Шаповал, Андрей Викторович. Секьюритизация активов как альтернативный метод привлечения финансирования : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Шаповал Андрей Викторович; [Место защиты: Сарат. гос. соц.-эконом. ун-т].- Саратов, 2012.- 147 с.: ил. РГБ ОД, 61 13-8/603

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Теоретические основы механизма секьюритизации активов как метода корпоративного финансирования 13**

1.1 Понятие и сущность сделок секьюритизации активов как способа финансирования организаций 13

1.2 Основные элементы механизма секьюритизации активов 31

1.3 Тенденции развития рынка секьюритизации активов в России в посткризисный период 44

**Глава 2. Практические аспекты и риски сделок секьюритизации активов 57**

2.1 Возможности использования зарубежного опыта секьюритизации Активов 57

2.2 Классификация рисков сделок секьюритизации активов 68

2.3 Роль секьюритизации в развитии глобального финансового кризис а 77

**Глава 3. Совершенствование системы регулирования рынка секьюритизации в России 88**

3.1 Направления повышения кредитного качества ценных бумаг, обеспеченных активами 88

3.2 Совершенствование процедуры реитингования секьюритизированных ценных бумаг 101

3.3 Создание механизма повышения ликвидности ценных бумаг, обеспеченных активами 111

Заключение 124

Список использованной литературы

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Финансово-экономический кризис ознаменовал собой слом главенствующей с середины 1970-х годов глобальной финансовой системы. Посткризисный период совпал с формированием новой парадигмы будущего развития глобального финансового рынка, основные контуры которой просматриваются уже сегодня. Одной из наиболее главных тенденцией посткризисного развития является постепенное вытеснение банковского кредитования и замещение его иными, альтернативными методами финансирования, в том числе и методами привлечения капитала на рынке ценных бумаг.

Однако традиционные методы финансирования на рынке ценных бумаг обладают своими недостатками. В частности, размещение акций на биржевом или внебиржевом рынках сопряжено с потерей контроля над компанией, что далеко не всегда устраивает основных владельцев бизнеса. Выпуск долговых бумаг осложнен высокой стоимостью привлечения капитала. В этой связи предприятия все чаще обращаются к альтернативному способу привлечения капитала на рынке ценных бумаг, в том числе и к секьюритизации.

За рубежом первые сделки по секьюритизации активов начали заключаться еще в начале прошлого века. Наибольшее распространение данный метод финансирования получил в сфере ипотечного кредитования, так как ипотечные кредиты проще всего поддаются стандартизации и дальнейшей перепродаже.

В России рынок секьюритизации получил свое развитие только в начале прошлого десятилетия. Несмотря на то, что финансово-экономический кризис негативно повлиял как предпочтения потенциальных инвесторов, так и на ожидания хозяйствующих субъектов, нуждающихся в финансировании, российские темпы роста номинального объема сделок по секьюритизации являются одними из самых высоких в мире. Первая сделка по секьюритизации активов на отечественном рынке была заключена только в 2004 году на сумму 1,25 млрд долларов США. Уже в 2006 году в России было секьюритизировано активов на сумму более 5 млрд долларов США, что превышает объем 2005 года в 8 раз. В кризисный период темпы роста объемов сделок секьюритизации несколько снизились, а в 2009-2010 гг. даже наблюдался спад рынка, однако в последние годы данный сегмент рынка вновь набирает обороты, что свидетельствует о том, что российский рынок секьюритизации активов находится лишь в самом начале пути своего развития.

Потенциал российского рынка секьюритизации далек от своего исчерпания. Однако, Россия отстает от ведущих мировых стран по объемам сделок секьюритизации более чем в 300 раз. Помимо номинальной стоимости секьюритизиро-ванных ценных бумаг, Россия проигрывает зарубежным странам и по такому показателю как отношение объема секьюритизированных ценных бумаг к национальному ВВП. Так, для США и Англии данный показатель составляет при-

мерно 10-11%, для стран Европы - от 4-6% (Ирландия, Испания и Португалия) до 2% (Италия, Греция, Германия). В России отношение объема секьюритизи-рованных ценных бумаг к ВВП не превышает 0,4%, что свидетельствует об огромном потенциале роста данного сегмента финансового рынка.

