

Шаповал Андрей Викторович

аспирант кафедры финансов
Саратовского государственного
социально-экономического университета
dom-hors@mail.ru

Shapoval Andrey Viktorovich

PhD student of the Finance Department,
Saratov State University
for Social and Economic Studies
dom-hors@mail.ru

ПРОБЛЕМЫ РЕЙТИНГОВАНИЯ СДЕЛОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

PROBLEMS OF RATING ASSIGNMENT OF SECURITIZATION TRANSACTIONS

Аннотация:

Статья посвящена проблемам рейтингования ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации активов. Цель статьи – исследовать недостатки, связанные с процессами присвоения рейтингов, и определить основные направления по повышению адекватности и объективности присваиваемых рейтингов. В статье исследуются теоретические основы рейтингования ценных бумаг, рассматриваются этапы процедуры присвоения рейтингов. Результаты, отраженные автором в статье, могут быть использованы руководителями корпораций, а также регулирующими органами. Выводы, обозначенные автором в данной статье, указывают на необходимость глубокого изучения рисков, связанных с секьюритизацией.

Ключевые слова:

секьюритизация, рейтинги, регулирование, риски, финансовый рынок.

Summary:

The article is concerned with rating assignment of the securities issued as a result of assets securitization. The objective of the article is to study the limitations, determined by processes of rating misappropriation, and to define the main guidelines aimed to improve adequacy and objectivity of the rating assignment. The article carries out a research of theoretic bases of the securities ratings and defines stages of the rating assignment. The research results may be implemented by the corporation managers and controlling authorities. The author emphasizes the need for a detailed study of the securitization risks.

Keywords:

securitization, ratings, regulation, risks, financial market.

В сделках по секьюритизации активов, как правило, встраиваются различные механизмы, позволяющие повысить надежность и качество выпускаемых в результате сделки ценных бумаг. Применение того или иного конкретного обеспечительного механизма зависит от структуры сделки секьюритизации, от целей и задач оригинатора, от рыночной конъюнктуры и от множества других факторов. Совершенно очевидно, что учесть все многообразие данных факторов невозможно, тем более невозможно предсказать степень их влияния на ценные бумаги в перспективе. В связи с этим для повышения доверия потенциальных инвесторов к ценным бумагам, выпущенным в ходе секьюритизации активов, необходима адекватная, объективная оценка всевозможных рисков инвестирования в данные ценные бумаги. Для решения подобных задач оригинаторы прибегают к услугам рейтинговых агентств. Кредитные рейтинги являются основой для принятия инвестиционных решений о целесообразности, возможных рисках и ожидаемой доходности ценных бумаг.

Присвоение кредитных рейтингов ценным бумагам, выпущенным в результате секьюритизации активов, во многом определяет успешность выпуска и размещения ценных бумаг (то есть влияет на стоимость и сроки заимствования). При этом важно отметить, что кредитный рейтинг выпуска не должен быть ниже инвестиционного уровня (уровня BBB по методике "Standart and Poors" и уровня Baa по методике Moody's), так как крупные институциональные инвесторы консервативны в своих стратегиях и на законодательном уровне не могут формировать свои портфели из ценных бумаг с рейтингами ниже инвестиционного уровня.

В целом понятие «кредитный рейтинг» в сделках по секьюритизации активов совпадает с понятием «корпоративный кредитный рейтинг». Однако, как будет продемонстрировано ниже, процедура рейтингования ценных бумаг в сделках секьюритизации отлична от аналогичной процедуры в иных сделках. Данная специфика является следствием того, что оригинатор и организатор выпуска ценных бумаг обладают большей мобильностью и, следовательно, могут менять условия сделки в режиме реального времени. Таким образом, рейтинговые агентства в сделках секьюритизации играют большую роль, чем в случаях корпоративного присвоения рейтингов.

Так, в ходе процедуры оценки и присвоения рейтинга рейтинговые агентства консультируют оригинаторов в отношении структуры будущей сделки, сроков, ожидаемых ставок доходности, используемых механизмов кредитной поддержки и прочих существенных условий сделки по секьюритизации активов.

Ведущие международные рейтинговые агентства имеют достаточный опыт в присвоении рейтингов различным организационным структурам в развитых странах. Получение российскими оригинаторами адекватного имеющимся рискам кредитного рейтинга от международных рейтинговых агентств может быть затруднено из-за отсутствия полного представления рейтинговых агентств о макроэкономической ситуации в стране. Дополнительные затраты агентств на сбор, анализ и интерпретацию необходимой информации зачастую приводят к тому, что рейтинг конкретной организационной единицы приближается к установленному для России страновому рейтингу или даже превосходит его [1, с. 7].

Главной, на наш взгляд, особенностью процедуры рейтингования ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации, является тот факт, что уровень присваиваемого рейтинга известен заранее. Именно этим процедура присвоения кредитного рейтинга в сделках по секьюритизации активов отличается от аналогичной процедуры присвоения корпоративного рейтинга.

Вторая существенная особенность процедуры присвоения корпоративного рейтинга и рейтингования сделки секьюритизации заключается в том, что рейтинговое агентство взаимодействует с эмитентом ценных бумаг в течение длительного периода времени, по ходу сделки меняя ее условия. Данная особенность отличает рейтингование сделок секьюритизации от корпоративного присвоения рейтинга, когда рейтинговые агентства основываются на результатах анализа финансового положения компании, ее способности выполнять взятые на себя обязательства. Другими словами, корпоративный рейтинг – это моментальный срез ключевых показателей компании, а рейтинг секьюритизированных ценных бумаг – это динамичный, рефлексивный процесс, так как в отличие от корпоративных рейтингов, в сделках секьюритизации возможно конструировать сделку, подгоняя ее заранее под желаемый рейтинг (конструировать рейтинг). Оригинатор, определив заранее желаемую стоимость заимствования, в партнерстве с организаторами выпуска и рейтинговыми агентствами конструируют сделку таким образом, чтобы добиться желаемого уровня рейтинга.

