

2002-11-14

Reikalavimo teisėmis garantuoti vertybiniai popieriai

Pristatymas LLRI seminare 2002-11-14
"Ar lengva tapti nekilnojamojo turto savininku?"

Viktorija Babičienė
Finansų analitikų asociacijos prezidentė
www.finansai.lt



Finansinių instrumentų rūšys
Rinkos statistika ir raida
Apibendrinimas



Reikalavimo teisėmis garantuoti vertybiniai popieriai

- Plačiąja prasme šiuos VP galima sukonstruoti bet kokiam finansiniam turtui, turinčiam išmatuojamą vertę arba pakankamai apibrėžtus ir prognozuojamus piniginius srautus
- Reikalavimo teisėmis garantuoti VP skirstomi pagal
 - ▶ hipotekos buvimą (arba nebuvimą)
 - ▶ piniginių srautų pobūdį (amortizuojamas arba ne)
- Hipotekiniai vertybiniai popieriai (Mortgage backed securities / MBS)
 - ▶ Agentūrų hipotekiniai VP (Agency MBS)
 - ▶ Ne agentūrų hipotekiniai VP (Nonagency MBS)
- Finansinio turto vertybiniai popieriai struktūrizuojami tokiam turtui ar reikalavimo teisėms
 - ▶ prekybos skolos
 - ▶ kredito kortelių likučiai
 - ▶ vartotojiškos paskolos
 - ▶ lizingas
 - ▶ automobilių paskolos
 - ▶ taip pat
 - gautinos draudimo įmokos, vežėjų įsipareigojimai geležinkeliams, komercinių bankų paskolos, gautinos sveikatos priežiūros įmokos, pirkėjų įsipareigojimai gamtinių dujų tiekėjams, būsimi honorarai pramogų pasaulyje ir t.t.

MBS - Hipotekiniai VP (1)

- Pagal emitentą
 - ▶ Agentūrų hipotekiniai VP (Agency MBS) - didesnis saugumas
 - Ginnie Mae, Fannie Mae bei Freddie Mac
 - ▶ Ne agentūrų hipotekiniai VP (Nonagency MBS, private-label MBS)
- Pagal mokėjimų struktūrą
 - ▶ **Perleidimo MBS (pass-through MBS, participation certificate)** - patys pirmieji, 1970 metais išleisti Ginnie Mae agentūros
 - tiesioginė nuosavybė hipotekos paskolų ar MBS pule. Periodinės šių paskolų gavėjų įmokos surenkamos ir proporcingai perleidžiamos investuotojams, minus aptarnavimo mokestis
 - ▶ **Garantiniai MBS (collateralized mortgage obligation, CMO, nuo 1983 metų arba real estate mortgage investment conduit, REMIC, nuo 1986 metų)**
 - pavadinimai vartojami kaip sinonimai, nes REMIC iš esmės yra tam tikra CMO forma, leidžianti pritaikyti mokestines lengvatas
 - tai keletas (ne mažiau nei dviejų) klasių MBS, kuriuos struktūrizuojant, periodinės įmokos yra neproporcingai pagal tam tikras taisykles nukreipiamos skirtingų CMO klasių investuotojams
 - ▶ **Išskaidyti MBS (stripped MBS)** - pirmą kartą išleisti 1986 metais
 - dėl skirtingų veiksmų, įtakojančių palūkanų bei paskolų likučių mokėjimus, periodinės paskolų gavėjų įmokos yra išskaidomos ir pagal šį požymį (arba sukuriant naujus skirtingų palūkanų normų VP) perskirstomos atitinkamoms investuotojų grupėms

MBS - Hipotekiniai VP (2)

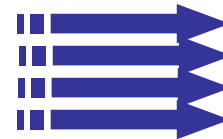
Perleidimo MBS

- Emitentai
 - ▶ Paprastai išleidžia arba garantuoja valstybės agentūros, kas lemia AAA reitingą
 - ▶ privačių emitentų perleidimo MBS paprastai turi AAA arba AA reitingą
- Nestabilūs pinigų srautai
 - ▶ pinigų srautai laikomi saugiais, tačiau svyruoja kas mėnesį, priklausomai nuo išankstinio grąžinimo apimčių
- Emisijos metu, standartinis perleidimo MBS terminas 30 metų
 - ▶ pastaruoju metu dažnėja 15-os, 7-ių ar net 5-ių metų emisijos
- Tipiškas MBS pagrindas yra fiksuotų pajamų hipotekos paskolos
 - ▶ Investuotojai - instituciniai ir privatūs asmenys
- Kartais perleidimo MBS sudaromi kintamų palūkanų hipotekos paskolų pagrindu
 - ▶ tačiau nustatomos palūkanų normos kitimo "lubos" ir "grindys"
 - ▶ pagrindiniai investuotojai - instituciniai

Paskolų gavėjų
įmokos, palūkanos
ir paskolos dalis



Įmokų
surinkimas ir
pavedimas



Investuotojai,
proporcingai
investicijos daliai

MBS - Hipotekiniai VP (3)

