

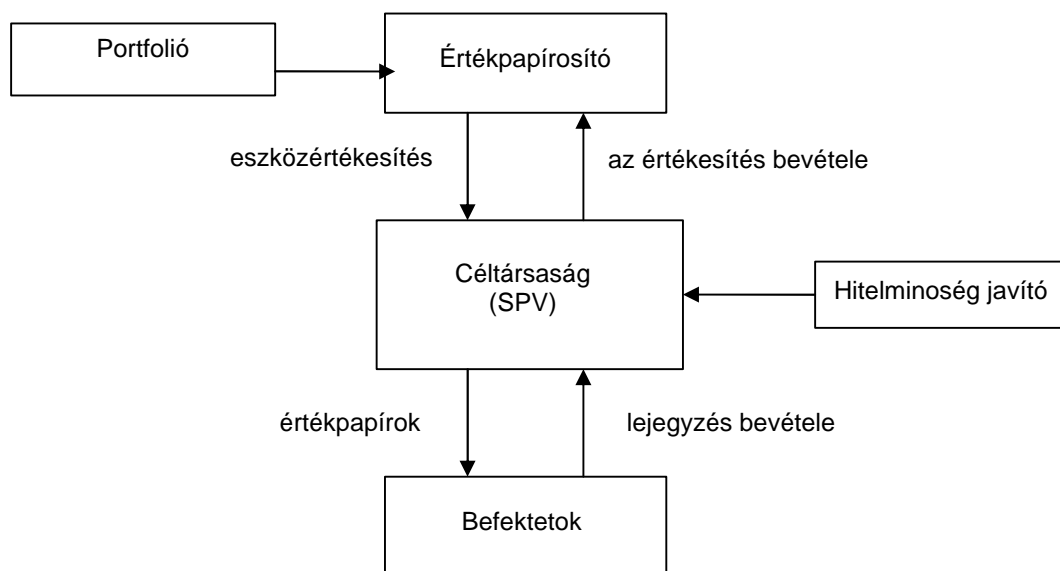
BÉT HAVI ELEMZÉS - ÉRTÉKPAPÍROSÍTÁS

2004. július

Az értékpapírosítás (angolul securitization) kifejezés egy a szélesebb publikum előtt még meglehetősen ismeretlen pénzügyi technikát jelent, melynek piaca több mint ötezer-milliárd dollárt tesz ki világszerte. Csak szemléltetésképpen, Magyarország egy évi GDP értéke körülbelül 100 milliárd dollár. Hagyományosan a legjelentősebb piaci szereplők a bankok, azonban Európában számos érdekes tranzakciót találunk, ahol az értékpapírosító fél egy adott ország kormánya. Ezen írás célja, hogy a témával először találkozó olvasó számára is alapvető ismeretekkel szolgáljon, bemutassa az irodalomban használt szakkifejezéseket, és hogy segítséget nyújtson ezen új eszköz megértéséhez.

Legegyszerűbben úgy fogalmazhatjuk meg az értékpapírosítás lényegét, hogy egy alapba összegyűjtünk előre jelezhető pénzáramlással (a magyar irodalomban is használt angol terminológiával cash flow-val) rendelkező pénzügyi eszközöket, ezt az alapot egy független jogi társaság megvásárolja, majd a jogi társaság különböző hozam-kockázat tulajdonságokkal rendelkező értékpapírokat kínál fel a befektetőknek megvásárlásra. Az értékpapír tehát az alaptermék pénzáramlásának strukturálásával jön létre.

1. ábra: Az értékpapírosítás sematikus ábrája



Az első ábrán látható, hogy az előre jelezhető pénzáramlású eszközökkel rendelkező értékpapírosító továbbadja portfólióját a céltársaságnak (angolul Special Purpose Vehicle), amely az értékpapírosítótól csod- és adójogilag független szervezet és amelyet az értékpapírosító hozott létre speciálisan a tranzakció lebonyolítására. A céltársaság az eszközök megvásárlásához szükséges forrásokat az értékpapírok kibocsátásából származó

bevételekből fedezi. Eloffordulhat, hogy az átadott eszközportfólióban mulasztási esemény következik be, ami annyit jelent, hogy az előre jelzethez képest kevesebb pénzt termel a portfólió. Ilyen mulasztási esemény lehet például, ha az átadott pénzügyi eszköz banki hitel és a hiteladós késve vagy egyáltalán nem fizet. A mulasztási események miatt bekövetkező kár az értékpapírosítás következtében nem az eszközök eredeti tulajdonosát, hanem a befektetőket érinti. Ennek mértékének csökkentése érdekében azonban a tranzakció szerkezetének megtervezésekor különböző módszereket alkalmaznak, mint például külső partnerek bevonása a hitelminőség javítására.

