

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Л. В. Володькова¹

аспирантка кафедры теории кредита и финансового менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Для развития банковской системы и максимизации банковской прибыли большое значение имеет расширение операций кредитных учреждений на рынке ценных бумаг. На фондовом рынке не только аккумулируются и размещаются дополнительные денежные средства, но и появляется возможность страхования банковских рисков, в частности, через проведение секьюритизации. Коммерческие банки, сформировав пул рискованных кредитов, выпускают под их обеспечение ценные бумаги и реализуют их на фондовом рынке. Полученные таким образом средства банк направляет на проведение новых активных операций. При этом банк получает дополнительную прибыль, во-первых, в виде разницы между процентами по кредитам и ценным бумагам, и во-вторых, увеличивая оборачиваемость средств.

Таким образом, под секьюритизацией понимают процесс создания ценных бумаг, выпускаемых на основе пула ипотек и других кредитов, с помощью которого эти активы становятся стандартными ценными бумагами. Иными словами, секьюритизация трансформирует неликвидные активы в ликвидные ценные бумаги, преобразует активы банка в ценные бумаги, которые впоследствии приобретают инвесторы. Особенно актуально использование такого финансового инструмента для банков, которые специализируются на выдаче ипотечных и потребительских кредитов и автокредитовании.

Впервые появившись в начале 1970-х гг. в США как способ реализации ипотечной задолженности, со временем секьюритизация постепенно охватила различные виды активов: ссуды на автомобильную технику, суда, трейлеры, потребительские кредиты, дебиторские счета по кредитным карточкам, по торговому финансированию, кредиты под недвижимость коммерческого и производственного характера, муниципальные займы штатов, обеспеченные бюджетными поступлениями. Сформировался механизм осуществления секьюритизации, инфраструктура рынка ценных бумаг, обеспеченных активами. Впоследствии наряду с банками стали проводить секьюритизацию и другие кредитно-финансовые институты. Во второй половине 1980-х гг. выпуски ценных бумаг, обеспеченных активами, были осуществлены кроме США в большинстве развитых стран, включая Австралию, Великобританию, Голландию, Германию, Испанию, Италию, Францию, а также в странах с переходной экономикой. Трудности, продолжающиеся на мировом финансовом рынке с III квартала 2007 г., привели к резкому падению объемов публичного размещения инструментов структурного финансирования как на развитых, так и на развивающихся рынках.

¹ Эл. адрес: lidock@mail.ru

В 2008 г. объем выпуска облигаций, обеспеченных существующими активами, в странах ЕЕМЕА (Восточной Европы, Ближнего Востока и Африки) составил приблизительно 2,4 млрд евро против 7,2 млрд евро в 2007 г. В Standard & Poor's считают, что восстановление объемов выпуска на уровне 2007 г. в ближайшей перспективе маловероятно (Все рейтинговые..., 2009).

Долгое время секьюритизация собственных активов была для российских банков делом почти «штучным». В качестве примеров можно назвать:

- Росбанк, секьюритизировавший в 2004 г. портфель кредитных карт;
- банк «Союз», разместивший пятилетние облигации, выпущенные под залог своего автокредитного портфеля;
- банк «Русский Стандарт», которому удалось организовать выпуск облигаций, обеспеченных пулом потребительских кредитов (Иванов, 2008, с. 12).

Причиной относительно небольшого количества секьюритизационных сделок российских банков до кризиса было не отсутствие необходимости в рефинансировании, а маленькие размеры портфелей большинства потенциальных эмитентов. Сделка секьюритизации, по экспертным оценкам, может быть «рентабельной» только при объеме от 200—250 млн долл. При меньшем размере дополнительные издержки «съедают» всю выгоду от более низкой стоимости привлеченных средств. Однако по мере увеличения объемов кредитования потребность в проведении сделок по секьюритизации становилась все более острой, а возможности банков — даже сравнительно небольших по размеру — все более реальными. «Коренной перелом» произошел во второй половине 2006 — первой половине 2007 г., когда сделки, связанные с секьюритизацией банками своих портфелей, стали производиться с завидной частотой. В результате данный сегмент рынка вырос более чем в 10 раз по сравнению с предыдущим показателем, а общий объем секьюритизации в 2007 г. составил 2458,21 млн долл. При этом в качестве инициаторов размещений выступили девять банков и одна специализированная организация в лице Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК). На долю банков пришлось в общем объеме секьюритизированных активов 2255,28 млн долл., на долю АИЖК — 122,63 млн долл. Крупнейшей по объему стала сделка с участием Home Credit and Finance Банка — 452,58 млн долл. (Иванов, 2008, с. 13). Эта рекордная сделка, как, впрочем, и все остальные сделки по секьюритизации портфелей российских банков, пришлось на первую половину 2007 г., когда никто не прогнозировал скорое наступление ипотечного кризиса в США.