Garantiniai MBS

- Skirtingos klasės skirtingiems investuotojų poreikiams
 - Nuoseklių išmokų (sequential-pay or "plain vanilla") CMO**
 - visi investuotojai gauna nustatyto dydžio palūkanų kuponą. Visos reguliarios ir išankstinio gražinimo paskolos įmokos nukreipiamos pirmos klasės investuotojams, tol, kol jie pilnai išmokami. Tada analogiškai paeiliui išmokamos kitos klasės
 - Planuojamos amortizacijos (planned amortisation class, PAC) ir tikėtinos amortizacijos (targeted amortisation class, TAC) CMO**
 - visi investuotojai gauna nustatyto dydžio palūkanas ir paskolos įmokas pagal nustatytą grafiką, kitos sumos nukreipiamos į gretutines (support or companion) klases
 - PAC piniginiai srautai paprastai stabilesni esant didesniai išankstinio gražinimo scenarijų skaičiui nei TAC atveju - PAC remiasi intervalu, o TAC nustatytu išankstinio gražinimo procentu
 - Z-klasės arba likutinės klasės (accretion bond or accrual bond) CMO**
 - paprastai per fiksuotą apribojimų laikotarpį (lockout period) investuotojai negauna palūkanų išmokų, kurios kredituojamos į sąskaitą ir didina nominalią vertę. Vėliau mokamos palūkanos ir paskolos dalys. Taip struktūrizuojamos gretutinės klasės ir/arba paskutinė klasė iš nuoseklių išmokų



MBS - Hipotekiniai VP (4)

Išskaidyti MBS

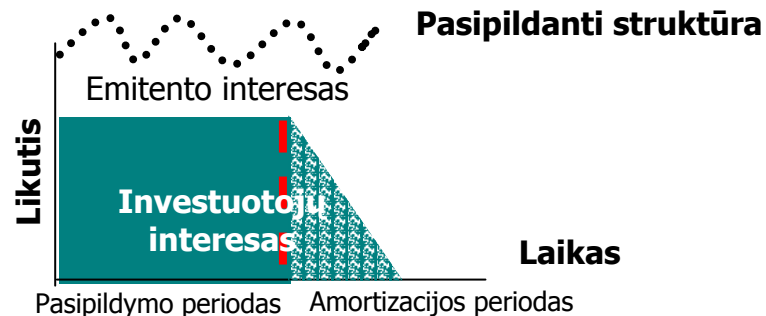
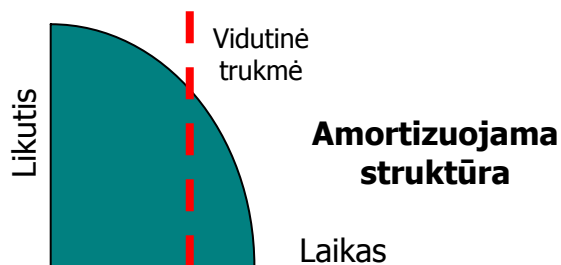
- Pagrindiniai investuotojai - instituciniai
- Dalinai išskaidyti (partially stripped) MBS
 - kiekviena investuotojų klasė gauna po tam tikras palūkanas ir paskolos išmoką, pavyzdžiui iš 8 procentų perleidimo MBS pagrindu sukonstruoto įmokų pulo daromos 10 ir 6 procentų kuponų išmokos investuotojams
- Pilnai išskaidyti MBS
 - ▶ Palūkaninės klasės MBS (interest only, IO)
 - IO vienas iš nedaugelio fiksuotų pajamų instrumentų, kurio vertė auga, kylant palūkanų lygiui rinkoje (mažėja išankstinio grąžinimo rizika) - geras investicinio portfelio draudimo instrumentas instituciniams investuotojams
 - Nėra nominalios vertės, parduodamos su dideliu diskontu nuo apskaičiuotos vertės (notional principal)
 - Metams bėgant, pinigų srautas mažėja
 - ▶ Paskolinės klasės MBS (principal only, PO)
 - Parduodamos su dideliu diskontu nuo nominalios vertės, kuri pilnai išmokama pagal nustatytą grafiką, įskaitant išankstinius grąžinimus
 - Vertė krenta, kylant palūkanų lygiui rinkoje (auga išankstinio grąžinimo rizika)



ABS - Finansinio turto VP (1)

Struktūrizavimas

- Pirmieji instrumentai atsirado 1985 metais ir auga labai sparčiai
 - ▶ nuo 1,2 milijardų JAV dolerių 1985 metais iki 1,4 trijonų JAV dolerių 2002 metų viduryje
- Privalumai investuotojams
 - ▶ aukštas kreditinis patikimumas - virš 90 procentų VP turi AAA reitingą
 - ▶ didesnis pajamingumas nei to paties reitingo išdo instrumentai
 - ▶ ypatingai plačios diversifikavimo galimybės - struktūra, pajamingumas, terminai ir užstato rūšys
 - ▶ pakankamai užtikrintai prognozuojamas pinigų srautas
 - ▶ sumažinta įvykių rizika - nėra pagrindinės įmonių obligacijų rizikos, kad esant esminiams įvykiams (restruktūrizacija, susijungimai, įsigijimai ir panašiai) bus sumažintas kredito reitingas
- Struktūrizavimas
 - ▶ Amortizuojamos struktūros, panašios į hipotekinių VP
 - perleidžiami, garantiniai ir t.t ABS, palūkanos skaičiuojamos nuo mažėjančio likučio
 - ▶ Naujos struktūros - neamortizuojami, pasipildantys (revolving) ABS
 - Pasipildymo laikotarpiu nustatytą balansą palaiko emitentas



