

SECURITIZATION AS AN INSTRUMENT OF CREDIT RISK TRANSFER

SEKURITIZACIJA KAO INSTRUMENT PRIJENOSA KREDITNOG RIZIKA

STRNAD, Zvonimir

Abstract: *This work analyses aspect of credit risk mitigation using securitization of assets. The aim of the work is to briefly describe forms of securitization structures as well as types of securities that can, among other things, be used to transfer credit risk. Banks and other financial institutions are mayor players in securitized market and use securitization for risk mitigation. Effectiveness of securitization techniques in credit risk mitigation is analyzed in light of latest financial crises.*

Key words: *securitization, credit risk, regulatory capital*

Sažetak: *U radu se analiziraju načini smanjenja izloženosti kreditnom riziku upotrebom sekuritizacije izloženosti. Cilj rada je ukratko opisati tipove sekuritizacijskih struktura i vrijednosnih papira koji, između ostalog mogu biti korišteni za prijenos kreditnog rizika. Banke i druge financijske institucije predstavljaju velike igrače na sekuritiziranom tržištu i koriste sekuritizaciju za smanjenje kreditnog rizika. Efikasnost sekuritizacijskih tehnika kod smanjivanja izloženosti kreditnom riziku analizira se imajući na umu posljednju financijsku krizu.*

Ključne riječi: *sekuritizacija, kreditni rizik, jamstveni kapital*



Authors' data: Zvonimir Strnad, mr.sc., Ministarstvo Financija Republike Hrvatske, Zagreb, Zvonimir.Strnad@mfin.hr

1. Uvod

Sredinom osamdesetih godina na tržištu obveznica u Sjedinjenim Američkim Državama dolazi do pojave nove vrste instrumenata zaduženja osiguranih imovinom. Cijeli proces združivanja sličnih zajmova kako bi se došlo do stabilnog i predvidivog toka novca naziva se sekuritizacija[1]. Sekuritizacija je dakle proces pretvaranja novčanih tokova proizišlih iz imovine, naprimjer inicijatorovih potraživanja u nove jednolične novčane tokove utjelovljene u tranšama vrijednosnih papirima prodanim putem sekuritizacijskog subjekta posebne namjene - ovakvi vrijednosni papiri poznati su pod engleskim nazivom *asset-backed securities* ili vrijednosni papiri osigurani imovinom što ih čini različitim od kredita i dužničkih vrijednosnih papira jer se prava vjerovnika ograničavaju samo na dotičnu izloženost ne i na kompletnu imovinu emitenta čime se u potpunosti zaštićuju od insolventnosti inicijatora[2]. Razvoj tržišta sekuritiziranim instrumentima u slijedećim desetljećima u potpunosti je promijenio financijska tržišta i imao enorman utjecaj na cjelokupni ekonomski život u Sjedinjenim Američkim Državama i cijelom svijetu. Banke sve više sekuritiziraju nekada nelikvidne vrste imovine i na taj način dolaze do nove likvidnosti koja im omogućuje dodatno kreditiranje novih i starih klijenata. Ljudi koji prije nisu mogli doći do stambenih, studentskih i drugih kredita dobivaju tu mogućnost uz pomoć raznih financijskih institucija koje intenzivno sudjeluju na sekuritizacijskom tržištu od kojih su neke, poput Fredi Mac i Fenni Mea, podržavane implicitno i od strane vlade. Rast i razvoj tržišta te konstantna utrka za profitom neizbježno je dovela i do erozije standarda i etike što se pokazalo kobnim za ekonomiju i sekuritizaciju. Cilj rada je ukratko opisati tipove sekuritizacijskih struktura i vrijednosnih papira koji mogu biti korišteni za prijenos kreditnog rizika.