Финансовый кризис в США, начавшийся во второй половине 2007 г., существенно затормозил проведение успешных сделок по секьюритизации кредитных портфелей российских финансовых структур. «Закрытие» рынка, как и следовало ожидать, спровоцировало настоящую волну отказов от секьюритизации, причем в первых рядах «отказников» оказались крупнейшие российские банки. Сначала о переносе сроков размещения своих ценных бумаг, обеспеченных поступлениями по ипотечному портфелю на сумму не менее 500 млн долл., заявил ВТБ 24. Затем аналогичную сделку на сумму в 500—600 млн долл. отложил УРСА Банк. Однако финансовый кризис имеет и положительное влияние: в целом условия для проведения сделок секьюритизации на внутреннем рынке становятся все более привлекательными: средняя ставка, под которую банки могут секьюритизировать кредиты, снизилась до 7,5—8% годовых, а в дальнейшем эта цифра может стать еще более удобной для эмитентов.

В отечественной экономической литературе можно выделить четыре наиболее часто встречающиеся концепции секьюритизации.

1. Представители первой концепции (Л. Н. Красавина, В. М. Усоскин и др.) рассматривают секьюритизацию исключительно как процесс замещения бан-

ковских ссуд эмиссией ценных бумаг, обеспеченных обязательствами (пакетом обязательств) по выданным ссудам. Л. Н. Красавина, например, полагает, что секьюритизация — это замещение обычных банковских кредитов эмиссией ценных бумаг (Красавина, 2000, с. 132). В. М. Усоскин понимает под секьюритизацией продажу на рынке части активов банков (главным образом, обязательств клиентов по выданным ссудам) в форме ценных бумаг, обеспеченных этими активами и погашаемых из средств, поступающих от заемщиков (Усоскин, 2000, с. 97).

2. Согласно второй позиции секьюритизация трактуется исходя из буквального понимания термина «секьюритизация». В этом случае под секьюритизацией понимается процесс привлечения денежных средств посредством выпуска ценных бумаг вместо получения кредитов банковской системы (Финансово-кредитный энциклопедический словарь, 2002, с. 675). Т. Френкель, например, определяет секьюритизацию как форму финансового посредничества, с помощью которого сберегатели денежных средств осуществляют их передачу заемщикам и получают обязательства последних. Проявление секьюритизации сторонники данной концепции видят в расширении объема рынка ценных бумаг по сравнению с ростом рынка ссудных капиталов в целом, а также в резком расширении видов ценных бумаг, выпускаемых коммерческими банками и компаниями, увеличении доли финансовых ресурсов, привлекаемых путем размещения ценных бумаг. Появление полученных бумаг (деривативов) в 1960—1970 гг. ускорило этот процесс. Банки все в большей степени стали практиковать выпуски не только традиционных облигаций, но и различного рода сертификатов — депозитных, сберегательных, инвестиционных, что сделало банки активными эмитентами на рынке ценных бумаг, а рынок ценных бумаг, в свою очередь, стал серьезным конкурентом банковской системе в области аккумуляирования денежных средств.

3. Ряд авторов сужает понятие секьюритизации до секьюритизации только банковской деятельности. Б. Г. Федоров, например, под секьюритизацией подразумевает, прежде всего, «резкое повышение удельного веса ценных бумаг в суммарном объеме операций банков, заметное расширение арсенала ценных бумаг и появление гибридов последних с банковскими кредитами, придание кредитам характеристик ценных бумаг» (Федоров, 1998, с. 15).

4. Четвертая группа экономистов рассматривает секьюритизацию как способ структурирования неликвидных кредитов. С помощью секьюритизации банки пытаются улучшить качество активов, превратить проблемные кредиты в обеспеченные ценные бумаги и убрать с баланса банка безнадежные долги. Например, если образовать из обязательств банка пул закладных, оформить их в виде ценных бумаг и реализовать на вторичном рынке, это позволит банку убрать долгосрочные активы со своего баланса и тем самым повысить его ликвидность (Тилман, 2002, с. 45).

На наш взгляд, термин «секьюритизация» можно использовать в узком и широком смысле слова.

В узком значении слова секьюритизация проявляется как «конверсия» в обращающиеся на рынке ценные бумаги долговых требований (секьюритизация активов) и обязательств (секьюритизация пассивов) банка. Таким образом, секьюритизация в узком смысле слова имеет две разновидности: секьюритизацию активов и секьюритизацию пассивов. Примером первой может быть выпуск облигаций на основе ипотечных или потребительских ссуд, задолженностей по кредитным карточкам. Примером второй — выдача вкладчикам облигаций внутреннего государственного валютного займа (ОВВЗ) или банковских векселей вместо денежных средств. Наибольшее распространение получила секьюритизация активов.