ABS - Finansinio turto VP (2)

Finansinis turtas

▪ **Kredito kortelių likučiai (credit cards)**

- ▶ didžiausia dalis ABS, apie 28%
- ▶ klasikinis neamortizuojamos skolos pavyzdys - nėra jokio kredito padengimo grafiko, išskyrus minimalų mėnesinį mokestį

▪ **Nuosavo būsto paskolos (home-equity loans)**

- ▶ Uždaros (closed end home-equity loans, HELs) ir atviros (open-end home-equity loans, HELOCs)
- ▶ sparčiai auganti ABS dalis, dabar siekia 16,5%
- ▶ HEL'ai paprastai yra antrinės hipotekos pagrindu, amortizuojamos struktūros, tačiau auga pirminės hipotekos pagrindu HEL'ai prastos kreditinės istorijos asmenims. Naudojami konsoliduoti įvairias vartotojiškas skolas

▪ **Automobilių paskolos**

- ▶ siekia apie 14,5% rinkos
- ▶ paprastai aukšto kreditinio patikimumo privatiems asmenims, amortizuojamos

▪ **Įvairus kitas finansinis turtas**

- ▶ vartotojiškos paskolos, lizingas, gautinos draudimo įmokos, vežėjų įsipareigojimai geležinkeliams, komercinių bankų paskolos, gautinos sveikatos priežiūros įmokos, pirkėjų įsipareigojimai gamtinių dujų tiekėjams, būsimi honorarai pramogų pasaulyje ir t.t.

ABS - Finansinio turto VP (3)

Kredito kokybės sustiprinimas

- Pagrindinis ABS skiriamasis bruožas nuo tradicinių įmonių obligacijų yra **sustiprinta kredito kokybė**
 - ▶ ABS kreditinis patikimumas įvertinamas aukščiau, nei ABS emitento negarantuotos skolos and struktūrizavimui naudoto finansinio turto pulo kreditinis patikimumas
- Vidinis kredito kokybės sustiprinimas
 - ▶ **Subordinacija** – sukuriamos pagrindinė (AAA reitingas) ir subordinuotos (žemesnis reitingas) ABS klasės. Nemokumo atveju nuostolius prisiima subordinuotos klasės investuotojai
 - ▶ **Perteklinis užstatas** – finansinio turto vertė žymiai didesnė nei ABS
 - ▶ **Perteklinis pajamingumas** – skirtingos ABS ir finansinio turto palūkanos, perteklius išmokamas investuotojams, dengiami einamieji nuostoliai arba kaupiamas rezervo fondas
 - ▶ **Rezervo fondas** – sukuriamas emitento, paprastai naudojamas kartu su kitais būdais
- Išorinis kredito kokybės sustiprinimas
 - ▶ atsiranda garantuotojo rizika – ABS reitingas gali būti pažemintas dėl garantuotojo įvykių ar būklės
 - ▶ **Obligacijos su laidavimu (surety bonds)** – draudimo polisas dėl galimų ABS nuostolių. Paprastai draudžiami bent investicinio (BBB/Baa) kredito lygio ABS
 - ▶ **Trečios šalies garantijos** – draudimo įmonė, motininė emitento ar aptarnavimo bendrovė garantuoja nuostolių padengimą iki tam tikro limito, kartais įsipareigoja avansuoti išmokas ir/arba supirkti blogas paskolas
 - ▶ **Akredityvai (letters of credit, LOCs)** – už mokestį išduodami finansų institucijų, paprastai bankų, garantuojant faktinių nuostolių padengimą pinigais iki sutarto limito
 - ▶ **Piniginio užstato sąskaita (cash collateral account, CCA)** – emitentas pasiskolina lėšas ir investuoja į aukščiausio patikimumo trumpalaikius (iki mėnesio) vertybinius popierius
 - ▶ **Investuotas užstatas (collateral invested amount, CIA)** – panašus į subordinuotą klasę. Ji nuperka trečios šalies investuotojas/garantuotojas, arba suma struktūrizuojama ir neviešu būdu parduodama keliems investuotojams

