

Bartosz Lawędziak

Akademia Ekonomiczna w Katowicach

HIERARCHIZOWANA SEKURTYZACJA KREDYTOWA NA PRZYKŁADZIE TRANSAKCJI CLO

1. Sekurytyzacja kredytowa

Sekurytyzacja aktywów rozwija się od kilkunastu lat i stanowi dla instytucji finansowych jedną z metod pozyskiwania kapitału i zarządzania nim. Koncepcja taka zakłada, że emitenci typowych instrumentów sekurytyzacyjnych zabezpieczonych wierzytelnościami osiągają zyski przez konwersję klasyfikowalnych przepływów gotówkowych ze zdywersyfikowanego portfela obejmującego bieżące lub przyszłe wierzytelności nie płynne o różnym terminie płatności i różnej jakości w pozycje warstwowe – transze, wiążące się z różnorodnym ryzykiem inwestycyjnym, które podlegają sprzedaży w charakterze zbywalnych papierów wartościowych rynku kapitałowego o różnym prawie pierwszeństwa i poziomie finansowania [Herrmann, Tierney 1999].

Transakcje oparte na papierach wartościowych zabezpieczonych portfelem pożyczek (*Collateralized Loan Obligations* – CLO) pozwalają na doraźne przeniesienie ryzyka kredytowego w głównej mierze związanego:

- z kapitałem ekonomicznym i korzyściami uzyskiwanymi z płynności przez alternatywne finansowanie oparte na rynku – cele finansowe,
- z możliwościami dywersyfikacyjnymi – cele hedgingu i zarządzania ryzykiem,
- z usprawnionym zarządzaniem bilansami i możliwościami restrukturyzacyjnymi – cele księgowania,
- z optymalizacją kapitału regulacyjnego wymaganego przez regulatorów bankowych – cele regulacyjne,
- ze zmniejszeniem kosztów pośrednictwa w zakresie asymetrycznej komunikacji pomiędzy emitentami i zewnętrznymi jednostkami finansującymi.

W zależności od metody zabezpieczenia i rodzaju sekurytyzowanych aktywów instytucje dokonujące oceny zdolności kredytowej powszechnie wymagają, aby emitenci wsparli jakość kredytową przez dokonanie rezerw na pokrycie strat i/lub inne formy wsparcia kredytu (np. podporządkowanie strat z tytułu utraty wypłacalności) w celu uprzedniego zabezpieczenia inwestora przed pokusą nadużycia niezbyt dobrze funk-

cjonujących kredytów, które emitenci mogą uwzględnić w transakcji w przypadku braku kompletnych informacji inwestorskich o sekurytyzowanych kredytach.

Podporządkowanie transzy tworzy inwestycję wspomaganą dźwignią, co odróżnia profil ryzyko-zysk inwestycji CLO od bezpośredniej inwestycji w zakresie odnośnego portfela. Stąd prawo pierwszeństwa i objętość transzy zgodne ze szczególnym projektem zabezpieczeń pociągają za sobą zróżnicowane zakresy dźwigni ryzyka kredytowego dla każdej składowej transzy. Ponieważ podporządkowanie sprawia, że sekurytyzowane zadłużenie wspomagane dźwignią staje się wysoce wrażliwe na zmiany wartości precyzyjnie określonego wzorca bazowego, niezbędne staje się oszacowanie roszczeń z tytułu sekurytyzowanego zadłużenia z wyższym stopniem pewności (tzn. skrajne kwantyle) przewidywanej straty. Jednocześnie wysiłki ukierunkowane na jak największą dywersyfikację specyficznego ryzyka w ramach portfela bazowego sekurytyzowanych zagrożeń sprawiają, że transze CLO (ze znaczną wrażliwością na systematyczne ryzyko) są bardzo podatne na ekstremalne scenariusze zdarzeń powiązane z systemowymi wstrząsami. W konsekwencji analiza skrajnych kwantyli (teoria wartości ekstremalnych, z ang. *Extreme Value Theory*) straty stanowi istotny krok w stronę precyzyjnego oszacowania inwestycyjnego ryzyka w zakresie sekurytyzacji kredytowej [Embrechts 2000].