Количественное и качественное отставание российского рынка секьюрити-зации от зарубежных аналогов можно объяснить не только низкой стартовой базой, но также и многочисленными проблемами, которые являются преградой на пути иностранных инвесторов в отечественные секьюритизированные ценные бумаги. Так, нерешенными остаются проблемы развития понятийного аппарата, правовой базы функционирования данного рынка, режима налогообложения сделок секьюритизации. Не решена проблема отделения рисков оригинаторов от рисков специально-созданных юридических лиц, в пользу которых осуществляется продажа активов, подлежащих секьюритизации, что значительно увеличивает риски ценных бумаг, обеспеченных активами.

Одной из наиболее актуальных проблем является отсутствие эффективных механизмов повышения кредитной надежности ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации. Глобальный экономический кризис показал, что даже ценные бумаги с наивысшим уровнем рейтинга оказались небезопасными для инвесторов, в том числе и по причине отсутствия механизмов кредитной поддержки. Высокие риски российских ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации, сказываются на высокой стоимости заимствования для ком-паний-оригинаторов.

Эти и иные проблемы рынка секьюритизации показывают острую необходимость их теоретического, методологического и практического решения. Даже фрагментарное перечисление существующих проблем свидетельствует об актуальности исследования.

Степень разработанности проблемы. Научный интерес к проблемам секьюритизации у исследователей возник в последней четверти XX века. Термин "секьюритизация" был введен в научный оборот в 1977 году главой ипотечного департамента Salomon Brothers Л. Раниери, который использовал данный термин для обозначения первого выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам.

Ретроспективный анализ взглядов на проблемы секьюритизации показал, что на современном этапе развития данного сегмента финансового рынка в центре внимания многих исследователей сосредоточены различные практические аспекты трансформации активов в ценные бумаги. Наибольший вклад принадлежит П.Али, Х.П. Бэру, Л.-Л. Вольфу, Ж.Ж. Вризу Робе, Э. Джвидсону, Э. Сандерсу и А. Чингу, а также отечественным исследователям В. Заку, Н. Едиханову, А. Селивановскому, Д. Тогонидзе и В.Усоскину.

Проблемами регулирования и налогообложения сделок секьюритизации занимались П. Голиков, Е. Демушкина, К. Кучинский, А. Тавасиев, М. Толстухин, Ю. Туктаров. Различные аспекты проблематики секьюритизации нашли свое отражение в работах российских исследователей М. Астраханцева, И. Коха, М. Лещинского, Б. Мазукбазовой, Л. Смирнова.

Несмотря на то, что проблемам секьюритизации посвящено множество работ, анализ научной литературы показал, что большинство отечественных и зарубежных исследователей рассматривают практические проблемы секьюритизации активов в контексте конкретных алгоритмов сделок по секьюритизации, а также создания обеспечительных механизмов ценных бумаг, обеспеченных активами. В результате сосредоточения научной мысли на проблемах практического воплощения идеи трансформации активов в ценные бумаги, за пределами научных дискуссий остаются вопросы понятийного аппарата, подходов к пониманию сущности и особенностей секьюритизации как способа финансирования. Так, до сих пор отсутствует общепринятое определение термина "секьюритиза-ция" (в научной литературе в настоящее время предложено более 200 вариантов определений), не найден компромисс в отношении классификации видов секь-юритизациий, не были выявлены факторы, препятствующие развитию сделок секьюритизации на развивающихся рынках

Кроме того, крайне мало изучены особенности использования механизмов кредитной поддержки секьюритизированных ценных бумаг в российских условиях.

Актуальность проблемы, степень ее научной разработки и практической значимости определили выбор темы, цели и задачи диссертационного исследования.

Цель и задачи диссертационного исследования. Перед исследованием была поставлена цель формулирования, теоретического обосновании и решения комплекса вопросов, связанных с разработкой концепции развития института секьюритизации в России, методологии и механизмов ее реализации и определении на этой основе практических рекомендаций для деятельности предприятий, избравших секьюритизацию активов как наиболее эффективный способ финансирования своей деятельности, регулирующих органов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и рейтинговых агентств

Для достижения поставленной цели решались следующие задачи:

раскрыть сущностное содержание понятия "секьюритизация", уточнить механизм синтетической секьюритизации;

систематизировать существующие варианты классификаций видов секьюритизации и предложить их авторскую классификацию, учитывающую недостатки и преимущества существующих подходов;

определить факторы, сдерживающие развитие рынка секьюритизации в российских условиях;

выявить тенденция развития российского рынка секьюритизации в посткризисный период;

разработать авторскую классификацию рисков, присущих сделкам по секьюритизации;

систематизировать и классифицировать методы кредитной поддержки ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации активов; адаптировать данные методы к условиям специфического развития российского рынка;

- разработать механизмы по повышению эффективности процедуры рейтин-гования ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации, а также по повышению ликвидности их вторичного обращения на биржевых и внебиржевых рынках.

