секьюритизация активов: плюсы и минусы

новое понимание экономической функции секьюритизации – актуальная необходимость

Аннотация

В статье раскрыты проблемы российского рынка секьюритизированных активов за 2006–2009 гг., рассмотрены основные положительные моменты функционирования секьюритизации компаний.

Появление рынка секьюритизации в российской экономике стало одним из важнейших направлений финансовых инноваций XXI века. Сегодня с уверенностью можно сказать, что сама форма секьюритизации – замена нерыночных займов и потоков наличности на ценные бумаги, свободно обращающиеся на рынках капиталов – это новое понимание функции экономической системы долговых обязательств. Она влечет за собой и новую точку зрения на функционирование всей российской финансовой системы.

Достаточно хорошо известно, что российский рынок секьюритизации «молодой». Только в 2003 году в России был принят закон «Об ипотечных ценных бумагах»[1], заложивший основу для секьюритизации ипотеки на отечественном рынке. При этом не был четко определен вопрос о необходимости выделения специально создаваемых для секьюритизации фирм (SPV, special purpose vehicle – компания специального назначения , «проектная компания») из общего режима банкротства. Некоторые

Семенова И.Ю.
аспирантка кафедры фондового рынка и рынка инвестиций, Государственный университет – Высшая школа экономики, главный специалист отдела оценки рисков ОАО «Связьинвест»
semenovaira2004@mail.ru

[1] Речь идет о Федеральном законе от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», действующем в ред. от 27.07.2006 № 141-ФЗ – *прим. ред.*

...нормативно-правовая база России до 2009 г. практически не имела условий для создания и функционирования сложных секьюритизационных структур

поправки к закону 2006 г. учли основные предложения участников рынка.

Только в июле 2009 г. Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР России) представила проект федерального закона «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации в части регулирования секьюритизации финансовых активов». Он предполагает внесение изменений в Гражданский кодекс РФ, Налоговый кодекс РФ и целый ряд федеральных законов.

Плюсы секьюритизации

Таким образом, нормативно-правовая база России до 2009 г. практически не имела условий для создания и функционирования сложных секьюритизационных структур. В этой связи:

– во-первых, большинство российских секьюритизационных сделок оформлялись за рубежом;

– во-вторых, существовала возможная нестыковка различного рода законодательных вопросов;

– в-третьих, возникали налоговые проблемы при передаче финансовых активов и т.д.

Не вдаваясь в детальное рассмотрение перечисленных проблем функционирования рынка секьюритизации, необходимо отметить, что она при определенных условиях позволяет сегодня достичь следующих положительных результатов:

– *привлечь финансирование на более длительный срок* (по сравнению с обычным кредитованием);

– *диверсифицировать источники финансирования*, привлекать новые источники за счет выпуска SPV ценных бумаг;

– *для банков – повысить доходность на собственный капитал и соблюсти требования к достаточности собственного капитала*, ведь часть активов переводится на другое юридическое лицо;

– *снизить стоимость привлекаемого финансирования* (за счет того, что кредитный рейтинг секьюритизационных ценных бумаг может быть выше, чем рейтинг эмитента).

«Спред» между финансовыми издержками

Секьюритизация в узком смысле – это инновационная техника финансирования. Она предусматривает объединение неликвидных финансовых активов в виде банковских кредитов в пулы однородных активов, которые являются обеспечением выпускаемых облигаций [1].

К. Хилл показывает, что с помощью сделок секьюритизации можно получить прибыль, которая реализуется через более простые финансовые схемы [2]. Автор рассматривает секьюритизацию как схему, которая использует «спред» между финансовыми издержками на различных рынках.

При этом секьюритизация позволяет компаниям низкого качества выпускать ценные бумаги высокого качества и трансформировать денежные потоки, которые можно продать только со значительным дисконтом на финансовых рынках по низким ценам, в ценные бумаги, которые можно продать с меньшим дисконтом на финансовых рынках по более высоким ценам [2].

Одна из ключевых черт секьюритизированных продуктов заключается в том, что они, как правило, издаются траншами [3]. Это означает, что крупные сделки разбиваются на более мелкие части, каждый из которых имеет различные инвестиционные характеристики. Существование различных траншей[2] делает секьюритизированные продукты привлекательными для широкого круга инвесторов, так как каждый инвестор может выбрать привлекающий его транш. Но при этом возникают и определенные риски, если при планировании были допущены ошибки в расчетах или на уровне законодательства выявляются нестыковки.

