированных страховщиков (согласно последним данным по крупнейшим финансовым институтам США и Европы, он превышает $20 млрд), понижение рейтингов указанных страховщиков, скорее всего, станет еще одним негативным фактором, который банкам необходимо будет учитывать во внутренних моделях оценки рисков.

В последние месяцы мы понизили рейтинги брокеров и дилеров, а также банков, в наибольшей степени подверженных риску падения деловой активности на рынках долговых финансовых инструментов, в частности, в секторе subprime (низкокачественные ценные бумаги), куда входят облигации, обеспеченные долговыми обязательствами, созданные на основе структурированных ценных бумаг (collateralized debt obligations of asset-backed securities — ABS CDOs). Мы считаем, что текущий уровень рейтингов эмитентов этих инструментов имеет достаточный допуск, который позволяет производить новые — и ожидаемые — поэтапные списания, связанные с самыми разными причинами, в том числе с ухудшением кредитоспособности специализированных страховщиков. Поэтому на сегодняшний день мы не ожидаем изменений рейтингов других финансовых институтов, которые были бы непосредственно связаны с недавним понижением рейтингов специализированных страховщиков.

СЛЕДУЮЩИЕ ВЕРОЯТНЫЕ КАНДИДАТЫ НА СПИСАНИЕ — ABS CDOS

В дальнейшем наибольший объем, связанный с ухудшением кредитоспособности специализированных страховщиков, ожидается в сегменте ABS CDOs. Именно в нем страховщики активно формировали портфели договоров в 2005–2007 гг., когда происходил быстрый рост выпуска ценных бумаг subprime (см. статью «После кризиса subprime к несчастьям банков может добавиться понижение рейтингов страховщиков облигаций» [Downgrades of Bond Insurers Can Add to Subprime Woes for Banks], опубликованную в RatingsDirect 5 февраля 2008 г.). Значительная часть ABS CDOs (стоимостью более $100 млрд), состоящая в основном из «самых старших» траншей, обеспечена страховым покрытием, предоставляемым специализированными страховщиками. Большая часть таких бумаг сконцентрирована в руках небольшой группы финансовых институтов, которые уже значительно скорректировали стоимость этих активов в своих портфелях.

Выборочный список (см. ниже) финансовых институтов, раскрывших данные о значительных объемах списания активов, обеспеченных защитой специализированных страховщиков, показывает, что финансовые институты уже учитывают потерю стоимости предоставленного страхового покрытия в своих внутренних моделях оценки рисков, исходя из увеличения кредитных спредов и прогнозов формирования денежных потоков, составленных с учетом потенциальных стрессов. Приведенные ниже цифры не отражают во всей полноте величину рисков, связанных со специализированными страховщиками, так как они прежде всего показывают ситуацию с портфелями ABS CDOs. Данные по различным финансовым институтам не являются вполне сравнимыми ввиду различий в определении и составлении отчетных данных по ABS CDOs и рискам, связанным со специализированными страховщиками.