Предметом исследования в диссертационной работе являются экономические отношения, возникающие между предприятиями, нуждающимися в привлечении финансовых ресурсов, инвесторами в инструменты финансового рынка, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, рейтинговыми агентствами и регулирующими органами.

Объект исследования - финансовый рынок в части рынка ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации активов, его участники, инфраструктура, механизмы регулирования.

Теоретическую основу диссертационного исследования составили теория финансов, теория финансовых рынков и финансовых институтов в части теории рисков и ценообразования на финансовые активы, теории принятия финансовых решений в условиях риска и неопределенности. В диссертационном исследовании использовались фундаментальные труды российских и зарубежных исследователей в области теории и практики организации финансовых рынков, финансового менеджмента и фундаментальные положения о развитии рыночной экономики. Также в работе использовались методологические и прикладные разработки специалистов и профессиональных участников рынка ценных бумаг и рейтинговых агентств.

Методологической базой диссертации являются диалектический, исторический и системный походы, позволяющие исследовать проблему в целом и отдельные ее вопросы в динамике, взаимосвязи и взаимообусловленности. В диссертационном исследовании использовались методы сравнительного, логического, функционально-структурного, финансового анализа. Также применялись различные приемы и методы статистико-математического анализа. Были задействованы статистические методы, в частности анализ динамических рядов.

Информационной базой диссертационного исследования послужили законодательные и нормативные акты, регулирующие процессы секьюритизации активов, материалы Центрального Банка России, Федеральной службы по финансовым рынкам. При написании работы использовались научно-практические публикации в периодических изданиях и размещенные в сети Интернет, а также экспертные мнения представителей предприятий реального сектора экономики, кредитных организаций и профессиональных участников рынка ценных бумаг Саратовской области.

Научная новизна в целом состоит в разработке авторской концепции развития института секьюритизации, позволяющей определить методологические принципы и методы взаимодействия регулирующих и налоговых органов, профессиональных участников рынка ценных бумаг, кредитных организаций и предприятий, использующих секьюритизацию активов как способ корпоративного финансирования.

Основные научные результаты и их новизна состоят в следующем:

разработана авторская трактовка понятия "секьюритизация" как нормативно регламентируемой финансовой техники, позволяющей хозяйствующему субъекту рефинансировать свою деятельность путем вовлечения активов, обеспеченных потоком платежей, в выпуск и обслуживание ценных бумаг;

осуществлена этапизация отношений между заемщиками и кредиторами в условиях глобального развития мировой экономики; выявлены особенности современного этапа развития данных отношений (2002 г. - по настоящее время): ужесточение требований к заемщиками, сжатие кредитного рынка, ужесточение регулятивных норм в отношении сделок секьюритизации, значительное повышение рисков секьюритизации с применением деривативов (синтетическая секьюритизация) ;

предложена классификация сделок секьюритизации на основе следующих критериев - сложность конструкции сделки (классическая и синтетическая секьюритизация), отраслевая принадлежность оригинатора (секьюритизация банковских и небанковских активов) и наличие механизмов кредитной поддержки (секьюритизация с наличием кредитной поддержки ценных бумаг, либо с ее отсутствием);

выявлены факторы, ограничивающие развитие рынка секьюритизации в России (неразвитое правовое поле, наличие зависимости между финансовым положением оригинатора и возможностью специально-созданного юридического лица осуществлять платежи по ценным бумагам, высокие риски, генерируемые в ходе деятельности оригинатора и транслируемыми на прочих участников сделки и низкое качество управления рисками специально-созданного юридического лица.);

систематизирован мировой опыт развития рынка секьюритизации, на основе чего сделан вывод, что одним из наиболее часто реализуемых видов риска рынка секьюритизации является риск неблагоприятного изменения процентных ставок. Данный риск актуализируется в тех случаях, когда участники сделок секьюритизации привлекают краткосрочный капитал по низким процентным ставкам и размещают его в долгосрочные проекты, но по высоким ставкам;

определены тенденции развития российского рынка секьюритизации (экстремально высокие темпы роста объемов сделок, опережающий рост транснациональных сделок по секьюритизации активов, опережающий рост сделок со стороны финансового сектора в ущерб секьюритизации активов представителей реального сектора экономики, расширение круга потенциальных инвесторов в российские секьюритизированные бумаги, увеличение доли рублевых ценных бумаг в общем объеме секьюритизированных активов);