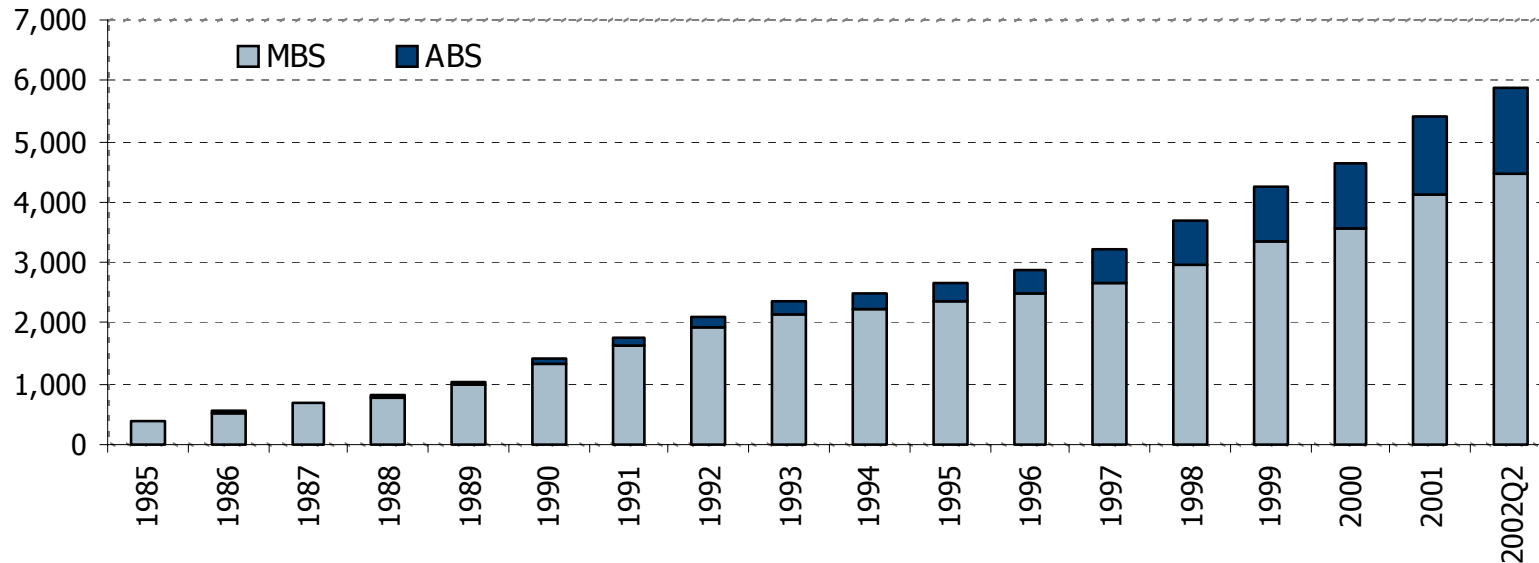
Finansinių instrumentų rūšys
Rinkos statistika ir raida
Apibendrinimas

2

MBS ir ABS raida

- Pirmieji reikalavimo teisėmis padengti vertybiniai popieriai išleisti JAV
 - ▶ 1970 metais valstybinė agentūra Ginnie Mae išleido perleidžiamus MBS
 - ▶ Pirmieji garantuoti CMO išleisti 1983 metais (REMIC po mokesčių reformos 1986 m.)
 - ▶ 1985 metais atsirado ne hipotekiniu, o kitu finansiniu turtu garantuoti instrumentai ABS
 - ▶ 1990 metais išleisti pirmieji atšaukiami (callable) perleidžiami MBS
- Europoje MBS ir ABS paplito pastaraisiais dešimt metų

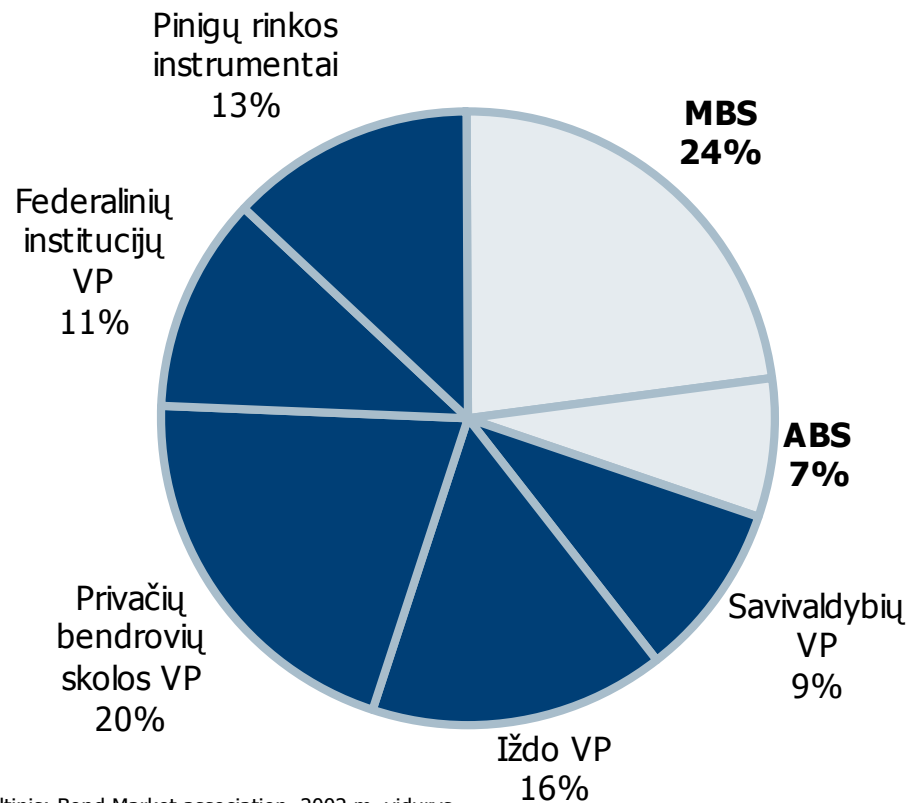
MBS ir ABS rinkos augimas, mlrd. JAV dolerių