2. Model wyceny aktywów

Na model wyceny aktywów, w którym strata stanowi punkt wyjściowy transzy CLO jako roszczeń warunkowych zgłaszanych przez inwestorów neutralnych wobec ryzyka z tytułu sekurytyzowanych zagrożeń kredytowych, składają się trzy etapy metodologiczne. Po pierwsze przy zachowywaniu zdywersyfikowanego charakteru modeli sekurytyzowanego zadłużenia i portfeli bieżącego ryzyka kredytowego określa się funkcję strat sekurytyzowanych pożyczek, zakładając nieskończony stopień rozproszenia bazowego portfela zadłużeń, w którego przypadku istnieje możliwość niewykonywania zobowiązań. Po drugie wobec losowych strat z tytułu niewykonania zobowiązań stosuje się uproszczony mechanizm hierarchizacji, który generuje strukturę terminową niewykonywania zobowiązań w odniesieniu do konkretnych transz dla przewidywanych lub nieprzewidywanych strat dla określonego czasu realizacji transakcji. Taka metoda umożliwia rozkład transakcji CLO na zbiór prostszych papierów wartościowych o różnorodnych profilach ryzyka wynikających z hierarchizacji. Po trzecie całkowita szkodowość strat dla każdej składowej raty dyskontowanej według pewnej stochastycznej i wolnej od ryzyka stopy procentowej określa zyski neutralnego wobec ryzyka inwestora, których oczekuje on z oszacowanej struktury terminowej niewykonywanych zobowiązań.

Przy pomiarze neutralnym wobec ryzyka nie podlega kontroli rynkowa premia ryzyka związanego z zadłużeniem dającym sposobność do niewykonywania zobowiązań, oblicza się zyski dla stanu „quazi-neutralnego wobec ryzyka” w charakterze fizycznego dyskonta z tytułu przewidywanych okresowych strat kredytowych. Ze

względu na fakt, że objętość i prawo pierwszeństwa transzy stanowi rutynową hierarchizację alokacji strat, szacunkowa struktura terminowa niewykonywania zobowiązań oraz wycena poszczególnych transzy odzwierciedlają mechanizm przenoszenia wynikający z wybranego projektu sekurytyzacji. Zaproponowany model w sposób wiarygodny uzasadnia przyczyny, dla których instytucje finansowe zadowolają się zapewnieniem wsparcia kredytowego w postaci pokrycia pierwszej straty.

3. Rozkład strat na podstawie odwróconego rozkładu normalnego i teorii wartości ekstremalnych

Za pierwszy składnik modelu wyceny CLO przyjmuje się funkcję rozkładu strat z tytułu niewykonywania zobowiązań w sekurytyzowanym portfelu bazowym. W tym celu wykorzystuje się normalny rozkład odwrotny oraz rozkład quazi-Pareto z teorii wartości skrajnych w celu symulacji profilu strat doskonale zdywersyfikowanego portfela bazowego zagrożeń kredytowych. Dodatkowo zakłada się, że jednostkowe ryzyko jest doskonale zdywersyfikowane w nieskończenie rozproszonym portfelu, dlatego też można traktować portfel bazowy jako objęty jednolitym ryzykiem kredytowym o równej sparowanej korelacji aktywów. Na podstawie oszacowanych przewidywanych i nieprzewidywanych strat można określić okresowe straty dla transakcji z tytułu niewykonywania zobowiązań oraz składowe transze za pomocą rutynowej alokacji pewnych strat.

Gdy liczba kredytów zmierza do nieskończoności, wówczas pojęcie jednolitego portfela z jednolitymi zagrożeniami aktywów stanowi podstawę dla modeli portfeli kredytowych z założeniami normalnościowymi. Uzyskuje się wtedy straty z tytułu niewykonywania zobowiązań z funkcji normalnego rozkładu odwrotnego $NID(p, \rho)$ ze średnim prawdopodobieństwem niewykonania zobowiązań $p > 0$ oraz równym parowaniem korelacji aktywów $\rho < 1$ dla portfela z h kredytami o równym stopniu zagrożenia $1/h$ dla $h \rightarrow \infty$ i stratami portfelowymi $0 \leq x \leq 1$ w formie wyrażenia

$$NID(x, p, \rho) = N((\sqrt{1-\rho}N^{-1}(x) - N^{-1}(p))/\sqrt{p}), \quad (1)$$

z funkcją gęstości

$$\varphi(x, p, \rho) = (1-\rho)/\rho \cdot (n(N^{-1}(x)))^{-1} \cdot n(\sqrt{1-\rho}N^{-1}(x) - N^{-1}(p))/\sqrt{p}), \quad (2)$$

przy standardowym odchyleniu $\rho = \sqrt{N_2(N^{-1}(p), N^{-1}(p); \rho) - p^2}$ uzyskanym z normalnego rozkładu dwuwymiarowego $N_2(x, y, \rho)$ przy zerowym wektorze wartości oczekiwanej.