предложена авторская классификация рисков, присущих сделкам по секьюритизации, в зависимости от следующих признаков - широта охвата (риски макроуровня, мезоуровня и микроуровня), отрасль (риски в сделках по секьюритизации в активов финансового сектора и реального сектора экономики), степень воздействия (стандартные, чрезвычайные и остаточные риски), сфера происхождения (финансовые и правовые риски) и вид секьюритизации (риски, присущие синтетическому и классическому видам секьюритизации);

определены методы поддержки ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации, имеющие наибольшую эффективность в российских условиях: транширование выпусков ценных бумаг, создание системы гарантий со стороны государственных и квазигосударственных органов и резервирование средств на непредвиденные расходы по поддержанию кредитного качества ценных бумаг; рассчитана оптимальная градация требований по резервированию в зависимости от качества пула активов;

разработаны и предложены меры по повышению эффективности процедуры рейтингования ценных бумаг, выпущенных в результате секьюритизации активов (внедрение формальных критериев присвоения рейтингов, документальное фиксирование процедуры присвоения рейтинга, создание и внедрение солидарной ответственности рейтинговых агентств, разработка процедуры по снятию конфликта интересов между рейтинговыми агентствами и др.);

предложена трехуровневая система механизмов, направленных на повышение ликвидности вторичного биржевого и внебиржевого обращения ценных бумаг, обеспеченных активами (к первому уровню относятся регулирующие органы, ко второму - организаторы торгов и саморегулируемые организации, на третьем - сами оригинаторы, специально созданные юридические лица и организаторы выпуска).

Теоретическая и практическая значимость работы заключается в том, что разработанная автором концепция развития института секьюритизации развивает теорию финансов в части теории финансовых рынков и финансовых институтов. Авторские теоретические положения доведены до конкретных методических и практических разработок и рекомендаций, имеющих важное народнохозяйственное значение - расширение финансовых возможностей для предприятий, нуждающихся в привлечении финансирования.

Разработанные в диссертации научные положения и практические рекомендации могут быть использованы:

Федеральной службой по финансовым рынкам при выполнении надзорной и контрольной функций за сегментом ценных бумаг, обеспеченных активами, в том числе и ипотечных ценных бумаг,

органами законодательной власти при разработке правового поля регулирования и налогообложения сделок по секьюритизации активов,

предприятиями реального сектора экономики при выборе оптимального способа привлечения финансирования,

в учебных программах при изучении курсов "Рынок ценных бумаг", "Финансовые рынки и финансовые институты", "Финансовый менеджмент", "Инвестиции".

Апробация результатов исследования. Основные результаты исследования использованы в докладах на международных, всероссийских, региональных и межвузовских научных и научно-практических конференциях (Санкт-Петербург, 2012; Саратов, 2011 - 2012 гг.)

Наиболее существенные положения и результаты следования нашли свое отражение в публикациях автора общим объемом 4,0 п.л.

Предлагаемые автором практические рекомендации по структурированию механизмов кредитной поддержки в сделках по секьюритизации активов нашли применение в деятельности инвестиционной компании ООО "Брокерский Дом "Открытие".

Основные теоретические разработки используются в учебных программах кафедры финансов Саратовского государственного социально-экономического университета по следующим дисциплинам: "Рынок ценных бумаг", "Финансовые рынки и финансовые институты", "Финансовый менеджмент", "Инвестиции".

Объем и структура работы. Работа имеет следующую структуру, определенную логикой исследования и совокупностью решаемых в нем задач.

## Основные элементы механизма секьюритизации активов

Современный глобальный финансовый рынок характеризуется двумя наиболее ярко выраженными тенденциями. Первая связана с усложнением конструкции существующих финансовых инструментов, вторая - с усложнением технологий сделок с финансовыми инструментами.

Инновационные процессы, проявляющиеся в усложнении как технологий, так и самих инструментов, затрагивают все без исключения сегменты финансового рынка. В результате в последнее время можно наблюдать появление новых способов фондирования финансовых организаций и представителей реального сектора экономики.

Одним из таких альтернативных способов финансирования является секьюритизация. Термин секьюритизация был заимствован российским правом и деловой практикой из англоязычного права. Транскрипция термина "секьюритизация" соответствует англоязычному термину "Securitisation". Очевидно, что в английском языке данный термин имеет родственную связь с другими термином - "Security", который переводится как "ценные бумаги". Таким образом, смысл понятия секьюритизация тесно связан с операциями с ценными бумагами.

