**Андрей ГОЛОВНИН,**
*экономический факультет МГУ им. Ломоносова*

# СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В КОМПАНИЯХ ПО СТРАХОВАНИЮ ЖИЗНИ

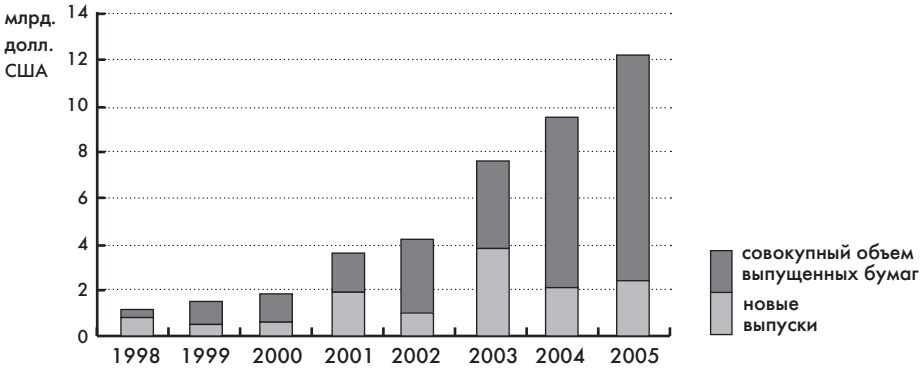
Секьюритизация – пока новое слово для российских страховщиков, а на Западе – это эффективный финансовый механизм. Российский страховой рынок активно развивается и, как знать, может быть, через несколько лет для нас это понятие будет таким же простым и понятным, как ОСАГО.

*(Продолжение. Начало см №1-2008)*

В последние десятилетия в теории страхования и управления рисками появилось новое течение, которое, вопреки традиционному взгляду на страховую компанию как на покупателя рисков, определяет страховщика как посредника между носителем риска и широким кругом лиц, готовых купить риск, трансформированный в финансовый инструмент.
В рамках этой концепции секьюритизация претендует на центральное место в системе передачи рисков. На диаграмме 1 представлена динамика объема ежегодных выпусков

секьюритизированных ценных бумаг и совокупного объема выпущенных бумаг.

Диаграмма 1. Динамика выпуска секьюритизированных ценных бумаг компаниями по страхованию жизни с 1998 по 2005 гг.




*Источник: «Ситигруп» (Citigroup)*

В страховании жизни секьюритизация, по сути, является частью политики совмещения методик управления рисками посредством перестрахования – и передачи рисков неограниченному числу участников рынков капитала для достижения оптимальных решений.

К основным причинам активного роста интереса к технике секьюритизации среди страховых компаний можно отнести:

– потребность в улучшении финансовых показателей;

– необходимость решения задач стратегического развития и укрепления конкурентоспособности на рынке путем расширения базы финансирования;

– смягчение регулирования, позволившее начать процесс консолидации, как бизнеса, так и технологий, применяемых в его ведении.

## Отличия страховой секьюритизации от банковской

Секьюритизация в страховании жизни имеет ряд особенностей, обусловивших поздний старт внедрения техники в этой отрасли. В частности, в страховом секторе сделка ос-

новывается на обязательствах компании. Этот факт обусловлен разницей во взаимоотношениях с клиентами банков и страховых компаний. Если банк после выдачи кредита не несет никаких обязательств перед клиентом, то страховая компания, заключив договор страхования, продолжает нести обязательства перед своими клиентами.

Несмотря на то, что в страховом балансе есть активы, которые могут подлежать секьюритизации, в том числе, ссуды по страхованию жизни, выданные клиентам, и портфель ценных бумаг, – в центре внимания находятся пассивы компании, точнее, страховые резервы. В таблице 1 отражены основные денежные потоки, представляющие интерес для анализа секьюритизации.