2. Vrste sekuritizacije i sekuritiziranih instrumenata

Sekuritizacija se može podijeliti na dva osnovna tipa (a) klasična ili engleski *true sale* sekuritizacija i (b) sintetička sekuritizacija. Temeljna razlika između ova dva tipa sekuritizacija je u tome da se kod klasične sekuritizacije izloženosti u potpunosti prenose iz bilance inicijatora na sekuritizacijskog subjekta posebne namjene dok kod sintetičke sekuritizacije izloženost ostaje u bilanci, ali se tranširanje i prijenos rizika postiže upotrebom kreditnih izvedenica i osiguranja eng. Credit default swap-CDS. Sekuritizacija tipično podrazumijeva stvaranje homogenih skupova zajmova, poput skupova hipotekarnih, auto ili osobnih zajmova i slično. Isto tako je potrebno uz dana potraživanja imati dovoljno informacija iz prošlosti, tzv. seasoning obično tri do pet godina, kako bi se utvrdilo da li spomenuta potraživanja (različiti zajmovi itd.) imaju zadovoljavajuću stopu ispunjenja. Kod ispunjenja se gleda kolika su očekivana kašnjenja kod podmirivanja zajmova i koliki su mogući gubici. Imovina unutar takvih skupova mora biti gotovo identična kako bi se sa sigurnošću mogli odrediti statistički trendovi koji potom zajedno sa povijesnim podacima čine pouzdanu projekciju budućeg smjera kretanja vrijednosti imovine, odnosno skupa zajmova koji se sekuritizira, i svih potraživanja na ime te imovine. Ako je imovina koja se sekuritizira previše raznolika i različita po svojim karakteristikama, uzmimo za

primjer skup zajmova za auto i nenamjenskih zajmova, može se dogoditi da su kriteriji putem kojih je ta imovina plasirana toliko različiti da analiza skupa zajmova koji se sekuritizira, a koji sadrži toliko različite klase imovine nije moguća. Kreditna analiza i statistička procjena skupa imovine (potraživanja) koji se namjerava sekuritizirati biti će identični bez obzira da li će skup imovine ostati u bilanci ili biti uklonjen. Osim kašnjenja i mogućeg neispunjenja obveza za sekuritizaciju, naprimjer hipotekarnih kredita, vodi se računa i o ranijem podmirenju obveza.

Najšira klasifikacija sekuritiziranih instrumenata na globalnom tržištu instrumenata s imovinskim kolateralom je kako slijedi[2]:

- ABS(asset-backed securities)- kreditni instrumenti s imovinskim kolateralom
- CDOs (collateralised debt obligations)- kreditni instrumenti sa kreditnim potraživanja kao kolateralom
- CMBS(commercial mortgage-backed securities)-kreditni instrumenti s hipotekama na poslovne prostore kao kolateralom
- RMBS(residential mortgage-backed securities)-kreditni instrumenti s hipotekama na kuće ili stanove

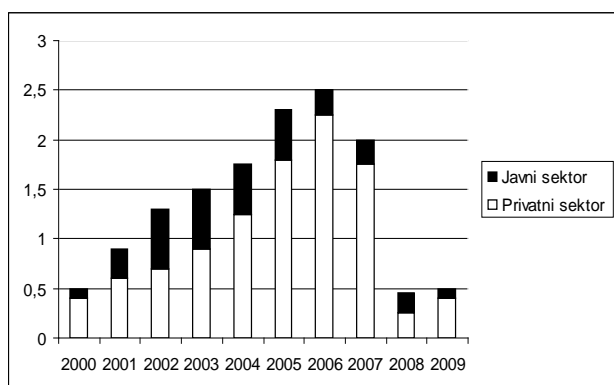
Tržište sekuritiziranim instrumentima osim navedenih poznaje i druge instrumente i sekuritizirane strukture no njihova detaljna raščlamba najčešće otkriva da se radi o sve raznolikijim tipovima kolaterala kao i novim načinima isplate kamata i glavnice investitorima.