Šaltinis: Bond Market association, 2002 m. vidurys

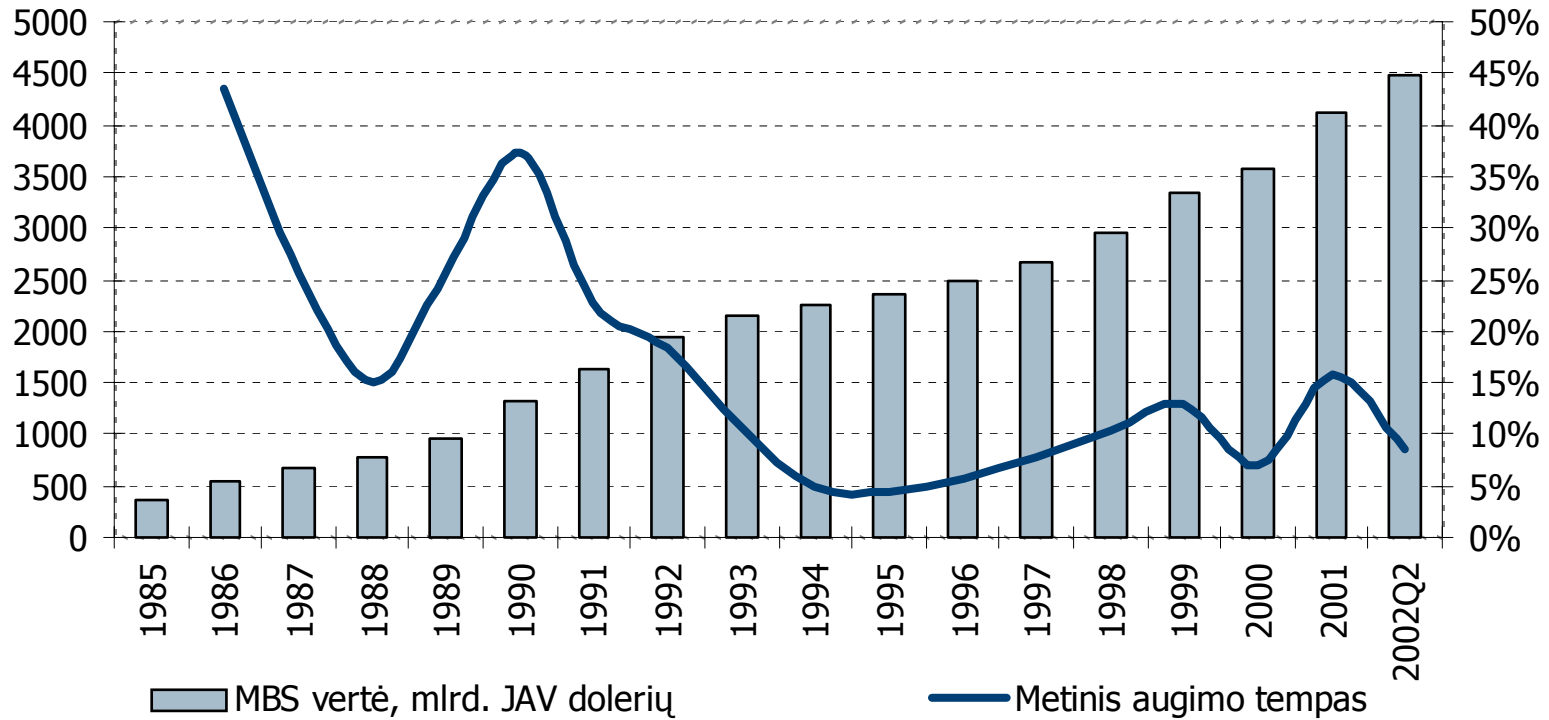
MBS ir ABS vaidmuo rinkoje

- Pasaulinė fiksuoto pajamingumo vertybinių popierių rinka 2002 m. viduryje buvo vertinama 19,5 trilijonų JAV dolerių
- MBS rinka
 - ▶ 4,5 trilijonai JAV dolerių
 - ▶ 24% rinkos dalis
 - ▶ CAGR (10y) – 8,8%
- ABS rinka
 - ▶ 1,4 trilijonai JAV dolerių
 - ▶ 7% rinkos dalis
 - ▶ CAGR (10y) – 24,1%



