

Секюритизация, банкови бизнес модели и финансова стабилност

Любомир Георгиев

Securitization, bank business models and financial stability

Lyubomir Georgiev

Abstract

The report focuses on the relation "securitization - business models of banking - financial crisis of 2007-08." The analysis shows that: the rapid development of the securitization process is not a signal of the declining role of banks as financial intermediaries; one of the main reasons for the reduction of financial stability at the beginning of the XXI century is the fact that as a result of securitization, banks cease to be banks.

Keywords: securitization, special purpose vehicles (SPVs), bank business model "originate-and-hold", bank business model "originate-and-distribute", shadow banking system, financial crisis.

Въведение

В годините предшествващи кризата от 2007-08 г. в повечето индустриални страни се осъществява мащабна промяна, свързана с природата на финансовото посредничество и бизнес моделите на банкиране. Традиционният модел "създавай и задържай" се заменя с нов - "създавай и дистрибутирай". Възникването на новия бизнес модел на банкиране се базира до голяма степен върху процеса на секюритизация и използването на нови инструменти за хеджиране на риска.

В настоящия доклад се обосновава необходимостта от фокусиране върху връзката секюритизация - банкови бизнес модели - финансова криза. Същевременно се цели да се формулират задоволителни отговори на следните два въпроса:

- Фактът, че секюритизацията придобива такава важност през последните години предполага потенциалното превъзходство на пазарите (транзакционното финансиране) над банковото кредитиране. Вярно ли е това предположение?
- Може ли промяната в бизнес модела на банкиране да се разглежда като неразделна част от сценария на кризата?

Структура на секюритизационния процес и ролята на банките

Секюритизацията (securitization) е може би най-важният вид финансова иновация (иновация в технологията на финансирането). Този термин се отнася до трансформиране на финансови активи, като например ипотечни заеми в ценни книжа, за да могат да бъдат реализирани при необходимост на вторичните пазари. Това дава възможност на банките да управляват по-ефикасно кредитния риск и ликвидността си. Процесът на секюритизация се стимулира от въвеждането на т.нар. *транзитни ценни книжа* (pass-through securities), създадени по примера на Правителствената национална ипотечна асоциация (GNMA) в САЩ¹. След жилищните ипотечи процесът се разраства, като започват да се секюритизират търговски ипотечи, автомобилни заеми, дългове по кредитни карти.

С течение на времето секюритизацията като процес се развива, вследствие на което и дефинирането и вече е по-общо - подбор на спестители и заематели изцяло или частично чрез финансовите пазари. По този начин тя покрива:

- Преоформянето на пакети от заеми в ценни книжа, където банковите посредници поставят началото на заемите, но се използват пазарите на ценни книжа за търсене на