В общих чертах секьюритизация представляет из себя вытеснение кредитного финансирования за счет применения финансовых схем на основе инструментов рынка ценных бумаг. Финансовые активы отделяются от имущества предприятия (которое впоследствии именуется оригинатор сделки секьюритизации) и передаются в пользу специально созданного юридического лица (Special Purpose vehicle - SPV), которое, в свою очередь, рефинансирует их на рынке ценных бумаг.

На сегодняшний день известно более двух сотен определений термина "секьюритизация" (только в английской научной литературе предложено 279 определений понятия "секьюритизация"1), однако анализ всего многообразия предложенных определений позволяет сгруппировать их в две большие группы:

Первая группа определений рассматривает секьюритизацию как процесс, в результате которого активы трансформируются в ценные бумаги. Так, например, согласно МСФО 39 "Финансовые инструменты: признание и оценка", секьюритизация представляет собой "процесс трансформации финансовых активов в ценные бумаги" .

Секьюритизацию как процесс трактуют также следующие зарубежные авторы: Э.Дэвидсон, Э.Сандерс и А.Чинг. В их работах содержится следующее определение секьюритизации - "секьюритизация - это процесс формирования пулов финансовых обязательств и придания им формы, позволяющей финансовым активам свободно обращаться среди множества инвесторов"3. Аналогичной точки зрения на секьюритизацию придерживаются и ряд российский авторов. Например, Рябченко Л.И. предлагает следующее определение секьюритизации - "секьюритизация -это превращение малоликвидных долгосрочных банковских активов (непогашенная задолженность по ипотечным кредитам) в долгосрочные долговые ценные бумаги для продажи инвесторам"4. Несмотря на то, что российский автор значительно сузил область секьюритизированных активов, ограничив ее непогашенной ипотечной задолженностью, в целом в обоих представленных определениях четко просматриваются взгляды авторов на секьюритизацию как на процесс.

В рамках первой группы можно выделить отдельную подгруппу определений, которые объединяет сосредоточенность на экономическом содержании данного процесса. Авторы данной подгруппы также трактуют секьюритизацию как процесс, однако в своих определениях они раскрывают экономическую сущность процесса отделения и передачи рисков. Например, Игнатьева Д.А. определяет секьюритизацию как "процесс распределения рисков путем собирания прав требований в пул и затем выпуска ценных бумаг, обеспеченных данным пулом"5. В работах Усоскина В.М. секьюритизация трактуется как "реальный способ мобилизации длинных ресурсов для кредитования, так как она позволяет избежать несоответствия активов и пассивов по срокам, а, следовательно, снижает риски кредитного учреждения, в частности, риск снижения его ликвидности, рыночный риск или риск изменения рыночных процентных ставок по разным статься активов и пассивов"6.

Спецификой второй группы определений является присущий им акцент на правовой характер сделок секьюритизации. Общей чертой определений понятия "секьюритизации" данной группы является то, что ее авторы рассматривают секьюритизацию как совокупность нормативных правил. В основном данный подход присущ зарубежным исследователям. Так, например, Ж. Вриз Робе понимает секьюритизацию как "передачу финансовым институтам прав требований специально создаваемому для этих целей юридическому лицу, что позволяет добиться снижения цены финансирования"7.

Итак, приведенная группировка определений позволяет сделать следующий вывод - большинство как российских, так и зарубежных исследователей видят в секьюритизации либо процесс (в том числе и с экономическим содержанием), либо систему правовых норм. Удачная, на наш взгляд, попытка объединить оба подхода к понятию "секьюритизация" была предпринята российскими экономистами С.А. Белозеровым и А.А. Лупырь.

## Тенденции развития рынка секьюритизации активов в России в посткризисный период

Секьюритизация банковских активов подразделяется на синтетическую секьюритизацию и на классическую (традиционную) секьюритизацию

Несмотря на простоту и емкость приведенной классификации видов секьюритизации, необходимо отметить, что данная классификация обладает существенным недостатком. Так, в ней не содержится разделения видов секьюритизации в зависимости от такого важного, на наш взгляд, критерия как наличие активов на балансе, либо за балансом оригинатора.

Наиболее удачная классификация, на наш взгляд, разработана и российскими исследователями Е.Демушкиной15 и Н. Александровой16. В соответствии с классификацией указанных авторов, секьюритизация бывает трех видов - синтетическая, балансовая и внебалансовая. Рассмотрим каждый из видов секьюритизации отдельно.