Alternatywnie do normalnego rozkładu odwrotnego losowych zmiennych w jednolitej przestrzeni zaproponowano także EVT w celu odwzorowania funkcji rozkładu strat w portfelach kredytowych. EVT definiujemy jako ogólną koncepcję statystyczną pozyskiwania zasady granicznej dla próbných maksimów R_x .R, gdzie

uogólniony rozkład wartości skrajnych (GEV) [Jenkinson 1955] określa zakres przyciągania rozkładów granicznych znormalizowanych maksimum lub minimum pochodzących z losowych zmiennych z górną granicą. Niech X_1, \dots, X_n będzie ciągiem losowych zmiennych *i.i.d.* (*independent and identically distributed*) o wspólnej nieznannej funkcji rozkładu $F(\cdot)$ oraz analogiczną rosnącą statystyką pozycyjną $X_{1,n} \leq \dots \leq X_{n,n}$ ze znormalizowanymi maksimumami próbnymi $X_{n,n} = \max\{X_1, \dots, X_n\}$ zbieżnymi do niezdegenerowanego rozkładu granicznego

$$H_\xi(R_x) = \lim_{n \rightarrow \infty} P\left(\frac{X_{n,n} - b_n}{a_n} \leq R_x\right), \quad (3)$$

dla ciągu stałych $a_n > 0$, $b_n \in R$ i $n \rightarrow \infty$. Jeżeli $F(\cdot)$ spełnia to wyrażenie, to mieści się w maksymalnym zakresie przyciągania $H_\xi(R_x)$, stąd $F \in D(H_\xi)$. Zakładając stacjonarność i ergodyczność, zauważa się, że powyższy rozkład graniczny przechodzi w rozkład GEV:

$$H_\xi(R_x) = \begin{cases} \exp[-(1 + \xi R_x)^{-\xi^{-1}}] & 1 + \xi R_x > 0, \xi > 0 \\ \exp[-\exp(-R_x)] & R_x \in R, \xi = 0 \end{cases}, \quad (4)$$

gdzie ξ – parametr lokalizacji (wskaźnik ogonowy) określa rozmiar i częstotliwość skrajnych zdarzeń asymptotycznej reakcji ogonowej z maksimum w $x = \xi$, gdzie $\xi \geq 0$ i $\xi < 0$ oznaczają odpowiednio ciężki i cienki ogon. Im cięższy ogon, tym wolniej zbliża się do maksymalnej wartości x przy y równym i tym mniejsza absolutna wartość parametru wskaźnika ogonowego. Definiujemy rozkład strat jako uogólnioną funkcję rozkładu Pareto (GPD) [Resnick 1992] w maksymalnym obszarze przyciągania $F \in D(H_\xi)$, z reakcją ogonową znormalizowanych maksimumów ograniczonych przy rozmiarze portfela aktywów, stąd

$$G(x, \xi, \beta) = \begin{cases} 1 - (1 + \xi x / \beta)^{-\xi^{-1}} & \text{dla } \xi \neq 0 \\ 1 - \exp(-x / \beta) & \text{dla } \xi = 0 \end{cases}, \quad (5)$$

z $R_x \equiv -(x - \xi) / \beta$, parametr skalowania $\beta > 0$ oraz $x \geq 0$ dla $0 \leq x \leq -\beta / \xi$ dla $\xi < 0$. W celu sporządzenia modelu profilu strat dla portfela o skończonym rozmiarze rozszerzamy wsparcie GPD dla R , stąd

$$L(x, \xi, \beta, s, \rho) = 1 - \left(1 + \frac{\xi \cdot \left((x - \rho) + \sqrt{(x - \rho)^2 + s^2}\right)}{2\beta \cdot (1 + \exp(-\delta(x - \rho) / \beta))}\right)^{-\xi^{-1}}. \quad (6)$$