***Таблица 1. Основные денежные потоки компании в страховании жизни***

| Доходы | Расходы |
|---|---|
| Премии по страхованию жизни | Выплаты по договорам страхования жизни |
| Платежи по договорам аннуитета | Выплаты аннуитетов |
| Инвестиционный доход | Выплаты в связи с расторжениями |
| Продажи/погашения инвестиционных инструментов | Операционные расходы, в т.ч. расходы на заключение новых договоров |
| Комиссионный доход (например, по инвестиционным продуктам страхования) | Расходы по сопровождению договоров |
| | Капитальные затраты |
| | Налоги |

Обратимся к наиболее распространенным и новаторским примерам использования секьюритизации компаниями по страхованию жизни. В целом, сделки можно разбить на пять основных классов (таблица 2).

В статье мы сфокусируем внимание на двух наиболее распространенных на развитых рынках направлениях применения секьюритизации: секьюритизации встроенной стоимости (будущих денежных потоков от блока бизнеса) и секьюритизации избыточных резервов.

*Таблица 2. Основные виды секьюритизации, разработанные для компаний по страхованию жизни*

| Название | Объект секьюритизации |
|---|---|
| Секьюритизация будущих денежных потоков от блока бизнеса | Встроенная стоимость по линии бизнеса |
| Секьюритизация избыточных резервов | Избыточные резервы по срочному страхованию жизни |
| Секьюритизация специфических рисков (роста смертности, роста продолжительности жизни) | Уровень смертности и продолжительности жизни |
| Чистая секьюритизация активов | Инвестиционные активы с фиксированной доходностью (портфели облигаций) |

*Источник: «Securitisation of Life Insurance Assets and Liabilities», Джей Дэвид Кумминз, Школа Вортона, 2006 год, графики 6-10, стр. 25-27*

## Секьюритизация будущих денежных потоков

Объектом этого направления секьюритизации является встроенная стоимость. Встроенная стоимость представляет собой дисконтированный денежный поток будущей прибыли страхового бизнеса, свободный для изъятия. Она появляется ввиду амортизации первичных затрат на заключение нового договора страхования.

При заключении договора основные расходы страховщик несет в первый год его действия, а затем затраты минимизируются и окупаются за счет премий.

Обратимся к секьюритизации действующих контрактов как к наиболее наглядному примеру секьюритизации внутренней стоимости. В данном случае секьюритизации подлежит портфель страховых или аннуитетных договоров. В качестве цели секьюритизации выступает капитализация неамортизированных расходов по заключению договора и снятие риска ликвидности страховщика.

На схеме 1 представлена общая схема секьюритизации встроенной стоимости.

Таким образом, страховщик может реализовать прогнозируемые денежные потоки своего бизнеса и снять с себя риск потерь от досрочных расторжений договоров. Осуществляя секьюритизацию внутренней стоимости, компания может решить ряд насущных проблем, среди которых как стратегические (например, изменение линейки продуктов страхования жизни), так и тактические (повышение ликвидности и финансирование текущих проектов).

Схема 1. Секьюритизация встроенной стоимости

*Источник: «Securitisation of Life Insurance Assets and Liabilities», Джей Дэвид Кумминз, Школа Вортона, 2006 год, графики 6-10, стр. 55-59*

## Секьюритизация избыточных резервов

В США, начиная с 2001 года, началось активное развитие секьюритизации избыточных резервов. Развитие было связано с внедрением в 37 штатах регулирования обязательных резервов XXX1, установившего консервативные принципы формирования обязательных резервов по срочному страхованию жизни. Это выразилось в повышении размеров обязательных резервов страховщика.

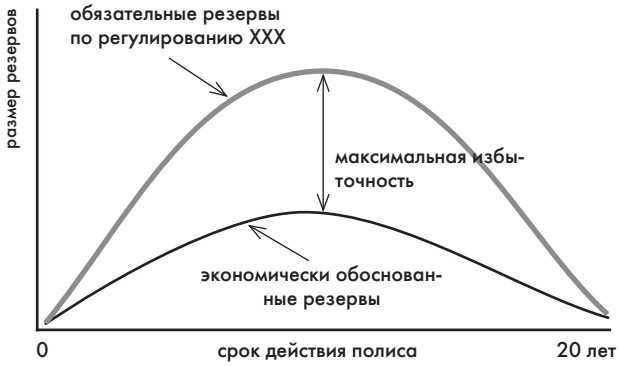
Типичное применение секьюритизации избыточных резервов включает в себя следующие стороны:

- страховая или перестраховочная компания, обладающая блоком бизнеса по срочному страхованию жизни
- специально учрежденный перестраховщик. Премия, которую он получает от компании-оригинатора, не меньше части обязательных резервов, признанной экономичес-

ки обоснованной согласно актуарным расчетам. Эта часть обязательных резервов получила название экономически обоснованных резервов. Одновременно с этим специально учрежденный перестраховщик или иное спецюрлицо, участвующее в сделке, производит выпуск долговых ценных бумаг, целью которого является финансирование разницы между экономически обоснованными резервами и обязательными резервами по регулированию XXX.