Так, в предкризисный период долговые бумаги, выпущенные в результате секьюритизации ипотечных активов с низким уровнем рейтинга (BB или даже CCC) превращались в ценные бумаги с рейтингом AAA. Все три крупнейших мировых рейтинговых агентства (Moody's, Standard and Poor's и Fitch) присваивали наивысший рейтинг секьюритизированным ценным бумагам даже в тех случаях, когда их высокие риски были очевидны.

Рейтинговые агентства при оценке степени финансовой надежности сделок секьюритизации ставят задачу спрогнозировать вероятность исполнения платежных обязательств по выпускаемым ценным бумагам. Каждое значение рейтинга соответствует определенному уровню гарантий. На практике показатель рейтинга характеризует то, какой уровень убытков в секьюритизируемом пуле способен выдержать каждый конкретный класс ценных бумаг.

Стандартная схема присвоения рейтинга выглядит следующим образом: рейтинговые агентства определяют сумму, достаточную для покрытия убытков по ценным бумагам, выпущенным в результате секьюритизации активов, как произведение частоты обращения взысканий на размер убытков. Частота обращения взыскания отражает долю кредитов в пуле, обязательства по которым не будут исполнены (или будут исполнены ненадлежащим образом) в течение срока сделки. Показатель размер убытков описывает размер ожидаемых потерь, которые могут быть понесены в ходе сделки, при обращении взыскания в случае дефолта.

Первый этап присвоения рейтинга связан с изучением финансового состояния и иных существенных характеристик оригинатора и специально созданного юридического лица, в пользу которого впоследствии будет осуществлена продажа пула активов.

На втором этапе исследуются финансовые активы, которые компания предполагает секьюритизировать. Данные активы оцениваются на соответствие заранее оговоренным стандартам (например, уровень географической разбросанности активов, вид кредита, сроки и пр.).

На третьем этапе рейтинговое агентство рассчитывает вероятность убытков для каждого из класса ценных бумаг.

Четвертый этап связан с изучением структуры сделки секьюритизации.

Пятый этап – определение общего уровня затрат, необходимых для компенсации вероятных убытков.

Анализ вышеописанных этапов, а также действующей зарубежной практики присвоения рейтингов ценным бумагам, выпущенным в ходе секьюритизации, позволяет выделить ряд проблем и недостатков, которые в совокупности сыграли одну из главных ролей в создании условий для развертывания глобального финансового кризиса 2008 г. Мы можем отметить следующие недостатки существующей практики присвоения рейтингов ценным бумагам, выпущенным в ходе сделок по секьюритизации активов в предкризисный период:

1. Слишком высокая уверенность инвесторов в адекватности и объективности тех рейтингов, что были присвоены секьюритизированным выпускам.

2. Непонимание со стороны рейтинговых агентств всего спектра и опасности рисков, присущих структурированным сделкам по секьюритизации активов, особенно синтетическим вариантам секьюритизации (так, рейтинговые агентства не учитывали риски ликвидности и недооценивали риски изменения процентных ставок).

3. Порочная практика присвоения высших рейтингов ценным бумагам независимо от их качества. Фактически, рейтинговые агентства присваивали высшие рейтинги без разбора, в том числе и тем ценным бумагам, обеспечение по которым было крайне низкого качества, а коэффициент LTV был значительно выше 80 % [2, с. 34].

4. Порочная практика поддержания высоких рейтингов даже в период обострения проблем с активами, которые служили обеспечением в сделках секьюритизации.

В целях снижения мотивации рейтинговых агентств присваивать исключительно высшие рейтинги и отказа от порочной практики поддерживать наивысший уровень рейтинга даже в случаях значительного ухудшения рыночной конъюнктуры, мы рекомендуем кардинально пересмотреть принципы работы рейтинговых компаний. В частности, необходимо:

1) внедрение формальных критериев, в соответствии с которыми присваиваются рейтинги,
2) увеличение прозрачности в деятельности рейтинговых агентств,
3) документальная фиксация процедуры присвоения рейтинга с последующей архивацией на случай расследования адекватности и объективности присвоенного рейтинга,

4) создание солидарной ответственности рейтинговых агентств и понесших убытки инвесторов, если будет доказано, что сотрудники агентства сознательно и умышленно присвоили необъективный рейтинг,

5) разработка процедуры по снятию конфликта интересов между рейтинговыми агентствами и их клиентами,

6) отказ от практики оглашения уровня присвоенного рейтинга со стороны рейтингового комитета в последнюю очередь. Вся процедура анализа финансового положения originатора и специально созданного юридического лица должна быть прозрачна и доступна как регулирующие органы, так и для потенциальных инвесторов.

Ссылки:

1. Сучков А. Путь в лидеры рынка // Рынок ценных бумаг. 2007. № 11.
2. Гриняев С.Н., Фомин А.Н. Мировая экономика: реальность или фикция? М., 2007.

References (transliterated):

1. Suchkov A. Put' v lidery rynka // Rynok tsennykh bumag. 2007. № 11.
2. Grinyaev S.N., Fomin A.N. Mirovaya ekonomika: real'nost' ili fiktsiya? M., 2007.