Poza parametrem skalowania $s > 0$ wprowadzamy również czynnik korygujący $\rho \in R$ dla powtórnej parametryzacji w późniejszej procedurze odwzorowania $L(x)$ ze

stratami portfelowymi $0 \leq x \leq 1$. Odwzorowanie powyższej funkcji rozkładu strat $L(x)$ na odwrotny jednolity rozkład $U_d^{-1}(u)$ z losową zmienną $u \in [0,1]$ i $x \in [-d,d]$ jako górną i dolną granicą ($\min = -d$, $\max = d$), zyskami $U_d^{-1}(u)$

$$L_d(x) = \frac{L(x) - L(-d)}{L(d) - L(-d)} \quad \text{dla } x \approx U_d^{-1}(u), \quad (7)$$

$\rho_u = U_d^{-1}(\rho)$ uzyskujemy przez powtórna parametryzację, w której zarówno β , jak i s zależą od poziomu d .

4. Modelowanie i alokacja strat

Na podstawie przedstawionej funkcji rozkładu strat, stosując symulację Monte Carlo jednocześnie rozłożonych losowych przypadków niedotrzymywania zobowiązań w celu oszacowania przewidywanych i nieprzewidywanych strat z sekurytyzowanych kredytów, otrzymamy okresowe straty z tytułu niewykonywania zobowiązań oszacowanych techniką „dzielenia czasu” (*time slicing*) w terminie płatności. Technika ta umożliwia określenie wartości rezydualnej sekurytyzowanego portfela bazowego po okresowym niewywiązywaniu się ze zobowiązań kredytowych. Takie okresowe straty są przypisywane do różnych transzy w porządku starszeństwa, gdzie „objętość transzy” oznacza poziom absorpcji strat dla każdej transzy.

Przy braku danych historycznych dla sekurytyzowanych strat kredytowych należy wygenerować jednocześnie rozłożone zmienne losowe x dla symulacji Monte Carlo strat kredytowych o rozkładzie NID i EVT. W przypadku NID taka metoda wymaga obliczenia losowych zmiennych o jednolitym rozkładzie $Z \sim U(0,1)$ i ich późniejszą transformację do postaci okresowych strat dla każdego etapu czasowego j przy

$$x = NID^{-1}(z, p, \rho) = N\left(\left(N^{-1}(p_j) - \sqrt{\rho_j} N^{-1}(z) / \sqrt{1 - p_j}\right)\right), \quad (8)$$

przez wybranie parametrów funkcji rozkładu strat, tak że pierwsze dwa wyniki odpowiadają tym uzyskanym z NID. W przypadku EVT procedura transformacji i odwzorowania jest stosowana w analogiczny sposób. Dodatkowo nie uwzględnia się wpływu przedpłat i amortyzacji na wirtualną wartość portfela oraz przyjmuje się założenie, że synchronizacja niewykonywania zobowiązań ma miejsce na koniec każdego okresu j w celu zachowania spójności przy przybliżaniu względnych strat portfelowych w przeliczeniu na okresy na tle spadkowego bilansu sumy kapitału. Prawdopodobieństwo niewykonywania zobowiązań (PD)¹ dla każdego okresu przyjmowane jest jako stałe lub zależne od czasu (rosnące bądź malejące). To ostatnie założenie o zagrożeniu ry-

¹ Zgodnie ze średnią ważoną oceny ostatnich transakcji CLO przez emitentów europejskich i korelacji niewykonywania zobowiązań w zastosowaniach przemysłowych do modeli ryzyka kredytowego portfeli opartych na intensywności wybraliśmy portfel o parametrach $p = 0.0026$ i $\rho = 0.17$ w NID oraz analogiczne przedstawienie przez parametry dotyczące rozmiaru i kształtu w modelu EVT.

zykiem zależnym od czasu jest fundamentalne dla dynamicznego oszacowania struktury terminowej niewykonywania zobowiązań i stanowi efekt towarzyszący okresowemu kaskadowaniu strat w okresie transakcji sekurytyzacji. PD zrównuje przewidywane straty z tytułu niewykonywania zobowiązań z początkowym wirtualnym rozmiarem portfela o jednostkowej wartości.