В широком смысле слова секьюритизация означает способ привлечения денежных средств на рынке капиталов не путем традиционных ссуд, а посредством выпуска ценных бумаг. Одной из форм проявления такой секьюритизации является быстрый рост фондового рынка, сопровождаемый увеличением доли привлечения средств с помощью выпуска ценных бумаг в общей сумме ресурсов предприятий. Другая форма секьюритизации в широком смысле слова — секьюритизация государственного долга, когда правительство вместо получения прямых банковских ссуд выпускает ценные бумаги. Разновидностью секьюритизации в широком смысле слова является и секьюритизация банковской деятельности, которая проявляется в увеличении удельного веса ресурсов, полученных в результате выпуска банками долговых ценных бумаг (облигаций, векселей, депозитных и сберегательных сертификатов) и в росте в активах банков доли вложений в ценные бумаги.

Секьюритизация так же важна для экономики, как любые организованные рынки и имеет целый ряд экономических достоинств.

1. *Способствует созданию рынка финансовых требований.* Путем создания свободнообращающихся ценных бумаг на основе финансовых требований секьюритизация помогает создавать рынки требований, которые при отсутствии таких рынков имели бы форму двухсторонних сделок. Снижая агентские расходы, секьюритизация постепенно делает финансовые рынки более эффективными.

Она делает финансовые активы свободнообращающимися и также сокращает риск (потери) ликвидности в финансовой системе. Проблемы, связанные с ликвидностью, стали причиной целого ряда экономических кризисов, например тех, которые случились в Юго-Восточной Азии в 1997 г. Секьюритизация может помочь финансовым посредникам лучше управлять несоответствием активов и обязательств (пассивов) и так устранять проблему ликвидности. Таким образом, необходимость в рисковом капитале, как одном из средств поддержания ликвидности, также уменьшается.

2. *Распредоточивает владение финансовыми активами.* Основной целью секьюритизации является распространение финансовых активов среди как можно большего количества держателей. Для этого ценные бумаги разделяются на быстрореализуемые лоты, что приводит к рассредоточению финансовых активов.

Не следует недооценивать значение этого фактора, так как большинство ценных бумаг, недавно выпущенных в рамках секьюритизации, были мгновенно раскуплены институциональными инвесторами. Обычным инвесторам требуется определенное время, чтобы «остыть» и понять финансовую инновацию. В то время как другие, сложные секьюритизационные классы могут быть слишком запутанными для мелких инвесторов, классы «зрелых» активов, такие как закладные, для них весьма привлекательны.

С точки зрения банка диверсификация источников финансирования открывает для него перспективу привлечения новых групп инвесторов. Благодаря возможности сконструировать инвестиционные инструменты, которые в каждом отдельном случае будут обладать качествами, удовлетворяющими данного конкретного инвестора, банк привлекает средства тех лиц, которые в отсутствие секьюритизации активов отказали бы ему в финансировании или были бы не в состоянии увеличить объемы такового из-за разного рода ограничений.

3. *Сокращает расходы.* Сокращение расходов является одним из наиболее важных мотивов при секьюритизации. Секьюритизация стремится разбить портфель компании-оригинатора на части и пытается выстроить их в соответствии с различными степенями риска. Предполагается, что такой метод работает — средневзвешенные расходы у компании, которая секьюритизировала свои

активы, кажутся ниже, чем у компании, которая зависит от общего финансирования. Здесь важно отметить, что одним из наиболее реальных результатов секьюритизации является сокращение объема рискованного капитала или собственного капитала (который находится вне баланса в регуляторных целях), требуемого для создания данного объема активов. Если исходить из того, что собственный капитал является самым дорогостоящим из всех источников капитала, то понижение требования к собственному капиталу приводит к снижению расходов.

Секьюритизация дает оригинатору возможность получить рейтинговый арбитраж — такой рейтинг, которого не может быть у общего финансирования. Такой рейтинг возможен благодаря механизмам повышения надежности и структурным усилениям (*structural enhancements*), применяемым при сделке.

Более низкая стоимость заимствований ведет к более низкой стоимости кредитования. Во многих странах после того, как появилась или стала популярной секьюритизация, ипотечные ставки упали. Благодаря секьюритизации многие банки также заявили о своем переходе на более низкие ставки.