3. Sekurtizacija kao instrument prijenosa kreditnog rizika

Izdavači sekuritiziranih instrumenata najčešće su korporacije,financijske institucije, države[3]. Jedan od glavnih motiva zbog kojih se financijske institucije upuštaju u sekuritizaciju je svakako i prijenos kreditnog rizika. Prodaja imovine i nenaplaćenih potraživanja također ima za posljedicu prijenos rizika od gubitaka zbog neispunjenja obveza zadržavajući rizik samo na razini zadržanih dijelova tranši sekuritiziranih instrumenata, najčešće onih sa najslabijim rejtingom[2]. Banke su naravno prisutne na sekuritiziranim tržištima istovremeno kao investitori u sekuritizirane instrumente i kao izdavači istih. Banke s jedne strane uistinu prenose kreditni rizik sekuritizacijom zajmova koje su one same izdale no često sa druge strane investirajući u sekuritizirane instrumente preuzimaju tuđe kreditne rizike. Razlog koje banke imaju za sekuritiziranje aktive odnosno izdanih zajmova i investiranje u sekuritizirane instrumente je profit. Banke su prije svega u konačnici zainteresirane za profit i shvatile su da je sekuritizacija idealan način za prenošenje kreditnog rizika čime bi s jedne strane smanjile regulatorne zahtjeve i jamstveni kapital, a sa druge strane povećale svoju likvidnost i ulaganja. Veliku ulogu u ovom procesu imale su rejting agencije koje su sekuritiziranim instrumentima dodjeljivale kreditni rejting kako bi investitorima u iste pružile informacije o kvaliteti samih instrumenata i kolaterala. Veća ocjena dodijeljena sekuritiziranom instrumentu ili tranši značila bi veću sigurnost instrumenta i manju kamatu koju je izdavač nudi investitoru. Privlačnost sekuritiziranih instrumenata prije svega bila je u tome da su nudili bolje kamate od drugih instrumenata na tržištu sa istim ili sličnim rejtingom. Era niskih kamatnih

stopa i povećane likvidnosti banke i druge investitore jednostavno je uvukla u lov na visoke profite koji su prema rejting agencijama nosili sa sobom nizak rizik. Naravno da je takvim razvojem situacije došlo i do ekspanzije tržišta sekuritiziranim instrumentima kao što je vidljivo iz Grafa 1. Kod sintetičke sekuritizacije kupnjom CDS banka ili izdavač velik dio svoje imovine osigurava na tržištu kapitala i na temelju toga ostvaruje smanjenje nekih regulatornih obveza poglavito jamstvenog kapitala, a sa druge strane dobiva likvidnost izdavajući sekuritizirane instrumente koji kao kolaterale imaju zajmove u bilanci banke. Ovakva struktura pogoduje banci pošto ona i dalje ostaje kao serviser zajmova i na tome ostvaruje dodatnu zaradu, a i sama procedure sekuritizacije je jednostavnija i porezno neutralna. Kreditni rizik koji je većim dijelom prebačen u smjeru investitora u sekuritizirane instrumente ipak nije sam po sebi eliminiran naime tzv. Equity tranša koju banka najčešće zadržava upija sve prve gubitke zbog neispunjavanja dužnikovih novčanih obveza unutar sekuritiziranog skupa zajmova. Pokazalo se međutim da to i nije bila tako loša vijest za banke jer je u krizi koja se odvija 2008. godine pa do danas razina loših zajmova vrtoglavo porasla, kao što je vidljivo iz Tablice 1., pa su banke u biti profitirale i većinu tih gubitaka prebacile na investitore u sekuritizirane instrumente. Nažalost investitori u te iste instrumente bile su upravo (druge) banke ili neki njihovi dužnici što je dovelo do lančane reakcije koja je u konačnici dovela do sistemske krize. U slučaju sintetske sekuritizacije kreditni rizik je zamijenjen sa rizikom nemogućnosti naplate osiguranja pošto su tvrtke poput AIG, Lehmana i drugih koje su prodavale CDS u početku krize propale. Kreditni rizik je stoga jednostavno bio zamijenjen ili se pretvorio u rizik druge strane ili namire. Sekuritizirane strukture su u konačnici postale toliko komplicirane u smislu odnosa svih sudionika da je postalo izuzetno teško ocijeniti njihovu stvarnu vrijednost. Neke strukture su imale toliko komplicirane odnose među inicijatorima, investitorima i osiguravateljima da je bilo potrebno proučiti više desetaka tisuća stranica teksta kako bi se došlo do stvarnog stanja i odgovornosti unutar sekuritizirane strukture. Naravno valja naglasiti da su neki kreditni rizici i njihova stvarna vjerojatnost bili povećani ne zbog manjkavosti unutar sekuritizirane strukture nego zbog same (ne)kvalitete sekuritiziranih potraživanja. Pojmovi poput *Ninja Loan* ili *Lairs Loan* postali su popularni nazivi za kriminalno slabu praksu izdavanja zajmova na terenu pošto su inicijatori bili svjesni da će tako izdane zajmove jednostavno upotrebom sekuritizacije prebaciti dalje. U slučaju Ninja zajmova osoba nije morala imati ništa osim dobrog kreditnog rejtinga dok se u drugim slučajevima jednostavno sugeriralo, od strane vjerovnika, klijentima da lažu o svojem stvarnom financijskom stanju. Očito je iz kada analiziramo podatke iz Tablice 1. da je razina sigurnosti koju su sugerirale rejting agencije kod sekuritiziranih instrumenti u stvarnosti bila bitno manja. Sistemska kriza koju je izazvao kolaps tržišta sekuritiziranim instrumentima pokazala je da sekuritizacija može zaštititi pojedinu banku ali ne i kompletan međunarodni financijski sistem. Kao reakcija na nastalu krizu zakonodavci, regulatori i centralne banke najavljuju nove mjere koje između ostalog ograničavaju i mogućnost prijenosa kreditnog rizika upotrebom sekuritizacije. Sekuritizacija kao instrument prijenosa kreditnog rizika kao što je vidljivo nije jednoznačna i njena upotreba, naročito nakon zadnje krize, kao instrument za smanjenje regulatornih obveza stavljena je pod veliki upitnik.