Dla ustalonej siatki czasowej $t_0 < t_1 < t_j < \dots < t_{n-1} < t_n$ akumulowaną szacunkową stratę \tilde{L} przy horyzoncie czasowym n (ze stratami portfelowymi uwzględnionymi na koniec każdego okresu $j \cup n$) można skwantyfikować jako:

$$\tilde{L} = \sum_{j=1}^n \prod_{i=0}^{j-1} (1 - X_i) X_j, \quad (9)$$

przy $X_j \sim NID(x, p, \rho)$ lub $X_j \sim L(x, \xi, \beta, s, \rho)$ dla $j \in n$, gdzie X_j jest to względna strata portfelowa w okresie $j \in n$ dla rozkładu jednolitego portfela bazowego, którego wartość wirtualna zostaje sprowadzona do jedności dla czasu $j = 0$. Absolutne straty przypadające na okres zostają określone na podstawie okresowego losowego projektu jednolitej straty z tytułu niewykonywania zobowiązań w pozostałej części wartości portfelowej w każdym okresie po zmniejszeniu jej o wielkość straty z tytułu niewykonywania zobowiązań z poprzedniego okresu. Łączenie takich szacunkowych strat oddaje absolutne straty w całym horyzoncie inwestycyjnym n^2 .

Okresowe straty z tytułu niewykonywania zobowiązań do różnych transz składowych w porządku starszeństwa uzyskuje się na podstawie zsumowanych strat. W prezentowanym modelu hierarchizacja sprawia, że straty portfelowe \tilde{L} są następczo przypisywane do składowych transz zgodnie z poziomem starszeństwa. Inwestorzy w transzy $k \in m$ muszą ponosić łączne straty do wysokości α_k % całkowitych strat z tytułu niewykonywania zobowiązań od zaległej wartości wirtualnej transakcji, gdzie objętość transzy k . Wszelkie pozostałe straty przypisane są do starszych transz $k+1$ do wysokości α_{k+1} %. Jeżeli zatem jedna transza k została całkowicie wyczerpana, to kolejne straty są przypisywane do kolejnych starszych transz. Taki oddolny proces kaskadowania jest realizowany dopóki wszystkie straty dla określonego okresu są przypisywane do odpowiednich transz. Rozmiary transz $0 \leq \alpha_0 \leq \alpha_1 \leq \dots \leq \alpha_{m-1} \leq \alpha_m$ jako granice przypisywania transz są niezależne od czasu i nieoznaczone indeksem j dla okresu. Procedura przypisywania określa przewidywaną stratę kredytową w przeliczeniu na transzę w okresie j ,

² Taka metoda jest zgodna z określeniem tak zwanego warunkowego współczynnika niewykonywania zobowiązań (CDR) wykorzystywanego przez banki handlowe przy wyliczaniu scenariuszy strat dla poszczególnych portfeli kredytowych. Określają one okresowe straty z tytułu niewykonywania zobowiązań jako iloczyn pewnego prawdopodobieństwa niewykonywania zobowiązań (zgodnie z funkcją ryzyka kredytowego portfela) i procentu szkodowości straty (tzn. założonej szkodowości w prognozowanych roszczeniach kredytowych), które są ponoszone w odniesieniu do łącznego zaległego bilansu kapitału sekurytyzowanego portfela w momencie niewykonywania zobowiązań.

$$\tilde{L}^k = \sum_{j=1}^n \tilde{L}_j^k = \sum_{j=1}^n \int \frac{(x_j - \alpha_{k-1})^+ \wedge (\alpha_k - \alpha_{k-1})}{\alpha_k - \alpha_{k-1}} f(x) dx, \quad (10)$$

gdzie $(x_j - \alpha_{k-1})^+ \wedge (\alpha_k - \alpha_{k-1})$ jest okresową stratą z tytułu niewykonania zobowiązań w etapie czasowym j . \tilde{L}^k i \tilde{L}_j^k dla funkcji gęstości strat, $f(x)$ oznaczają względną stratę ponoszoną przez każdą transzę jako całość (przez cały okres trwania transakcji o terminie płatności n) oraz na koniec każdego okresu. Emitent powszechnie zachowuje najniższą, najwcześniejszą transzę (*equity piece*) z tolerancją straty z tytułu niewykonania zobowiązań $\alpha_0 - \alpha_1$ jako pierwszą pozycję stratną w charakterze zobowiązania do poniesienia części strat wynikających z przewidywanego niewykonania portfela bazowego.