Šaltinis: Bond Market association, 2002 m. viduryis

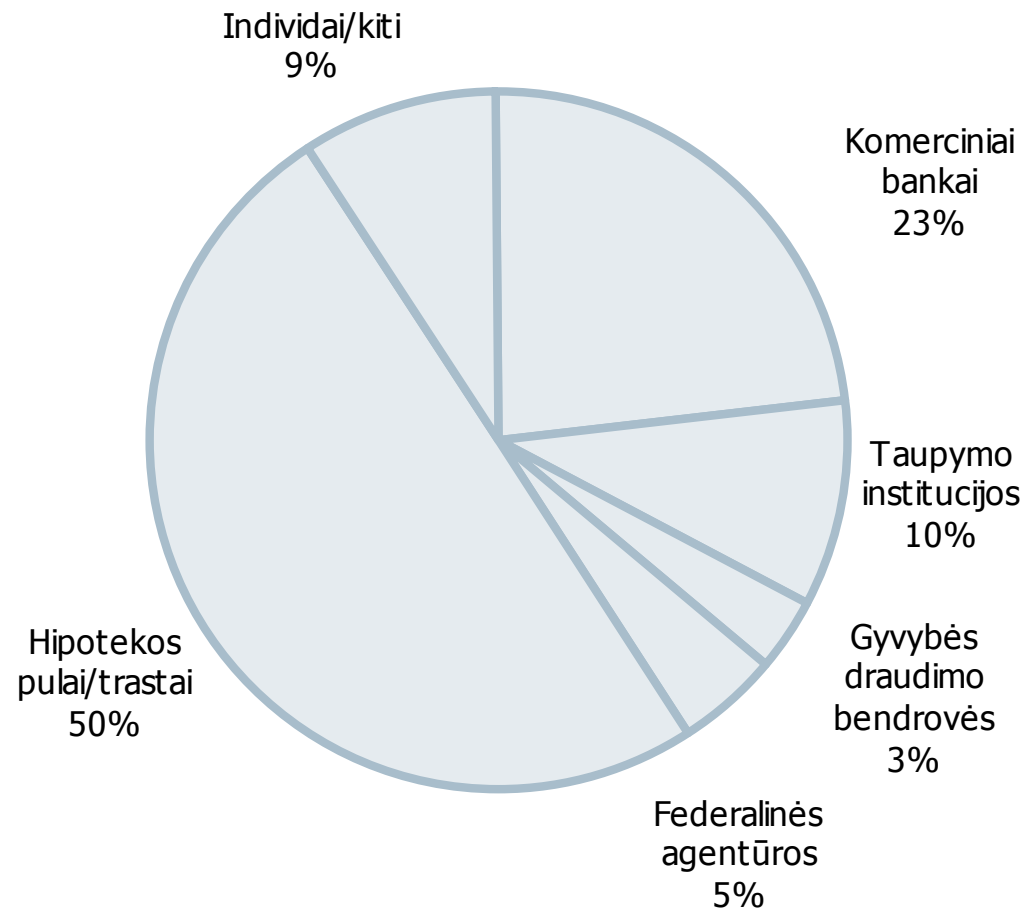
MBS rinkos augimas



Šaltinis: Bond Market association, 2002 m. vidurys

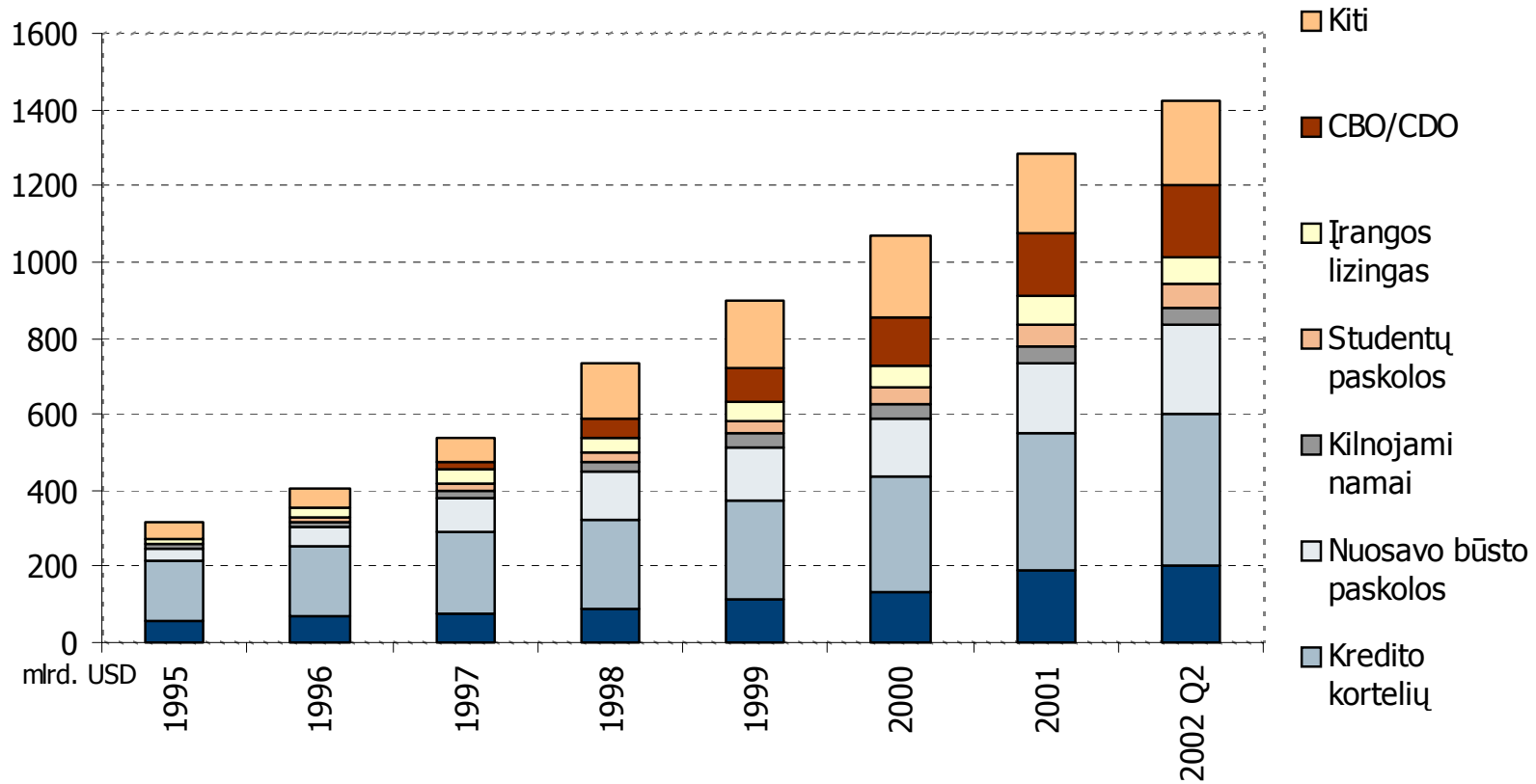
MBS rinkos struktūra

MBS struktūra pagal investuotojus, 2002 Q1



Šaltinis: Bond Market association, 2002 m. vidurys

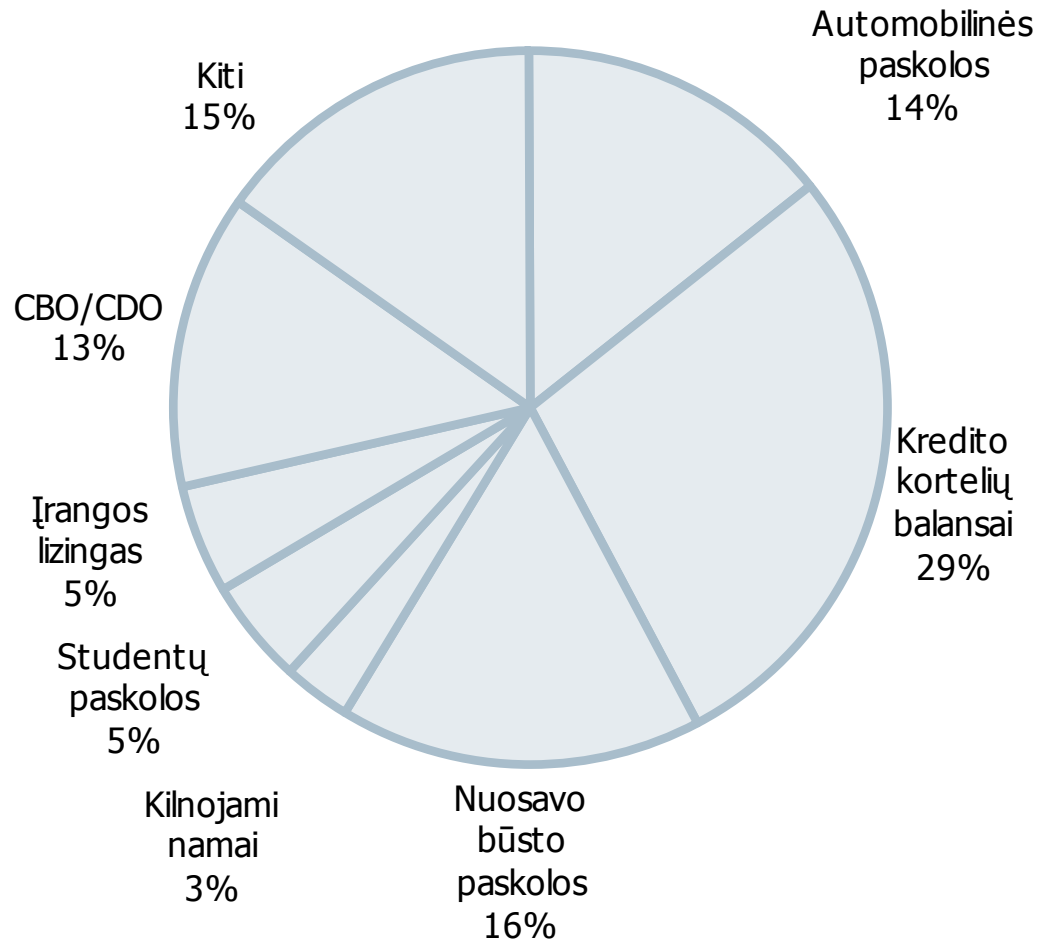
ABS rinkos augimas



Šaltinis: Bond Market association, 2002 m. vidurys

ABS rinkos struktūra

ABS struktūra pagal naudojamą finansinį turta, 2002 Q2



Šaltinis: Bond Market association, 2002 m. vidurys

MBS ir ABS instrumentų privalumai

▪ **Emitentams**

- ▶ Santykinai nelikvidaus finansinio turto pavertimas likvidžiu ir rinkose prekiaujamu finansiniu instrumentu
- ▶ Aukštesnis kredito patikimumas nei emitento negarantuota skola
- ▶ Efektyvesnis ir pigesnis finansavimo šaltinis
- ▶ Turto iškėlimas už balanso ribų – geresni finansiniai rodikliai, efektyvesnis kapitalo naudojimas, atitikimas kapitalo pakankamumo reikalavimams
- ▶ Lanksti ir prie emitentų poreikių prisitaikanti finansavimo struktūra – galimybė sukurti įvairias klases, pajamingumą ir trukmę
- ▶ Finansinių institucijų veiklos išgryninimas ir specializacija

▪ **Investuotojams**

- ▶ Aukštesnis pajamingumas nei atitinkamos trukmės valstybės VP