Az értékpapírosítás kifejezés a fent bemutatott jelentésen kívül még egy további értelemben is használatos, nevezetesen a pénzügyi folyamatok dezintermediációs jelenségének leírására. A dezintermediáció azt jelenti, hogy a források allokációja során a gazdasági szereplők, azaz a megtakarítók és a beruházók (akiknek forrásra van szüksége) a pénzügyi közvetítő intézmények megkerülésével közvetlenül kerülnek kapcsolatba egymással.

Az értékpapírosítás a strukturált pénzügyi eszközök közé tartozik. Az eszközök, melyek átadásáról döntött az értékpapírosító meghatározott hozam-kockázat karakterisztikával rendelkeznek. A befektetők számára kibocsátott értékpapírok azonban nem tükrözik közvetlenül az eredeti valószínűségi karakterisztikákat. Az értékpapírosítással megbízott menedzser, több értékpapírosztályt alakít ki, melyek eltérő veszteségvalószínűséggel és minősítéssel fognak rendelkezni. Az értékpapírosztályok kialakítása a következőket jelenti: általában kialakítanak egy ún. részvényosztályt, egy alárendelt kötvényosztályt, mezzanin osztályt, szenior osztályt. A részvények nem rendelkeznek hivatalos minősítéssel, a kötvényosztályok, pedig az alárendeltől a szenior osztályig egyre magasabb minősítéssel rendelkeznek.

Hogyan alakítják ki eltérő tulajdonságokkal rendelkező értékpapírosztályok a homogén tulajdonságokkal rendelkező eszközportfólióból? A legfontosabb a befolyó pénzáramlások elosztásának meghatározására szolgáló prioritási rangsor, amely vízésés struktúráját tükrözi. Az alaphoz befolyó bevételekből eloszor a szenior osztályba tartozó papírok tulajdonosai kapják meg az oket megillető kamat illetve tőke részleteket, ezt követően a mezzanin, az alárendelt papírok tulajdonosai következnek, végül a fennmaradó pénzáramlások, feltéve ha vannak, a részvényosztály tulajdonosaihoz kerülnek. Az eszközportfólióban jelentkező veszteségeket így eloszor a részvényosztály tulajdonosai szenvedik el, ezáltal mintegy veszteségfelszívó pufferként funkcionálnak. A kötvény osztályokat csak akkor érinti a fedezeti portfólióban keletkező veszteség, ha a vízésés struktúrában alatta elhelyezkedő osztályok már nem tudják felszívni azt.

A következőkben bemutatjuk, hogy a fenti módon megvalósuló finanszírozási- és kockázat diverzifikáló technikát, azaz az értékpapírosítást kik, a gazdasági élet mely szereplői alkalmazzák, és azt hogy milyen előnyöket jelent ez számukra.

Az értékpapírosítás vonzó finanszírozási módot kínál vállalatok számára.

- A vállalat azáltal, hogy eszközeit elkülöníti magától a vállalat egészét érintő hitelkockázattól bizonyos esetekben jelentősen alacsonyabb kockázati felárral tud forráshoz jutni, mint a hagyományos banki vagy tőkepiaci utakon keresztül.
- Ezt a finanszírozási alternatívát választva a vállalat a banki dezintermediáció folyamatát erősíti, aminek kedvező hatása lehet a vállalat szempontjából a hagyományos forrásköltségekre is.

- Hitelminősítéssel nem rendelkező, illetve közepes méretű cégek számára amelyek nem elég nagyok ahhoz, hogy önállóan bocsássanak ki hitelpapírokat, az értékpapírosítás egy speciális módján keresztül (angolul multi-seller conduit) lehetővé válik számukra a tokepiacokon való megjelenés, ennek ugyanis nem előfeltétele, hogy a vállalat hitelminősítéssel rendelkezzen. A hatékony méretet pedig azáltal érik el, hogy az ügyletbe több vállalat eszközeit is bevonják.
- Számviteli szempontból az értékpapírosítás mérlegen kívüli finanszírozási formát jelent, ezáltal a vállalat csökkentheti az eladósodottsági mutatóját akár úgy is, hogy az értékpapírosításból származó bevételeket a drágább hagyományos hitelek törlesztésére fordítja.