В описанной схеме инвесторы приобретают амортизационные облигации с выплатой основного долга в конце периода и объявленного периодичного купонного дохода. Средства от продажи будут финансировать фонды специально учрежденной компании. В совокупности с полученной от оригинатора премией эти средства формируют обеспечение по базисным полисам срочного страхования. С течением времени размер обязательных резервов будет снижаться. График 1 наглядно отображает динамику размера резервов в течение действия полиса.

**График 1. Динамика обязательных и экономических резервов по срочному страхованию жизни**

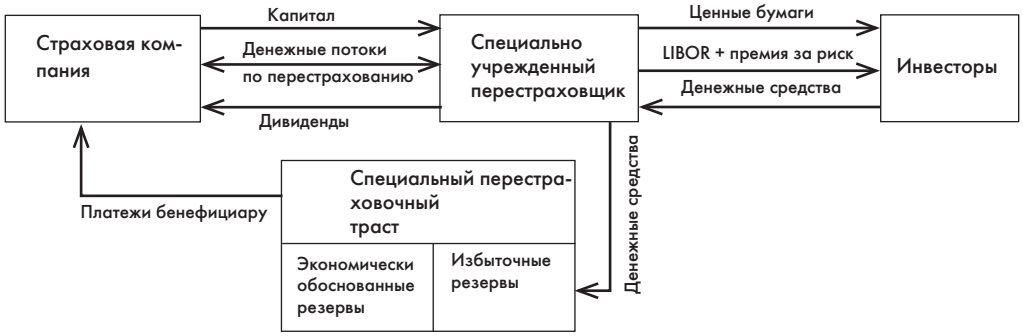



*Источник: «The Securitization Solution: Emerging Options for Life Insurers», Исследование «Citigroup», стр. 16*

Осуществляя сделку в точке, близкой к периоду максимальной избыточности резервов, компания выигрывает, так как в дальнейшем требования резервов снижаются, и выплаты

по облигациям происходят за счет высвобождающихся из-под регулирования средств. Приведем схему типичной сделки по секьюритизации избыточных резервов (схема 2).

Схема 2. Секьюритизация избыточных резервов




*Источник: «The Securitization Solution: Emerging Options for Life Insurers». Исследование «Citigroup», стр. 44*

### Затраты на секьюритизацию и реальные сделки

Секьюритизация не является простым и дешевым решением, поэтому компания должна адекватно оценивать будущие издержки. В таблице 3 представлены основные виды затрат, которые несут страховщики как при секьюритизации, так и при использовании иных видов привлечения капитала и управления рисками.

Первый центр затрат составляют консультационные услуги и размещение ценных бумаг на рынке. Второй формируется за счет премии по ценным бумагам и затратам на гарантии обеспечителя. Надо отметить, что, несмотря на высокую сложность и дороговизну секьюритизации, техника становится все более популярной среди крупнейших мировых страховщиков. В таблице 4 приведены данные об объеме и типе наиболее крупных сделок последних лет.

Крупнейшие страховщики используют два основных типа секьюритизации, применимой для компаний по страхова-

нию жизни: секьюритизацию избыточных резервов (57% крупных сделок) и секьюритизацию встроенной стоимости (блока бизнеса) – 43% крупных сделок. Как показывают опросы руководителей страховых компаний, их внимание все больше концентрируется на возможности применения секьюритизации. На прямой вопрос «Как ваша компания планирует привлекать финансирование в ближайшие 2-3 года» были получены следующие ответы (таблица 5).