Синтетическая секьюритизация предполагает перенос рисков от кредитора к инвесторам с использованием деривативов. При этом непосредственным переносчиком рисков являются особый вид деривативов -кредитно-дефолтные свопы (CDS - Credit Default Swaps). Посредством CDS риск передается не по единичному кредиту, а по пулу стандартизированных кредитов, по этой причине в рамках синтетической секьюритизации чаще всего используется портфельный CDS (двухсторонняя сделка, при которой продавец CDS обязуется возместить покупателю CDS риск потери при наступлении кредитного события).

В группу инструментов, используемых при синтетической секьюритизации, входят также кредитные ноты (комбинация облигаций с плавающей процентной ставкой и CDS). При этом продавец ноты занимая длинную позицию по облигациям производит авансовую оплату, которая соответствует стоимости самого займа.

Балансовая секьюритизация предполагает выпуск ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требований, которые остаются на балансе эмитента. Балансовая секьюритизация характерна для ипотечных операций банков.

Оригинатор - ипотечный банк выдает ипотечные кредиты своим заемщикам, стандартизированные по срокам, целям, процентным ставкам, условиям предоставления и погашения и пр.. Далее набор стандартизированных кредитов объединяется в единый пул. На основе данного пула банк эмитирует облигации, обеспечением по которым служит права требования по ипотечным кредитным договорам. Получив доступ к вторичному рынку, облигации покупаются консервативными инвесторами. Доход инвестора складывается из платежей, которые делает банк. Данные платежи формируются за счет процентных выплат конечных заемщиков, а также погашения ими основного тела долга.

Особенностью данной группы видов секьюритизации является тот, что ипотечные кредиты остаются на балансе банков.

Третья группа видов секьюритизации носит название внебалансовая секьюритизация. Суть внебалансовой секьюритизации заключается в том, что рефинансирование ипотечных кредитов осуществляется за счет передачи прав требований отдельному, независимому юридическому лицу, которая финансирует приобретение активов за счет выпуска долговых инструментов.

Внебалансовая секьюритизация осуществляется в несколько этапов. На первом этапе банк предоставляет заемщикам кредиты, обеспеченные ипотекой. При этом банк имеет право на получение платежей по данным кредитам, а также право залогодержателя.

На втором этапе специально созданное юридическое лицо приобретает у банка право требования по кредиту и право залогодержателя. Сам банк продолжает осуществлять обслуживание кредитов и, если необходимо, осуществление процедуры взыскания на заложенное имущество. На третьем этапе специально созданное юридическое лицо собирает множество стандартизированных кредитов в единый пул и выпускает на его основе ценные бумаги. На заключительном, четвертом этапе, ценные бумаги продаются сторонним инвесторам, получая тем самым выход на вторичный рынок.

Несмотря на полноту данной классификации, мы также не можем признать ее оптимальной ввиду того, что синтетическая секьюритизация, как мы уже определили выше, всегда осуществляется посредством оставления на балансе активов, подлежащих секьюритизации.

Учитывая перечисленные выше недостатки вариантов классификации видов секьюритизации, мы предлагаем классифицировать все многообразие секьюритизации в зависимости от следующих критериев: 1) сложность конструкции сделки, 2) отраслевая принадлежность оригинатора 3) наличие механизмов кредитной поддержки. На основании описанных критериев мы можем предложить следующий вариант классификации видов секьюритизации (см. рис. 2.)

## Роль секьюритизации в развитии глобального финансового кризис

Анализируя тенденции развития российского рынка секьюритизации, мы отметили, что данный сегмент финансового рынка еще относительно молод. По этой причине в целях анализа наиболее перспективных путей его развития необходимо обратиться к зарубежному опыту становления и развития рынка секьюритизации, прежде всего к опыту самого крупного в мире рынка секьюритизированных активов - ипотечному рынку США.

Рынок ипотечных кредитов в США имеет многолетнюю историю. В период, предшествовавший Великой американской депрессии, ипотечные кредиты предоставлялись банками и сберегательными учреждениями (ссудо-сберегательными ассоциациями). Сроки кредитования были короткими, не более пяти лет. Размер ссуды не превышал 50 % стоимости объекта недвижимости. Если заемщик не имел возможности рефинансировать кредит, он осуществлял единовременный возврат капитала по истечении срока кредитования. Большая часть кредитов в анализируемый период времени выдавалась по плавающей ставке. По данным американских аналитиков, более 10 % всего жилого фонда к концу 1920-х годов (то есть к началу Великой американской депрессии) было куплено в кредит .