A pénzüzetek is széles körben alkalmazzák az értékpapírosítást az USA-ban és Európában egyaránt. Számukra a következő elonyöket biztosítja a strukturált pénzügyi technika alkalmazása:

- A bankok hitelportfóliójuk egy részét adják át a céltársaságnak, ezáltal azok a bank mérlegén kívülre kerülnek. Ez azt eredményezi, hogy csökken a bank kockázatos eszközei után allokálandó szabályozói toke nagysága.
- Azáltal, hogy a bank a tranzakció szponzora, lebonyolítója díjbevételekhez juttatja a pénzügyi közvetítő intézményt anélkül, hogy növekedett volna a mérlegösszege.
- Az elozo két pozitívum együttes hatásaként növekszik a bank ROE (tokearányos nyeresége, angolul Return on Equity) szintje, ami elsorendü szempont az intézmény teljesítményének megítélésében
- Rugalmas eszköz-forrás menedzsment eszközt jelent a bank számára, amivel csökkentheti az eszközök és források lejáratü szerkezetében fennálló különbségeket.
- A tranzakció lebonyolítása során a bank hasznos ismereteket, tapasztalatokat szerezhet az egyes eszközcsoportok kockázati tulajdonságairól

Nemcsak a vállalatok és pénzügyi közvetítök lehetnek az értékpapírosítás résztvevöi, hanem az állam is. Az állam ráadásul direkt és indirekt módon is érintett az értékpapírosítás nyújtotta elonyökben. Azáltal, hogy az állam lehetővé teszi a szabályozáson keresztül valamint, hogy batorítja a gazdaság szereplöket, az effajta tranzakciókban való részvételre, lehetővé teszi, hogy az országban muködö vállalatok és pénzüzetek élvezzék a fentebb vázolt elonyöket. Továbbá több európai ország kormánya közvetlenül is megjelent az értékpapírosítás piacán, mint például az olasz állam az értékpapírosított eszközök tulajdonosaként, vagy mint az Egyesült Királyság és Franciaország közvetett módon privatizációs programok révén, amelyek során a privatizált eszközök megvételét a vásárló értékpapírosítással finanszírozta.

A kormányok számára a következő elonyöket nyújtja az értékpapírosítás:

- Megszabadulnak az eszközök által biztosított pénzáramlások idobeni és mennyiségi kockázataitól, ami különösen fontos az ideiglenesen nem teljesítő eszközöknél, ahol ez az állapot bizonytalan ideig fennállhat.
- Csökkenti az államok eladósodottsági szintjét, azáltal hogy az eszközöket, melyek az ország adósságállományába beleszámíthatnak felhasználható bevételekké alakítják.
- Az állami eszközök és üzletek piaci alapon történo értékelése a minosítési eljárás során hozzájárul az állam transzparenssebb muködéséhez.
- A Kis és Közepes méretü vállalatok versenyképességének fenntartása illetve növelése különösen fontos a kormányok számára, hiszen ez hozzájárul a foglalkoztatottság szintjének emeléséhez. Ezt a kormányok a kis és közepes méretü vállalatok tokepiacra jutása nagyban elosegíti, amelyet az állam támogatott értékpapírosítási programok révén képes elosegíteni.

Tekintsük most a tranzakció másik oldalán álló szerepöket, akik megvásárolják az értékpapírosítás során kibocsátott értékpírokat. Milyen elonyöket tartogat a befektetöknek az értékpapírosítás:

- Diverzifikálja a befektetési portfóliót, azáltal hogy új eszköztípusok válnak elérhetővé
- Az értékpapírosítási tranzakció során a kockázatok az ügylet egész élettartama alatt jól átlátható módon alakulnak.
- Csökkenti a kockázati kitettséget az egyes vállalatok iránt, miközben növelhető a kitettség a szektor irányába, amelyben az egyes vállalatok működnek.
- Olyan jó minőségű eszközök válnak elérhetővé, melyek más utakon nem.
- Magasabb hozamot biztosítanak, mint más már megszokott hasonló kockázatú értékpírok.