[2] Транш – одна из нескольких групп взаимосвязанных ценных бумаг, эмитированных в одно и то же время. Разные транши одной эмиссии имеют различные характеристики риска, доходности и/или срока погашения – *прим. ред.*

Ключевые слова:
секьюритизация, денежный поток, финансовые активы, SPV (special purpose vehicle)

Keywords:
securutization, money flow, financial assets, SPV (special purpose vehicle)

Таблица

Международный рейтинг финансовой системы стран по данным Standard & Poor's

Страна	Рейтинг в национальной валюте	Рейтинг в иностранной валюте
Великобритания	AAA/Стабильный/A-1+	AAA/Стабильный/A-1+
Италия	AA-/Стабильный/A-1+	AA-/Стабильный/A-1+
Польша	A-/Стабильный/A-2	BBB+/Стабильный/A-2
Россия	A-/Стабильный/A-2	BBB+/Стабильный/A-2
Хорватия	BBB+/Стабильный/A-2	BBB/Стабильный/A-3

Имея низкие рейтинги (в среднем B, а также B+ и B–), отечественные финансовые организации не могут занимать денежные средства на открытых рынках дешево, в больших объемах и на длительный срок.

По данным Standard & Poor's[3] российская финансовая система еще в 2006 г. была недостаточно стабильна, а финансовый кризис 2008 года, безусловно, не привнес в нее стабильности (*см. табл. выше*).

Диверсифицированный портфель

Низкие рейтинги, говорящие о том, что работать с российскими банками как с заемщиками рискованно, можно объяснить присутствием у них на балансе огромного количества операций с разной степенью риска. Например, в активе одного кредитного учреждения могут быть как высококлассные кредиты, выданные ведущим российским компаниям, которые точно вернут деньги, так и более рискованные сделки, связанные с вексельными программа-

имея низкие рейтинги, отечественные финансовые организации не могут занимать денежные средства на открытых рынках дешево, в больших объемах и на длительный срок

[3] Standard & Poor's (S&P) – дочерняя компания корпорации McGraw-Hill, занимающаяся аналитическими исследованиями финансового рынка. Наряду с Moody's и Fitch Ratings данная компания принадлежит к тройке самых влиятельных международных рейтинговых агентств – *прим. ред.*

ми или с участием в операциях на рынке деривативов[4].

Используя секьюритизацию, банк имеет возможность собрать из своих активов отдельный, максимально надежный диверсифицированный портфель, например лизинговых активов, ипотечных, потребительских или автомобильных кредитов, и со своего баланса передать его SPV [5].

используя секьюритизацию, банк имеет возможность собрать из своих активов отдельный, максимально надежный диверсифицированный портфель

Но, как это ни парадоксально звучит, низкие международные рейтинги российских финансовых институтов сыграли положительную роль для российской экономики: международные финансовые институты менее активно работали с российскими компаниями и банками в сфере секьюритизации. По своим масштабам рынки развитых стран, прежде всего США и Великобритании, значительно превосходили российский рынок.

По данным организации Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), только на конец 2006 г. объем рынка секьюритизированных облигаций в США составлял 8,6 трлн долл., или 65% ВВП [6]. В России его объем был меньше 1% ВВП, что позволяет утверждать, что на российском рынке секьюритизированных активов в 2008 г. так называемого «мыльного пузыря» не было.

В 2009 г. рейтинги сделок структурированного финансирования на развивающихся рынках говорят о том, что сегодня продолжается сдерживание рынка из-за недостаточно устойчивой нормативно-правовой базы по сделкам секьюритизации.

Резюмируя сказанное, можно заключить, что развитие рынка секьюритизации за период 2006–2009 гг. наглядно продемонстрировало, что такой финансовый инструмент, как секью-

[4] Деривативы (англ. *derivatives*) — производные финансовые инструменты, используемые в сделках, не связанных напрямую с куплей-продажей финансовых активов. Используются для страхования рисков (хеджирования) и извлечения дополнительной прибыли – *прим. ред.*

...низкие международные рейтинги российских финансовых институтов сыграли положительную роль для российской экономики

ритизация активов в глобальной экономической системе больше не кажется простым. И новое понимание экономической функции секьюритизации влечет за собой необходимость более пристального внимания к разработке подходов и инструментов по замене займов и потоков наличности в ценные бумаги.

Литература

1. Фондовый рынок. / Под ред. Н.И. Берзона. – М.: Вита-Пресс, 2002.
2. Hill C.A. Securitization: a low-cost sweetener for lemons. – Washington University, 1996.
3. Brian Perry. Investing In Securitized Products. // Economic Indicators: Beige Book. – 2009.
4. Сач К., Пенкина И., Елисеенко Е. Методика присвоения рейтингов сделкам секьюритизации с использованием необеспеченных финансовых обязательств. / Standard & Poor's. – М., 2007.
5. Газман В.Д. Лизинг: статистика развития. – М.: Издательский дом ГУ-ВШЭ, 2008.
6. Дэвидсон Э., Сандерс Э., Вольф Л.-Л., Чинг А. Секьюритизация ипотеки. Мировой опыт, структурирование и анализ. – М.: Вершина, 2007.

pn

Semyonova I.Yu.
Post-graduate student, Chair of Stock Market and Investment Market, State University – Higher School of Economy, senior specialist, Department of Risk Assessment, «Svyazinvest» OJSC

Securitized assets: pluses and minuses

New understanding of the securitization economic function is a real necessity

Abstract

The article reveals the problems of the Russian market of securitized assets of 2006-2009 and considers the main positive features of the securutization functioning for the companies.