В период Великой американской депрессии цены на все активы, в том числе и недвижимость резко пошли вниз, а возможности для рефинансирования долга иссякли по причине кризиса ликвидности. В результате домовладельцы в массовом порядке перестали платить по ипотечным кредитам. Чтобы удержать ситуацию под контролем и оградить рынок ипотечного кредитования от свободного падения правительство США решило временно вмешаться в процессы кредитования. Так были созданы правительственные институты - Корпорация по кредитованию домовладельцев и Федеральное управление жилищного строительства. В функции Корпорации входила скупка непогашенных ипотечных закладных у банков и кредитных ассоциаций, а также реструктуризация выкупленных закладных в долгосрочные ипотечные кредиты сроком на 20 лет с фиксированной процентной ставкой. Столь длительный сроки кредитования, а также полностью амортизированная структура выплат привели к резкому снижению рисков домовладельцев, в том числе рисков повышения процентных ставок.

Как уже было отмечено выше, первоначальный план правительства США заключался во временной поддержке национального рынка ипотечного кредитования. Финансовые власти поставили задачу сделать ипотечные кредиты привлекательными для бизнеса (кредиторов), после чего планировали свернуть свою деятельность на данном сегменте финансового рынка. Для реализации данной задачи Федеральное управление жилищного строительства принимало на себя кредитный риск, предоставляя страхование ипотечного кредита. При этом Управление взимало страховые взносы и ограничивало максимальные размеры кредитов, которые оно готово было рефинансировать и страховать. Таким образом, ипотечные закладные, не охваченные правительственной гарантией, образовали частный сегмент ипотечного рынка.

Отныне банки и кредитные ассоциации, которые покупали ипотечные закладные, гарантированные Федеральным управлением жилищного строительства, избавлялись от риска дефолта заемщика, оставляя себе лишь риски изменения процентных ставок. До тех пор, пока краткосрочные процентные ставки были на низком уровне, банки извлекали дополнительную прибыль за счет предоставлении долгосрочных кредитов по высоким ставкам и финансируя свою деятельность за счет краткосрочных займов по низким ставкам. Как будет продемонстрировано далее, данная схема оказалась порочной по своей природе. Рано или поздно механизм краткосрочного финансирования долгосрочных проектов приводит к выстраиванию финансовой пирамиды, которая в итоге рушится под собственным весом.

Корпорация по кредитованию домовладельцев свернула свою деятельность в 1936 году. С целью привлечь частное финансирование к ипотечному рынку было организовано новое учреждение - Федеральная национальная ипотечная ассоциация, позднее получившая название Fannie Мае. Федеральная национальная ипотечная ассоциация покупала закладные, застрахованные Федеральным управлением жилищного строительства, и финансировала их путем продажи консервативным инвесторам - страховым компаниям, пенсионным фондам и пр.. Федеральная национальная ипотечная ассоциация имела одно существенное преимущество перед другими игроками на рынке ипотечного кредитования - она располагала долгосрочными финансовыми ресурсами, процентная ставка по которым была фиксирована. По этой причине Федеральная национальная ипотечная ассоциация имела возможность держать закладные у себя на балансе, не принимая при этом на себя риски изменения процентных ставок и ухудшения условий финансирования.

Описанная выше система ипотечного кредитования и рефинансирования долгов успешно функционировала в течение всего период низких процентных ставок, то есть до конца 1960-х годов. Однако в конце 1960-х и на протяжении почти всех 1970-х годов краткосрочные процентные ставки повышались. Данное событие имело два негативных следствия для индустрии ипотечного кредитования. Во-первых, по причине законодательного ограничения верхнего уровня процентной ставки был зафиксирован отток средств из банков и других кредитных учреждений. Во-вторых, нарушилась система их финансирования, основанная на привлечении краткосрочных дешевых ресурсов и размещении их в долгосрочные ипотечные ценные бумаги с более высокой ставкой.

## Совершенствование процедуры реитингования секьюритизированных ценных бумаг

Каждый из субординированных траншей имеет свой кредитный рейтинг. Старшие классы имеют наивысшие рейтинги. Каждое значение рейтинга соответствует определенному уровню гарантий. Ценные бумаги, обладающие наивысшим кредитным рейтингом, требуют наивысшей обеспеченности обещанных инвесторам выплат. В зарубежной и российской практиках, как мы продемонстрируем ниже, довольно части имеют место варианты секьюритизации, при которых высшие классы ценных бумаг имеют рейтинг, превосходящий суверенный.