- Компания Merrill Lynch & Co. Inc. сообщила, что на 28 марта 2008 г. номинальная сумма свопов кредитного риска (credit default swaps — CDS), купленных у страховщиков облигаций в качестве защиты для «самых старших» траншей ABS CDOs американских эмитентов, составляла $18.8 млрд. Merrill Lynch зафиксировала объемы списаний по указанным CDOs: $538 млн в 4 квартале 2007 г. и $800 млн в 1 квартале 2008 г.
- Компания Citigroup Inc. сообщила, что она приобрела у специализированных страховщиков защиту для «самых старших» траншей высококачественных CDOs общей стоимостью в $10.5 млрд. Сумма списаний по данным CDO составила $1.5 млрд в 1 квартале 2008 г.
- Компания Morgan Stanley сообщила, что в 1 квартале 2008 г. она списала активов на $600 млн в связи с увеличением кредитного спреда по облигациям, застрахованным специализированными страховщиками.
- Банк Canadian Imperial Bank of Commerce (CIBC) понес убытки из-за ухудшения условий на рынках кредитования и ликвидности кредитования. Основная часть убытков была связана с сегментом ценных бумаг subprime, выпущенных в США. Произведенные CIBC к настоящему времени списания по страховому покрытию специализированных страховщиков (в основном корпорации ACA Financial Guaranty Corp.) составили $4.7 млрд, при этом номинальная сумма страхуемых обязательств составляла $7.9 млрд.
- Банковская группа The Royal Bank of Scotland Group PLC (RBSG) сообщила, что в апреле 2008 г. номинальная стоимость защиты кредитного качества выпущенных ею ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой (residential mortgage-backed securities — RMBS), и ABS CDOs, составляла $12 млрд. RBSG скорректировала стоимостную оценку кредитных рисков, связанных с приобретением всех видов страховой защиты у специализированных страховщиков (не только по RMBS и ABS CDOs, но и по другим видам выпущенных ценных бумаг), на $4.4 млрд.
- Группа Credit Agricole S.A. (CASA) сообщила, что на 31 марта 2008 г. номинальная стоимость защиты кредитного качества выпущенных ею ABS CDOs составляла $9.9 млрд. После списаний по страховому покрытию специализированных страховщиков, составивших накопленным итогом $3.9 млрд, справедливая стоимость кредитной защиты всех классов активов, выпущенных CASA, равнялась $3.4 млрд.

• Компания UBS AG сообщила, что на 31 марта 2008 г. номинальная стоимость страховой защиты, приобретенной ею у специализированных страховщиков, составляла $24.6 млрд, из которой $11.6 млрд относилось к выпускам ABS CDOs. После корректировки стоимостной оценки кредитных рисков на $2.6 млрд справедливая стоимость кредитной защиты всех классов активов, выпущенных компанией, составила $6.3 млрд.

• Группа Societe Generale сообщила, что на 31 марта 2008 г. номинальная стоимость страховой защиты ее ABS CDOs, приобретенной у специализированных страховщиков, составляла $11 млрд. После списаний по страховому покрытию, составивших накопленным итогом $1.6 млрд, и с учетом эффекта приобретенных хеджей справедливая стоимость кредитной защиты всех классов активов, выпущенных группой, равнялась $1.2 млрд.

Принимая во внимание значительное повышение нестабильности в сегменте ABS CDOs, следует учитывать, что основная часть номинальной стоимости страхового покрытия, предоставленного специализированными страховщиками (по оценкам, это $2.5 трлн), приходится на высококачественные базисные активы, кредитное качество которых существенно не ухудшилось. Речь идет в первую очередь о высококачественных муниципальных ценных бумагах, а также корпоративных облигациях, CDOs, обеспеченных корпоративными обязательствами, и ABS, обеспеченных правами требования по кредитным картам. Что касается банков и брокеров, то их трудности, возникшие в связи с ухудшением кредитоспособности специализированных страховщиков, оцениваются нами как преодолимые, несмотря на значительную номинальную сумму ценных бумаг, подвергающихся указанному риску.

В целом мы полагаем, что потенциальные последствия дальнейших списаний страховых покрытий для выручки банков и брокеров в оставшиеся месяцы 2008 г. не будут слишком тяжелыми в контексте текущих кредитных рейтингов этих организаций. Недавние понижения рейтингов компаний Merrill Lynch, Citigroup, UBS и Morgan Stanley, каждая из которых использует крупные страховые покрытия специализированных страховщиков, частично обусловлены сохраняющимся риском потерь по более высокорисковым активам, а также остаточным списанием ценных бумаг, в том числе обеспеченных защитой специализированных страховщиков.