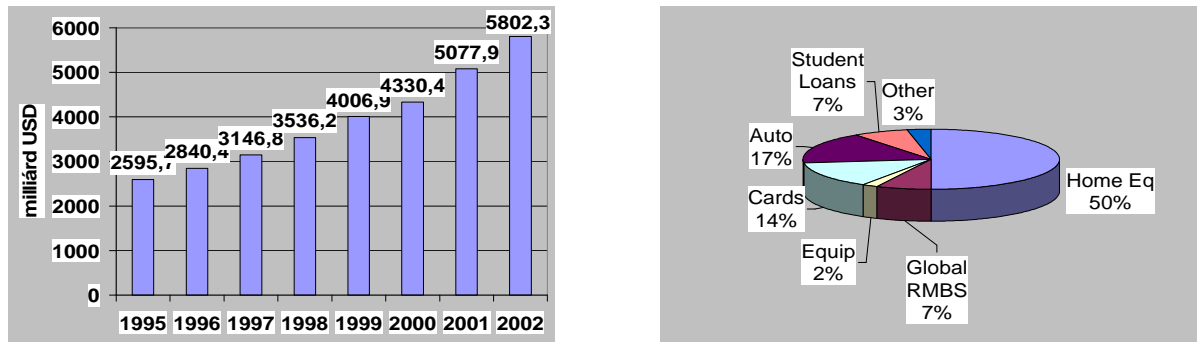
Az elméleti áttekintés után végül bemutatjuk ezen strukturált finanszírozási technika kifejlődésének körülményeit, okait, valamint a piac mai szerkezetét. A hatvanas évek végén, a hetvenes évek elején az amerikai állam finanszírozható értékpapírosított eszközök kibocsátásával stabilizálni akarta a jelzálogpiacra áramló forrásokat. A jelzáloghitelek hagyományosan a hitelintézetekben érhetőek el, mivel azonban az amerikai állam növelni akarta hitelpiac elérhetőségét új résztvevőkkel bővítette a piacot. Három kvázi kormányzati ügynökség létrehozásával – ezek a Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) – az amerikai kormány sikeresen létrehozta a másodlagos jelzáloghitelpiacot. Ezek az ügynökségek elősegítették a jelzálogok jegyzésének és dokumentációjának szabványosodását, és elvezettek a jelzáloggal fedezett értékpapírok kifejlődéséhez, amelyeket az első értékpapírosított eszközöknek tekinthetünk. Az állami sikereken felbuzdulva a magánszféra is bekapcsolódott az ingatlanokra szóló jelzáloghitelek értékpapírosításába. Míg továbbra is a három intézmény maradt a legfontosabb piaci szereplő, jelzálogbankok és kereskedelmi bankok jelzálog részlegei is megkezdték tevékenységüket. Elsőként a befektetési bankok által létrehozott átpasszolt jelzáloghitel értékpapírok jelentek meg. Később a befektetési bankok létrehozták a kockázatok újraelosztását megvalósító értékpapírokat, melyekben kialakítják a vízesség strukturát tükröző értékpapír osztályokat.

A jelzáloggal fedezett értékpapírok kialakulását követően más eszközök átadásával is kialakítottak strukturált pénzügyi termékeket. Míg jelzálog-értékpapírokat a hetvenes évek elejétől bocsátanak ki, az első eszköz fedezeti kibocsátásra 1985-ben került sor, amikor a papír fedezetét számítógép lízing jelentette. Két hónappal később a General Motors Company bocsátott ki automobil-hitelekkel fedezett papírokat. Hitelkártya tartozással fedezett papírokat először 1987-ben bocsátottak ki.

A strukturált pénzügyi eszközök olyan befektetési lehetőségeket teremtettek, amelyek korábban elképzelhetetlenek lettek volna a likviditáshiány, diverzifikációs nehézségek, hitel-ellátottsági problémák, és hitel-monitoring hiányosságai miatt. Fontos kockázat menedzselési eszközként funkcionáltak a hetvenes évektől, amikor drámaian megnőtt a devizaárfolyamok és kamatlábak volatilitása. Ebben az időszakban a bankoknak is új kihívásokkal kellett szembenéznük, amik elsősorban a fokozódó verseny és csökkenő kamatmarzs formájában jelentkeztek. A legfontosabb feladat ezért a hatékonyság növelése és a nem kamatjellegű bevételek arányának növelése lett. Ezen célok megvalósításának új eszköze lett az értékpapírosítás.

Az értékpapírosítás piaca ma több mint ötezer-milliárd dollár tesz ki. A legjelentősebb piac a kezdetektől fogva az amerikai, ahol a legmeghatározóbb termék továbbra is a lakáshitelek értékpapírosítása. Az amerikai piacon történt kibocsátásokat és a tranzakciók mögötti fedezeti eszközök típusa szerinti megoszlást a 2. ábra mutatja.