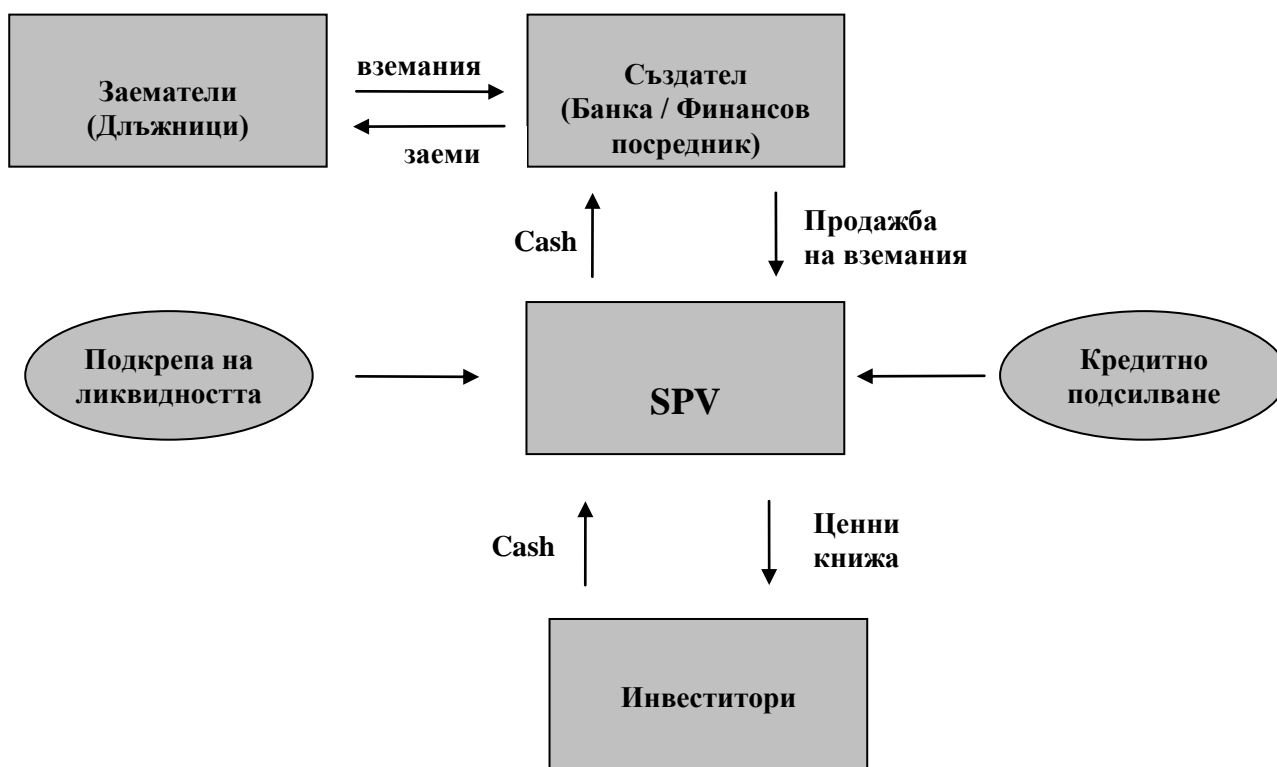
¹ Транзитите уедряват отделните жилищни ипотечи в относително хомогенни пакети (pools). Всеки пакет служи като обезпечение за издаването на една транзитна ценна книга на GNMA. Банките, които са учредили ипотечите продължават да ги обслужват, но вече не притежават ипотечните инвестиции, които се "транзитират" към притежателите на ценни книжа на GNMA. Вж. Боди, З., Кейн, А., Маркър, А. Инвестиции. Натурела АД, С., 2000, с. 17.

инвеститори (*вторична секюритизация*). В случая банките чрез създадените и подкрепяни от тях дружества със специална цел (SPVs) осъществяват една специфична емисия на ценни книжа, които са гарантирани с паричните потоци от изплащането на главниците и лихвите по заемите. По този начин кредитният риск се прехвърля на трети лица, както и се повишава банковата ликвидност.

- Финансирането чрез облигации и търговски книжа (CPs) - нарича се още *първична секюритизация*, Казано по друг начин, търсените заеми могат да бъдат обединявани в пулове от брокерски фирми, след което брокерите издават търгуеми облигации срещу съответния пул и така осигуряват финансиране, след което събират лихви и части от главницата и ги прехвърлят към държателите на облигациите.

Фиг. 1 илюстрира основните етапи, характерни за базисния модел на секюритизацията:

1. Банки (други финансови посредници) създават активи (заеми).
2. Кредиторите обединяват заеми със сходни характеристики в пулове и ги продават на SPVs, получавайки ликвидност (cash).
3. SPVs емитират и продават на инвеститори на капиталовия пазар т.нар. ценни книжа, базирани върху активи (asset-backed securities).



Фигура 1. Базисен модел на секюритизацията²

За банките това е атрактивна практика, тъй като премахва кредитите като активи от балансите им и по този начин освобождава капитал, който може да бъде използван за нов бизнес. Както е илюстрирано в табл. 1, заемите за секюритизиране в размер на €500 млн. се продават на SPV, в резултат на което в банковия баланс се увеличава позицията на свръхрезервите, основното предназначение на които е да служат за предоставянето на нови заеми.

По принцип заемополучателите печелят от този процес, тъй като той води до наличие на

² Източник: Rose, P., S. Hudgins. Bank Management & Financial Services. McGraw Hill, 2013, p. 258.

повече финансови средства за кредитиране и посредством по-добър риск мениджмънт, до по-изгодни цени на заемите. В Европа например стойността на секюритизираните активи нараства от €47 млрд. през 1997 г. на €320 млрд. през 2005 г. Нарастването на обемите на пазарите на ценни книжа в резултат на секюритизацията пренасочва една част от функциите по оценка и мониторинг на дълга от банките към доминиращите рейтингови агенции, което в действителност представлява една глобална централизация на процеса по присвояване на кредитен рейтинг.