Классы ценных бумаг, обладающие более низким рейтингом, соответственно, отличаются меньшей надежностью, но и большей доходностью. Можно сказать, что показатель рейтинга характеризует то, какой уровень убытков в секьюритизируемом пуле способен «выдержать» каждый конкретный класс ценных бумаг. Применение механизма структурирования сделки практически всегда является обязательным условием рейтинговых агентств для получения более высокого рейтинга сделки по секьюритизации. Однако корректное распределение объемов субординированных траншей затрудняется отсутствием достаточной статистики дефолтов по кредитам, выданным российским заемщикам в силу чего рейтинговые агентства нередко завышают уровень риска,

Рассмотрим механизм транширования ценных бумаг на примере сделки по секьюритизации ипотечных активов, осуществленной банком ВТБ в 2006 году. Структура сделки предусматривала создание трех субординированных траншей с последовательным погашением. Облигации старшего транша А имеют приоритет над облигациями транша В, которые, в свою очередь, имеют приоритет над траншем С. Все три транша - транши с плавающей ставкой, переустанавливаемой в зависимости от 1-месячной ставки LIBOR. Процентные платежи выплачиваются ежемесячно.

Структурой сделки предусмотрена смена последовательного погашения облигаций на пропорциональное после увеличения вдвое первоначального соотношения (на момент закрытия сделки) облигаций траншей В и С. Переход на пропорциональное погашение должен происходить в том случае, если не будут нарушены определенные условия.

К недостаткам транширования можно отнести тот факт, что деление на транши уменьшает ликвидность ценных бумаг и порождает дополнительные издержки, что должно привести к уменьшению выгоды от эмиссии ценных бумаг для оригинаторов. Однако, несмотря на данные недостатки, в мировой практике секьюритизации субординирование выпусков является самым распространенным механизмом внутренней кредитной поддержки. Кроме того, успешный опыт субординирования зафиксирован и в российской практике (в том числе и до принятия соответствующих законодательных норм). Это свидетельствует об удобстве данного инструмента как для инвесторов, так и для оригинаторов.

Мы полагаем, что транширование позволяет значительно снизить риски досрочного погашения и неисполнения обязательств по кредитам. При досрочном погашении кредитор лишается тех процентов, которые он мог бы получить в случае, если заемщик не погасил бы досрочно свой кредит. А в случае неисполнения должником своего обязательства кредитор получает причитающиеся денежные средства не в срок и (или) не в полном объеме, в результате чего терпит убытки. Перераспределяя риски между выпусками ценных бумаг транширование получает экономическое обоснование -владельцы более младших выпусков получают более высокий доход. И наоборот - инвесторы в транши с более высоким рейтингом сталкиваются с меньшими рисками и, соответственно, могут рассчитывать на небольшой доход.

Другая причина целесообразности транширования выпусков заключается в ассиметричности информации. В сделках по секьюритизации активов проблема асимметрии информации выражается в том, что их оригинаторы, как правило, имеют больше и высшего качества информации относительно степени надежности и величины риска предлагаемых ценных бумаг и стоящим за ними покрытием. Инвесторы же, напротив, обладают меньшим объемом информации относительно приобретаемых ценных бумаг. Отсутствие у инвесторов достаточного объема информации выражается в том, что они требуют более высокой премии за риск по таким бумагам.

Таким образом, установив между выпусками ценных бумаг очередности исполнения обязательств, оригинатор и инвесторы частично снимают проблему ассиметричности информации.

Эмиссия нескольких выпусков секьюритизированных ценных бумаг свидетельствует о высоком качестве стоящего за ними покрытия. Такой сигнал позволяет без каких-либо расходов со стороны инвесторов разрешить проблему с имеющейся на финансовом рынке асимметрией информации.

Ввиду высоких рисков досрочного погашения и частичного или полного неисполнения обязательств, а также высокой степени ассиметричного распространения информации на российском финансовом рынке, мы полагаем, что для российского рынка секьюритизации субординирование выпусков является наиболее оптимальным и низкозатратным механизмом внутренней кредитной поддержки, который необходимо развивать на законодательном уровне.

Мы также рекомендуем увеличить количество траншей в каждом выпуске секьюритизированных ценных бумаг таким образом, чтобы рейтинг последнего транша был сопоставим с рейтингом "бросовых облигаций". Данная мера, на наш взгляд, соответствует уровню рисков инвестиций в российские ценные бумаги и должна обеспечить выход на рынок не только первоклассных заемщиков (банков первого уровня и государственных корпораций), но также и предприятий с более высокими рисками. Стоит отметить, что на сегодняшний день ввиду высоких требований к надежности для большинства российских компаний, желающих выйти на рынок секьюритизации, данный способ финансирования остается закрытым.