*Таблица 3. Затраты на секьюритизацию*

| Виды затрат при секьюритизации | Виды затрат при применении классических методов |
|---|---|
| **Премия за риск, уплачиваемая инвесторам** | **Премия по перестрахованию** |
| **Затраты по учреждению спецюрлица, в т.ч.:** | **Затраты на создание системы управления рисками баланса** |
| Правовое консультирование | |
| Актуарное консультирование | |
| Бухгалтерское консультирование | |
| Комиссия инвестиционного банка | |
| **Премия по операциям СВОП** | |
| **Затраты на обеспечение третьей стороной** | |
| **Затраты на осуществление эмиссии ценных бумаг** | |

*Источник: «Securitisation of Life Insurance Assets and Liabilities», Джей Дэвид Кумминз, слайд 34*

Применение секьюритизации в компаниях по страхованию жизни позволяет:

• получить новый выгодный источник финансирования

• вывести многие риски из компании (например: риски досрочных расторжений, риски снижения рентабельности отдельных блоков бизнеса)

• использовать технику как инструмент хеджирования от базовых рисков, связанных со смертностью.

***Таблица 4. Обзор наиболее крупных сделок на рынке секьюритизации, проведенных компаниями по страхованию (перестрахованию) жизни***

| Компания-оригинатор | Год | Тип секьюритизации | Объем размещения в млн. долл. США | Объем размещения в валюте размещения, отличной от долларов США |
|---|---|---|---|---|
| RGA | 2006 | Секьюритизация избыточных резервов (XXX) | $ 850,00 | |
| Scottish Re | 2006 | Секьюритизация избыточных резервов (XXX) | $ 1 700,00 | |
| First Colony | 2006 | Секьюритизация избыточных резервов (XXX) | $ 750,00 | |
| Swiss Re | 2005 | Встроенная стоимость | $ 370,00 | |
| Scottish Re | 2005 | Секьюритизация избыточных резервов (XXX) | $ 457,00 | |
| Scottish Re | 2005 | Секьюритизация избыточных резервов (XXX) | $ 850,00 | |
| Swiss Re | 2005 | Встроенная стоимость | $ 245,00 | |
| First Colony | 2004 | Секьюритизация избыточных резервов (XXX) | $ 300,00 | |
| Banner Life | 2004 | Секьюритизация избыточных резервов (XXX) | $ 550,00 | |
| Forethought | 2004 | Встроенная стоимость | $ 150,00 | |
| Friends Provident | 2004 | Встроенная стоимость | $ 672,60 | £ 380,00 (курс 2004 года – 1,77 $/фунт) |
| First Colony | 2003 | Секьюритизация избыточных резервов (XXX) | $ 300,00 | |
| Barclays Life | 2003 | Встроенная стоимость | $ 644,00 | £ 400,00 (курс 2003 года – 1,61 $/фунт) |
| MONY | 2002 | Встроенная стоимость | $ 300,00 | |
| Prudential | 2001 | Встроенная стоимость | $ 1 900,00 | |

*Источник: Milliman Inc.*

Угрозы развития секьюритизации кроются в возможном ужесточении финансового законодательства, риске неправильного структурирования объектов секьюритизации, а также формирования компаниями, которые нацелены на агрессивный рост, неблагонадежных выпусков с низкими кредитными рейтингами.

*Таблица 5. Результаты опроса финансовых директоров крупнейших страховых компаний США*

| Ответ | |
|---|---|
| Использовать перестрахование | 65% |
| Применение секьюритизации | 50% |
| Выпуск акций | 35% |
| Прямая продажа части бизнеса | 27% |

*Источник: The Tillinghast Business of Tower Perrin Life Insurance, CFO Survey*

## Каковы перспективы?

Применение секьюритизации как источника финансирования и управления рисками будет находить все большее применение на развитых рынках, повышая эффективность финансовой политики крупнейших страховщиков. К сожалению, на российском рынке страхования жизни на сегодняшний день как законодательно, так и экономически не сформировалось предпосылок для развития секьюритизации. С одной стороны, российское законодательство только начинает развивать структуру регулирования в области секьюритизации, с другой – сам рынок страхования жизни объективно мал для экономически обоснованного внедрения секьюритизации. Но, как известно, все может измениться с течением времени – и финансистам страховых компаний крайне важно обладать широким кругозором при развитии бизнеса и арсеналом инновационных решений для повышения его эффективности.