Таблица 1

Процесът на секюритизация и балансовите отчети на банките и SPVs

(a)		(b)	
Банков балансов отчет (преди секюритизация на заеми)		Балансов отчет на SPVs (Special Purpose Vehicles)	
Активи	Пасиви + СК	Активи	Пасиви + СК
Cash и други резерви за ликвидност	Депозити	Заеми, купени от банка - €500 млн.	AAA транш
Заеми за секюритизиране – €500 млн.			AA транш
Други заеми: • търговски • инвестиционни • потребителски •	A транш		
Инвестиции в ценни книжа	BBB транш		
Други активи	Собствен капитал		Equity транш
	Недепозитни пасиви: • междубанкови заеми • заеми от ЦБ • краткосрочен дълг – CDs • дългосрочен дълг - bonds		

(c)	
Банков балансов отчет (след секюритизация на заеми)	
Активи	Пасиви + СК
Cash и други резерви за ликвидност	Депозити
€500 млн. - свръхрезерви	
Други заеми: • търговски • инвестиционни • потребителски •	Недепозитни пасиви: • междубанкови заеми • заеми от ЦБ • краткосрочен дълг – CDs • дългосрочен дълг - bonds
Инвестиции в ценни книжа	
Други активи	Собствен капитал

Безспорно е, че секюритизацията стимулира преконфигурирането на традиционното банково дело. За все по-голям набор от умерено чувствителни към информацията активи, секюритизацията се превръща в предпочитана посредническа технология. Но дори при широкото разпространение на секюритизацията, стойността (значимостта) на банките е

съхранена. Банките остават относително силни в онова, което в крайна сметка е техният основен бизнес: инвестиции в неликвидни активи. В частност, те все още са главните осигурители на ликвидността на бизнеса. Нещо повече, докато банковите балансови отчети са се свили в сравнение с тези на други посредници, банките са увеличили съществено своите извънбалансови дейности³. Блумщайн⁴ (1998а) защитава тезата, че това, което в действителност се случва е не свиване на банкерството само по себе си, а преориентиране на банките от балансови към извънбалансови дейности и по-интензивното им включване в капиталовите пазари, в т.ч. засилено нарастване на дела на услугите, свързани с управлението на активи.

Секюритизацията същевременно не е сигнал за отмиращата роля на банките, дори и ако тя е важна иновация, чувствително намаляваща банковите балансови активи. За да се докаже това твърдение е необходим по-подробен анализ на традиционната кредитна функция, осъществявана от банките. Процесът на банково кредитиране може да бъде разделен на четири основни дейности:

- 1) инициране;
- 2) финансиране;
- 3) обслужване;
- 4) управление на риска.

Иницирането включва проучване на потенциалните заематели, проектиране и оценяване на финансовите контракти. Финансирането се отнася до осигуряването на финансови ресурси. Обслужването включва отпускане на траншове, събиране на плащания, както и мониторинг на кредита. Управлението на риска включва: диверсификация, хеджиране, и др. Секюритизацията е пример за *разделяне* или *разопаковане* (unbundling) на представените по-горе взаимосвързани финансови дейности. Вече не банките финансират секюритизираните активи, а инвеститорите, които купуват ценните книжа. По този начин се прекъсва тясната връзка между спестявания и заеми, характерна за традиционното банково посредничество. Според икономиката на секюритизацията банката подсилва емисията, което обикновено се постига чрез допълнително обезпечаване или акредитив (вж. фиг. 7.1). Това означава, че банката продължава да носи част от последствията (загуби) в случай на провал на секюритизираните активи. Да вземем за пример една банка, чиито корпоративен заемател замества своя заем с емисия на търговски книжа (CPs). Ако емисията на търговските книжа е подкрепена от банката със *стендбай-акредитив* (Standby Letter of Credit - SLC)⁵, както е прието в практиката, то не може да се твърди, че банката е загубила пазарен дял. Докато сумата на заема се е преместила от банката към други кредитори, то банката продължава да носи риск. Също така, подсилването сигнализира пазара, че банката ще проведе обстойна кредитна оценка и мониторинг - следователно то снижава информационната чувствителност към секюритизираните активи, повишавайки тяхната продаваемост. Същевременно обаче при големите и хетерогенни търговски заеми съществува опасност от деформиране на частната

³ Извънбалансовите сделки включват поемането на гаранции (ангажименти) и търговия с финансови инструменти, в резултат на които се създават условни задължения за банките. Тези дейности им носят приходи от такси и комисиони без да се налага да инвестират фондове, т.е. те въздействат върху банковата печалба, без да се отразяват в балансовите отчети. Най-широка практическа приложимост от извънбалансовите сделки имат: заемни ангажименти (loan commitments); стендбай акредитиви (standby letters of credit); форуърдни и суапови контракти (forward and swap contracts).