РИСКИ БАНКОВ И БРОКЕРОВ, СВЯЗАННЫЕ С СЕГМЕНТОМ МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

В контексте понижения рейтингов специализированных страховщиков существуют риски, которым банки и брокеры подвергаются в связи со своими операциями на рынке муниципальных облигаций (в качестве дилеров и лиц, предоставляющих ликвидность). Но нас эти риски беспокоят в меньшей степени (см. статью «Новая печальная глава в истории банков и брокеров-дилеров: ценные бумаги с аукционной ставкой, обеспеченные муниципальными облигациями, облигации с опционом и облигации с плавающей ставкой, оплачиваемые по предъявлении» [The Next Chapter of Bank and Broker-Dealer Travails: Muni-Based Auction-Rate Securities, Tender Option Bonds, and Variable-Rate Demand Obligations], опубликованную в RatingsDirect 25 февраля 2008 г.). Мы считаем, что многие ценные бумаги с аукционной ставкой (auction-rate securities — ARS), застрахованные специализированными страховщиками, уже оплачены или рефинансированы в других формах. При этом у дилеров, работающих с ARS, никаких обременительных резервов этих бумаг, по всей видимости, не образовалось. Понижение рейтингов специализированных страховщиков может привести к росту спроса на чрезвычайные механизмы привлечения ликвидности, но мы считаем, что используемое обеспечение имеет относительно высокое качество.

ФОНДЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Мы ожидаем, что ухудшение кредитоспособности и последующее за этим понижение рейтингов MBIA и Ambac не заставит администраторов фондов денежного рынка избавиться от части муниципальных ценных бумаг (налогооблагаемых и неналогооблагаемых), застрахованных этими организациями. Специализированные страховщики рейтинговой категории AA будут по-прежнему соответствовать требованиям к кредитоспособности, которыми руководствуются фонды денежного рынка, зарегистрированные в соответствии с Правилом 2a-7 Закона «Об инвестиционных компаниях» 1940 г. Согласно этому правилу, фонд денежного рынка не может инвестировать более 5% своих активов в «ценные бумаги второго уровня», известные также как ценные бумаги, имеющие краткосрочные рейтинги A-2, P2 и (или) F-2. Краткосрочные рейтинги A-2 обычно соответствуют долгосрочным рейтингам A, A-, BBB+ и в некоторых случаях BBB по шкале Standard & Poor's.

Согласно Правилу 2a-7 (если Комиссия по ценным бумагам [Security Exchange Commission — SEC] не внесет в него каких-либо поправок), если наши рейтинги, присвоенные указанным страховым компаниям, опустятся ниже A, то ценные бумаги, обеспеченные их полисами страхования, могут стать «бумагами второго уровня». Это прежде всего коснется ценных бумаг с плавающей ставкой, которые могут быть предъявлены к погашению в определенный срок. В таком случае фонды могут принять решение в установленный срок (как правило, недельный или месячный) передать ценные бумаги тендерным агентам на продажу. Это может повлечь за собой определенные последствия. Например, фонды могут столкнуться с дефицитом ценных бумаг, пригодных для инвестирования поступлений от продаж, и оказаться с крупными денежными позициями, с которых, возможно, им придется уплачивать налоги. Кроме того, некоторые эмитенты ввиду повышения частоты пересмотра ставки (подобное уже наблюдалось на рынке инструментов с аукционной ставкой) могут пожелать изменить плавающую ставку по своим обязательствам на фиксированную.

Следует сказать и о том, что понижение рейтингов MBIA и Ambac не заставит менеджеров фондов денежного рынка, имеющих рейтинг AAAm, продавать ценные бумаги, застрахованные этими компаниями. Группа рейтингов фондов в составе Standard & Poor's будет продолжать наблюдать за тем, повлияют ли недавние рейтинговые действия на ликвидность ценных бумаг, находящихся в фондах денежного рынка, имеющих рейтинги Standard & Poor's, а также на способность этих фондов поддерживать стоимость своих чистых активов на стабильном уровне.

Списки рейтингов, изменившихся в результате указанных рейтинговых действий, приводятся на сайте www.spviews.com. Чтобы их посмотреть или скачать, нажмите кнопку Deals Affected на левой навигационной панели. Мы продолжаем анализировать последствия этих рейтинговых действий, поэтому список изменившихся рейтингов может расшириться.