4. Tablice i grafovi



Graf 1. Vrijednost poslova sekuritizacije u svijetu, trilijuni \$ [4]

| kreditni rejting | procjena stope defaulta na period od 3. godine | stvarna stopa defaulta |
|------------------|--|------------------------|
| AAA | 0.001 | 0.10 |
| AA+ | 0.01 | 1.68 |
| AA | 0.04 | 8.16 |
| AA- | 0.05 | 12.03 |
| A+ | 0.06 | 20.96 |
| A | 0.09 | 29.21 |
| A- | 0.12 | 36.65 |
| BBB+ | 0.34 | 48.73 |
| BBB | 0.49 | 56.10 |
| BBB- | 0.88 | 66.67 |

Tablica 1. CDO od vrijednosnice koje kao kolateral imaju hipotekarne kredite niske kvalitete. Razdoblje izdanja 2005-2007, % [5]

5. Zaključak

Sekuritizacija kao instrument smanjenja kreditnog rizika pokazala se pogodnom sa aspekta banaka inicijatora ali negativno sa aspekta banaka investitora u sekuritizirane instrumente. Uzrok potpunog kolapsa sekuritizacijskog tržišta treba pak tražiti u nepovjerenju u kvalitetu kolaterala i istinitost rejtinga. Rejting agencije su očito pod utjecajem profita izrazito olakšale dobivanje visokih rejtinga sekuritiziranih instrumenata. Takav razvoj situacije je omogućio bankama da izrazito jeftino prenose kreditni rizik sa svojih bilanca na investitore koji su pak bili zaslijepljeni većim prinosima sekuritiziranih instrumenata. Ključno je naglasiti da sam proces sekuritizacije nije sam po sebi manjkav već su ljudi i njihovo neodgovorno ponašanje odgovorni za gomilanje rizika i sve posljedice koje su naknadno proistekle iz takve situacije. Zaključno možemo reći da je sekuritizacija pogodan instrument za prijenos kreditnog rizika ali da zasigurno nije konačno rješenje već samo jedan u nizu instrumenata.

6. Literatura

- [1] Miller, R & VanHoose D. (1997). *Moderni novac i bankarstvo*, MATE d.o.o, 953 6070-56-1, Zagreb
- [2] Deacon, J. (2004). *Global securitization and CDOs*, John Wiley and Sons Ltd., 0-470-86987-9, West Sussex, England
- [3] Fisher, M. & Shaw, Z. (2003). *Securitization Second editon*, Euromony Books, 1-85564-992-6, London
- [4] Earthbound, *Economist*, Vol.394, No.8675, str.69-70.
- [5] Number-crunchers crunched, *Economist*, Vol.394, No.8669, A special report on financial risk; str.5-6.



Photo 182. Sausages / Kobasice