⁴ Blommestein, H. J. "The Impact of Institutional Investors on OECD Financial Markets". In "Institutional Investors in the New Financial Landscape", H. J. Blommestein and N. Funke, eds., Paris: OECD, 1998a, pp. 48-50.

⁵ Стендбай акредитивите подкрепят задълженията на определен емитент на дългови ценни книжа към инвеститорите. Ако емитентът не успее изплати задълженията си, банката следва да го направи. За да улесни пласирането на книжата, дадена банка може да издаде стендбай акредитив, с който да гарантира изплащането на лихвените купони и главницата по заема. По същество, банката използва своя кредитен рейтинг, за да увеличи сигурността на дълговите инструменти, срещу което събира такса. Банката ще бъде склонна да издаде SLC, само ако таксата, която получава срещу това, е достатъчно висока, за да компенсира вероятността от неизпълнение на задълженията от страна на корпорацията-емитент.

банкова информация. За такива по-чувствителни към информацията активи, на банката ще се наложи да поеме по-голяма част от кредитния риск, т.е. подсилването на емисиите придобива по-голямо значение. Ако информационната чувствителност е твърде голяма, то кредитното подсилване може да не преодолее информационния проблем. Така се губят потенциалните предимства на секюритизацията и традиционното кредитиране продължава да доминира.

Следователно, замяната на балансовото с извънбалансовото банкиране би могло погрешно да внуши снижаване ролята на банките. Голяма част от стойността на банките, идваща от основните им дейности се запазва. По-конкретно, банките запазват незаменимата си роля по отношение на основните дейности, първоначало съчетани в банковото кредитиране. Те създават и обслужват активи, обработвайки в същото време риска, за да предпазят тези дейности. Освен това банките продължават да проучват и наблюдават заемателите, проектират и оценяват финансовите инструменти, както и да осъществяват риск-мениджмънт. И което е по-важно, относителните предимства на банките, коренящи се в частната информация за техните клиенти също са запазени. И накрая, в моменти на финансови кризи банките действат като посредник, заставащ между колапса на финансовата система и интервенцията на централната банка като кредитор от последна инстанция.

Промените в бизнес моделите на банкиране

Концепцията за бизнес моделите на банкиране по принцип се свързва с обхвата на бизнеса (гамата от бизнес линии) и начинът, по който се осъществяват финансово-посредническите функции. Банковите бизнес модели не са статични и еволюират с времето и под въздействие на сложен комплекс от фактори. Най-важните фактори включват: структурната еволюция на финансовите пазари и институции; макроикономическата среда, в която банките и техните клиенти оперират; регулирането; конкурентната среда на банковите пазари; финансовите иновации; бизнес целите на банките. В специализираната литература се разграничават два бизнес модела, експлоатирани от банковите институции: *традиционният модел*, характерен за периода до началото на ХХІ век и *новият (модерен) бизнес модел*, прилаган в периода 2000 – 2007 г.⁶

При *традиционния модел* на банкиране се купуват фондове от депозитния пазар, които се инвестират в различни категории заеми и обикновено се задържат до падежа. Оттук този тип банкиране става известен под наименованието *"originate-and-hold"* или *модел "създавай и задържай"*. Предоставените кредити на клиенти остават нехеджирани в банковите баланси. При отсъствие на заплахи от масирани тегления на депозити (bank runs), банките не срещат никакви ограничения за създаването на активи (главно заеми). Решението за отпускане на заем се ръководи от мнението на съответната банка за кредитната надеждност на компанията и от връзките ѝ с кредитополучателя. При този модел банката предлага комплексна услуга, като изпълнява всички основни функции на финансовото посредничество.