- ▶ Prognozuojamas pinigų srautas (ypač aktualu pensijų fondams)
- ▶ Diversifikacijos ir rizikos sumažinimo galimybės
- ▶ Lanksti ir prie investuotojų poreikių prisitaikanti finansavimo struktūra – galimybė sukurti įvairias klases, pajamingumą ir trukmę

▪ **Visuomenei ir ekonomikai**

- ▶ Likvidi ir efektyvi antrinė MBS ir ABS rinka sumažina finansavimo kaštus pirminėje skolos rinkoje
- ▶ Instrumentas efektyviai finansuoti įvairias valstybės paramos ir politikos programas, sumažinti regioninį kreditinių išteklių prieinamumo ir kaštų netolygumą
- ▶ Efektyvus kapitalo pasiskirstymas, perduodant kainodarą ir kontrolę disciplinuotoms kapitalo rinkoms
- ▶ Rizikos perkėlimas iš konkrečių finansinių institucijų plačiam investuotojų ratui, sumažinant sisteminę finansų sektoriaus riziką

Pagrindiniai MBS ir ABS rizikos veiksniai

- Išankstinio grąžinimo rizika (reinvestavimo rizika)
 - ▶ Krentant palūkanų normoms, senos paskolos yra perfinansuojamos palankesnėmis sąlygomis, o paskolų emitentai turi tenkintis mažesne grąža rinkoje
- Palūkanų normos rizika
 - ▶ MBS ir ABS kainų kitimas – kainos auga krentant palūkanų normoms ir atvirkščiai
- Ankstyvos amortizacijos rizika
 - ▶ Dažniausia pasipildančiuose ABS – pasikeitus pulo charakteristikoms (pvz. nepakankamos įmokos, rezervo fondai ar emitento/garantuotojo bankrotas), baigiasi papildymo periodas ir prasideda neatšaukiama ankstyva amortizacija