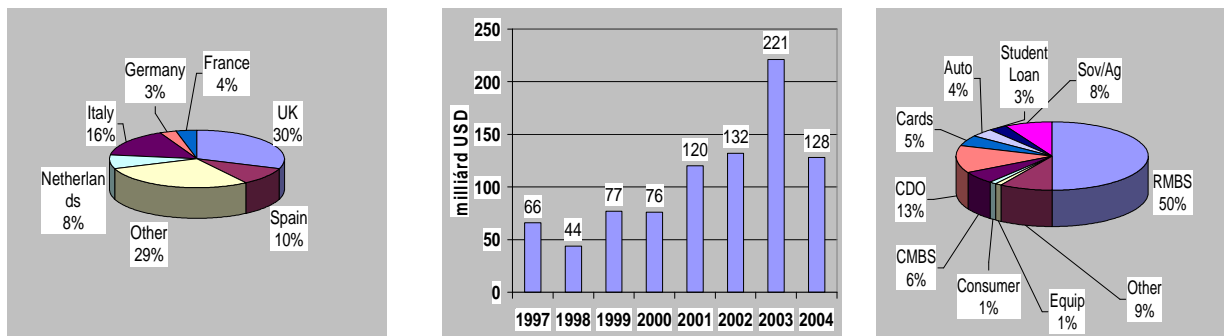
2.ábra: értékpapírosítás az USA-ban



forrás: JP Morgan, Weekly ABS/CDO Snapshot;

Európában az értékpapírosítás 1996-ban vette kezdetét. Az USA piacához képest az európai piac kicsi, bár a világon ez a második legnagyobb. Az európai piac a kezdetektől fogva gyors ütemben fejlődik, és ahol az Egyesült Királyság a piacvezető volumen és a termékek változatosságának tekintetében egyaránt. Világviszonylatban is csak az Egyesült Államok múlja felül. A kibocsátások volumenének alakulása, megoszlása eszköztípus és a kibocsátó ország szerint a 3. ábrán látható.

3.ábra Értékpapírosítás Európában



forrás: JP MOrgan, Weekly ABS/CDO Snapshot

Az a tény, hogy Európában nem voltak állami garanciával működő intézmények mint az USA-ban, valamint a homogén eszközök hiánya, a különböző jogi, szabályozói és fiskális keretek lelassították a piac fejlődését, és a tranzakciók uniformizálódását is. Az európai piacok inkább eseti mérlegelés alapján kezdtek működni. Az USA piacainak utolérését nehezíti a nemzeti jelzálogkötvény-piacok fejlettsége, elsősorban a német piac. A jelzálogkötvények a kötvény típusú finanszírozás 30%-át adják Európában. Az egységes valuta azonban nagy lökést adott az európai piac fejlődésének.

Az EMU-ba való belépés ráirányította az európai kormányok figyelmét az értékpapírosítás mérlegen kívüli vonzó tulajdonságára. A kormányok azon törekvése, hogy megfeleljenek a

maastrichti három százalékos GDP arányos deficitkövetelménynek találkozott az értékpapírosítás azon tulajdonságával, hogy a forrásszerzés nem jelenik meg deficitként a költségvetésben, és az eladósodottsági rátát sem növeli. A kormányok kezdenek az ABS piac felé fordulni nagy infrastrukturális projektek finanszírozásakor, privatizáció, állami cégek reorganizációjakor. Európai kormányok által értékpapírosított eszközök között találunk ingatlanokat, lottó bevételeket, vagy jövőbeni adóbevételeket.

Magyarországon eddig még nem került sor értékpapírosítási tranzakcióra. Az ilyenkor felsorolt érvek a következők szoktak lenni:

- A magyar piac túlságosan kicsi, nincsenek megfelelő méretű portfóliók, melyeket gazdaságosan lehetne értékpapírosítani
- Magas tranzakciós költségek
- Nincsenek hitelminősítéssel (ratinggel) rendelkező vállalatok Magyarországon
- Jogi háttér kifejtetlensége
- Befektetők hiánya

Mind ezek ellenére az elmúlt időben hazánkban is egyre több szó esik és egyre több tanulmány születik az értékpapírosításról, melyek rámutatnak, hogy már ma is adottak a feltételek ennek a nemzetközi pénzügyi életben igen jelentős eszköz alkalmazásához. Magyarországon elsőként a hitelintézetek részéről várható egy ilyen jellegű tranzakció tető alá hozása, melyre legkorábban a következő 2-3 évben kerülhet sor.