Този модел на организация на банковия бизнес по природа е по-малко рисков и оттук – по-стабилен. Стилциц (2010) илюстрира именно тези черти на традиционното банкиране:

„Преди появата на съвременните иновации в областта на финансите, кредитните институции живеяха в опростен свят. Оценяваха надеждността на кредитоискателя, отпускаха му кредита, следяха дали парите от кредита се използват по предназначение и си прибираха обратно парите с лихвата. Банкерите и банковото дело бяха скучни. Хората, които им доверяваха парите си, искаха те да бъдат точно такива. Обикновените граждани не желяха някой да прибира спечелените им с тежък труд пари, за да ги разиграва на лотария. Отношенията бяха основани на доверие – доверие, че вложените в банката пари ще

⁶ Wellink, N. “Risk management & financial stability - Basel II beyond”. Remarks by President of the Netherlands Bank and Chairman of the Basel Committee on Banking Supervision, at the GARP 2007 8th Annual Risk Management Convention & Exhibition, New York, 27 February 2007; Tumpel-Gugerell, G. “Business models in banking: Is there a best practice?”. CAREFIN Conference, Bocconi University, Milan, 21 September, 2009; Mishkin, Fr. S. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. Ninth Edition, Addison Wesley, 2010, p. 208; Brunnermeier, M. Institutional Finance. Teaching course. Princeton University, 2011.

бъдат върнати. ...

... Иновативната американска финансова система успя да забрави тези елементарни и усвоявани в продължение на дълги години уроци по банково дело”⁷.

Таблица 2 резюмира контраста между традиционното и модерното банкерство.

Таблица 2

Традиционно срещу модерно банкиране

	Традиционно банкиране	Модерно банкиране	
Институции	Търговски банки, спестовни банки, кооперативни (взаимни) банки	Търговски банки	Паралелни банки (вкл. инвестиционни банки, MMMFs и др.)
Заеми	Задържат се в балансовия отчет: “Buy and hold model”	Продават се на пазара на заеми, секюритизация чрез shadow banks: “Originate and distribute model”	Продават се на пазара на заеми, секюритизация чрез shadow banks: “Originate and distribute model”
Пасиви	Депозити на клиенти	Формират се от пазара на едро – междубанкови заеми; емитиране на депозитни сертификати (CDs) и облигации	Формират се от пазара на едро – репо-сделки; емитиране на търговски книжа (CPs) и облигации
Кредитен риск	Не хеджиран	Хеджиран с различни деривативни инструменти	Хеджиран с различни деривативни инструменти
Счетоводно отчитане	По цени на придобиване (At Cost)	По пазарни цени (Mark to Market)	По пазарни цени (Mark to Market)
Официална подкрепа	От централната банка – кредитор от последна инстанция (Lender of Last Resort)	От централната банка – кредитор от последна инстанция (Lender of Last Resort)	Липсва

Модерното банкерство не се основава върху депозитно-кредитния бизнес, а е концентрирано в осигуряване на произхода (създаването) и андеррайтинга (поемането) на различни емисии от финансови инструменти. Освен това, модерните банки дистрибутират създадените финансови инструменти между различни класове инвеститори чрез синдикиране, секюритизация и кредитни деривативни технологии. Поради това тази форма на организация на банковия бизнес получава названието "originate-and-distribute" или модел "създавай и дистрибутирай". Така се прекъсва тясната връзка между спестявания и заеми, характерна за традиционното банкиране. Например при традиционната банкова технология, купувачът на жилище кандидатства за ипотека в банка (или спестовна институция), която осигурява средства от депозитния пазар и събира месечните вноски при изплащането на заема. В случая акумулирането на депозити и ипотечното кредитиране е в основата на единична дейност, осъществявана от финансовия посредник (банката). При модерния бизнес модел на банкиране, въпросната единична дейност се дизагрегира (разделя) и се предлага от конкурентни институции. Една инвестиционна банкова фирма може да обединява ипотечни облигации срещу пула като събира лихва и главница, които прехвърля към държателите на вземания.

При новия бизнес модел кредиторът може и да не е институция, която нормално се

⁷ Вж. Стиглиц, Дж. Свободното падане. (Америка, свободните пазари, кризата и виновните за нея). ИК „ИнфоДАР”, С., 2010, с. 134-135.

определя като банка: банкова дейност, включително кредитирането, се осъществява и от “паралелни” банки, които са извън подкрепата на централната банка. Този бизнес модел започва да се експлоатира от много широк кръг финансови посредници – банкови и небанкови.

Все по-голяма част от заемите, като основни банкови активи, не се задържат в баланса на банките, а се продават по пазарни цени посредством различни форми на секюритизация или чрез търгуване. Основната част от банковите заеми се продават чрез т.нар. *банкова система в сянка* (shadow banking system) - термин, с който основно се описва дейността на специално създадените от банките дружества (Special Purpose Vehicles - SPVs), които не биват подлагани на адекватен регулаторен контрол⁸. Те от своя страна се финансират на пазарите, но остават зависими от банките за гаранции. В резултат - от банките се изисква да държат по-малко капитал и така да увеличават кредитирането.