5. Wnioski

W artykule przedstawiono metodę szacowania struktury terminowej niewykonania zobowiązań oraz wyceny hierarchizowanych roszczeń z tytułu zadłużeń wrażliwych na niewykonanie zobowiązań dla sekurytyzacji opartej na instrumentach CLO z wykorzystaniem kaskadowania strat. Model ewaluacji określa, w jaki sposób podział strat między emitentami i inwestorami przez hierarchizację wpływa na sposób, w jaki sekurytyzacja przenosi sekurytyzowane zagrożenie z tytułu ryzyka kredytowego na ryzyko inwestycyjne wspomagane dźwignią wyemitowanych transz.

Zakładając potencjalne problemy pośrednictwa pomiędzy emitentami i inwestorami w strukturach sekurytyzacyjnych, model wyjaśnia, dlaczego emitenci powszechnie zachowują najwcześniejszą transzę jako pierwszą pozycję stratną w formie próby zmniejszenia kosztów pośrednictwa odnośnie do asymetrycznych informacji o sekurytyzowanych aktywach. Pozostawianie przez emitentów najniższej transzy oznacza przyjęcie przez nich obliczalnej „pewnej straty”.

Hierarchizacja transz umożliwia efektywne dywersyfikowanie dłużnych papierów wartościowych w ramach projektu zabezpieczenia, które umożliwiają emitentom podział i przekierowanie przepływów gotówki z kredytów sekurytyzowanych do nowych instrumentów inwestycyjnych jako składnik zabezpieczający sekurytyzację kredytu.

Wobec nieodłącznej niejednoznaczności jakości sekurytyzowanych aktywów na rynkach CLO zaproponowana analiza podkreśla znaczenie uważnej weryfikacji sposobu, w jaki podział strat regulujący przypisywanie korzystnych interesów i projekt zabezpieczeń wpływają na ocenę ryzyka i wycenę sekurytyzowanych kredytów. Metoda prezentuje bezpośrednią próbę metodologii wyceny wychodzącej od straty dla transzy CLO opartą na oszacowaniu struktury terminowej niewykonania zobowiązań w sekurytyzowanych kredytach. Dla dalszych pogłębionych prac można uwzględnić elastyczne projekty zabezpieczeń transakcji CLO, które

dotatkowo promują świadome inwestowanie w celu podtrzymania odpowiedniej płynności na rynku dla sekuryzowanych kredytów.

Literatura

- Embrechts P., *Extreme value theory: potential and limitations as an integrated risk management tool*, "Trading & Regulation" 2000, vol. 6.
- Herrmann M., Tierney J., *The market for CLOs in Germany*, Deutsche Bank Asset-Backed Research, London 1999.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Jarrow R.A., Turnbull S., *Pricing derivatives on financial securities subject to credit risk*, "Journal of Finance" 1995, vol. 50.
- Jenkinson A.F., *The frequency distribution of the annual maximum (or minimum) values of meteorological elements*, "Quarterly Journal of the Royal Meteorology Society" 1955 no 87.
- Jobst, A., *Collateralised loan obligations (CLOs): a primer*, "The Securitization Conduit" 2003, vol. 6.
- Merton R., *On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates*, "Journal of Finance" 1974, vol. 29.
- Resnick S.I., *Adventures in stochastic processes*, Birkhäuser, Boston 1992.
- Szkutnik W., Lawędziak B., *Sekuryzacja ryzyka jako forma ubezpieczenia ryzyk katastrofalnych w aspekcie modelowej równowagi hazardu moralnego i ryzyka bazowego*, [w:] *Ryzyko i prognozy*, red. W. Szkutnik, z. 10, Wydawnictwo ŚWSZ, Katowice 2005.
- Vasicek O.A., *Probability of loss on loan portfolio*, KMV Corporation, 1987.

HIERARCHICAL CREDIT SECURITIZATION BASED ON CLO TRANSACTION

Summary

This paper presents the method of estimating the structure of not-fulfilling the payments and the honest evaluation of conditional claims-tranches depending on them. A typical securitization credit transaction is presented, based on CLO instruments. It is also estimated in what way the effects of loss sharing between issuers and investors caused by subordinating tranches transfer the credit risk related to securitized assets to the investment risk connected with the conditional debt.