- Nemokumo rizika
 - ▶ Saugomasi struktūrizuojant pirmenybines klases, naudojant kreditinio patikimumo reitingus, rezervo fondus ir panašiai
- Likvidumo rizika
 - ▶ Lemia palūkanų normos rinkoje, pirkimo/pardavimo kainų santykis, antrinės rinkos egzistavimas

Finansinių instrumentų rūšys
Rinkos statistika ir raida
Apibendrinimas

3

Baigiamosios pastabos

- Reikalavimo teisėmis garantuotų finansinių instrumentų teisinės bazės sukūrimas yra labai sveikintina iniciatyva, padėsianti
 - ▶ Išplėsti ir pagyvinti kapitalo rinkas
 - ▶ Padidinti efektyvaus ir nebrangaus finansavimo išteklius
 - ▶ Sukurti naujus patrauklius investicijų objektus
- Tačiau nereikėtų apsiriboti vienu instrumentu iš tikrai gausios jų įvairovės pasaulio rinkoje
 - ▶ siūlyčiau nustatyti **bendras "žaidimo" taisykles**, kad rinkos dalyviai be papildomų kliūčių galėtų sparčiai ir lanksčiai reaguoti į paklausą ir kurti struktūrizuotus finansinius instrumentus
- Taip pat svarbu užtikrinti tinkamą priežiūros institucijų darbą ir rinkos skaidrumą
 - ▶ MBS ir ABS paprastai yra užbalansiniai instrumentai, todėl **būtinai pakankamas informacijos atskleidimas**, kad emitentus analizuojantys rinkos dalyviai galėtų susidaryti neiškreiptą vaizdą apie emitento finansinę būklę ir perspektyvas