При този модел средствата идват не от вложителите, а от пазара, т.е. от други банки или инвеститори. Казано по друг начин - финансирането на активите, създавани от банките все повече се осъществява от пазарни източници, отколкото от депозити. Финансовите пазари определят наличността и цената на това финансиране, а следователно и способността на кредиторите да отпускат заеми и цената при която го правят. Все по-голяма част от банковите активи се оценяват по пазарни цени ("mark to market"). Следователно пазарните цени определят рентабилността на кредитните решения.

Като резултат от това банките започват да оперират по-скоро като *брокери на кредитен риск* между крайните кредитополучатели и тези, които купуват обезпечените с активи ценни книжа или предлагат застраховка чрез суапове за кредитно неизпълнение (Credit Default Swap - CDS), отколкото като *маркет мейкъри на кредитен риск*. По тази логика, една от важните причини за възникването на кризата е фактът, че банките промениха своя бизнес модел фундаментално, т.е. банките престанаха да бъдат банки.

Заклучение

Анализът на променящата се "природа" на банките в резултат на секюритизацията показва, че тезата за отмиращата им роля в процеса на финансовото посредничество е неправилна. Развитието на процеса на секюритизация показва не превъзходството на транзакционното финансиране чрез пазарите пред банковото кредитиране, а необходимостта от *симбиоза* между тях, породена от решаването на информационни проблеми.

Бизнес моделът "originate and distribute" се развива до степен на преекспониране, тъй като е експлоатиран от много широк кръг финансови посредници - банкови и небанкови. Процесът на секюритизация, стоящ в основата на новия бизнес модел, стимулира банковото кредитиране в благоприятни пазарни условия, но увеличава сериозността на кредитната криза, когато пазарите се сринат. В резултат се създават условия за значително повишаване на рисковете във финансовите (банкови) системи: ликвиден риск, морален риск, системен риск. Всичко това формира подходяща среда за намаляване на финансовата стабилност и възникването на финансовата криза от 2007 г.

Използвана литература

1. Боди, З., Кейн, А., Маркърс, А. *Инвестиции*. Натурела АД, С., 2000;
2. Рубини Н. и Ст. Мим. *Кризисна икономика. Основен курс за бъдещето на финансите*. ИК „Сиела”, С., 2011;

⁸ В състава на "банковата система в сянка" освен SPVs се включват и небанкови ипотечни кредитори, инвестиционни банки и брокери, взаимни фондове на паричния пазар (MMMFs), хедж-фондове, правителствени кредитни агенции. Специфичното за тях е, че приличат на банки, т.е. вземат и отпускат заеми и инвестират като банки, но най-важното – не се регулират като банки. Вж. по-подр.: Adrian, T. and H. S. Shin. "The Shadow Banking System: Implication for Financial Regulation". *Financial Stability Review*, Banque de France, September 2009; Рубини Н. и Ст. Мим. *Кризисна икономика. Основен курс за бъдещето на финансите*. ИК „Сиела”, С., 2011, с. 83-87.

3. Стиллиц, Дж. Свободното падане. (Америка, свободните пазари, кризата и виновните за нея). ИК „ИнфоДАР”, С., 2010;
4. Adrian, T. and H. S. Shin. “The Shadow Banking System: Implication for Financial Regulation”. Financial Stability Review, Banque de France, September 2009;
5. Blommestein, H. J. "The Impact of Institutional Investors on OECD Financial Markets". In "Institutional Investors in the New Financial Landscape", H. J. Blommestein and N. Funke, eds., Paris: OECD, 1998a;
6. Brunnermeier, M. Institutional Finance. Teaching course. Princeton University, 2011;
7. Mishkin, Fr. S. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. Ninth Edition, Addison Wesley, 2010;
8. Rose, P., S. Hudgins. Bank Management & Financial Services. McGraw Hill, 2013;
9. Tumpel-Gugerell, G. “Business models in banking: Is there a best practice?”, CAREFIN Conference, Bocconi University, Milan, 21 September, 2009;
10. Wellink, N. “Risk management & financial stability - Basel II beyond”. Remarks by President of the Netherlands Bank and Chairman of the Basel Committee on Banking Supervision, at the GARP 2007 8th Annual Risk Management Convention & Exhibition, New York, 27 February 2007.

За контакти:

Доц. д-р Любомир Б. Георгиев
Икономически университет – Варна
lgeorgiev@ue-varna.bg