Кроме того, существуют такие виды применения секьюритизации, как секьюритизация будущих потоков, при которых цель оригинаторов состоит в том, чтобы достичь такого рейтинга, который превышал бы рейтинг его компании и рейтинг его страны. Так как секьюритизация делает такие высокие рейтинги вероятными, она дает оригинатору возможность делать заимствования по более низким ценам.

4. *Улучшает качество управления ликвидностью и рисками.* Секьюритизация активов позволяет изменять многие из показателей, важных для управления структурой баланса, — среднюю срочность обязательств (дюрация), ликвидность, структуру рисков.

Риски, которыми можно управлять, изменяя структуру баланса, в общем виде подразделяются на риски снижения доходности и риски ликвидности. Возможности секьюритизации активов как инструмента управления рисками заключается в активном воздействии на риски ликвидности, а также риски доходности, связанные с невозвратом средств и изменении процентных ставок.

Например, риски неисполнения (невозврата средств) допускают управление в трех направлениях:

- их можно передать тем сторонам сделки, которые за определенную плату и в силу специфики готовы принять их на себя;
- на структуру кредитных рисков банка можно целенаправленно воздействовать путем реинвестирования денежных средств, вырученных в результате сделки, в кредитные требования с меньшим уровнем риска;
- при секьюритизации той части активов, которой свойственен риск концентрации, достигается эффект диверсификации остального кредитного портфеля.

Риски ликвидности возникают из-за несовпадения срочности активов и пассивов. Благодаря секьюритизации активов можно управлять такими параметрами, как объемы и сроки платежей, согласуя входящие и исходящие платежные потоки. Выпуск нескольких траншей ценных бумаг, обеспеченных активами, позволяет сдвигать сроки финансирования и таким образом контролировать диверсификацию банковского портфеля. Кроме того, появляется возможность снизить риски, связанные с изменением процентных ставок, поскольку процентные доходы и обязательства могут быть выровнены благодаря досрочному погашению долгов и реинвестированию средств в активы с рыночными процентными ставками.

Со стороны инвестора, финансовое посредничество представляет возможность рассредоточения риска, так как посредник аккумулирует у себя весь порт-

фель финансовых рисков. Секьюритизация рассредоточивает эти диверсифицированные риски далее среди широкой базы инвесторов, в результате чего риск, присущий финансовым сделкам, становится значительно рассеянным. Бывший председатель Федеральной резервной системы Алан Гринспен высоко оценивал достоинства секьюритизации в качестве модулятора рисков: «Эти инструменты (секьюритизация, CDO) использовались для рассредоточения рисков среди тех, кто этого хотел и, вероятно, мог нести их. Действительно, как результат, кредитные решения часто ставятся в зависимость от способности устранять значительные части риска. Такое рассредоточение риска сыграло значительную роль в том, что банки — и вся финансовая система — смогли перенести недавние потрясения. В более общем смысле, развитие этих инструментов и технологий привело к большей доступности кредитов, более эффективному размещению рисков и активов, к укреплению финансовых рынков».

5. **Сосредоточивает внимание на активах, а не на их владельцах.** Если экономический субъект/компания секьюритизирует свои финансовые требования, она перестает быть владельцем этих ресурсов и становится просто доверенным лицом или попечителем для нескольких инвесторов, которые таким образом приобретают эти требования.

Представим себе, что секьюритизация проводится не только по отношению к финансовым требованиям, но и по отношению к требованиям по физическим активам, при этом компания, нуждающаяся в использовании физических активов, приобретает таковые, не становясь владельцем собственности. Собственность рассредоточивается среди группы инвесторов.

В этом смысле секьюритизация отражает идею Ганди о том, что капиталист является управляющим активами, а не их собственником.

6. **Смягчает влияние рецессии.** В 1991 г. экономика США находилась в состоянии рецессии, при этом наблюдался бум секьюритизации. В статье из журнала *Institutional Investor* за декабрь 1991 г. говорилось: «Рынок обеспеченных активами ценных бумаг активно прокладывает себе путь через рецессию, сопровождая свое движение рекордными эмиссиями и надежным выполнением обязательств, что доказывает его зрелость». В 2001—2002 гг. мировая экономика столкнулась с разнообразными проблемами, такими как крупные банкротства и терроризм, но секьюритизационные рынки продолжили свой рост, и он распространился на различные секторы. Очевидно, что по сравнению с прошлым все большее количество денег собирается при помощи секьюритизации кредитных карт, а это означает, что финансовые рынки стимулируют рост потребительских расходов. В 2002 г. было секьюритизировано большее количество автомобильных кредитов, таким образом, секьюритизация поддержала продажи автомобилей. Все это ведет к ослаблению влияния экономической рецессии.

Перспективы развития секьюритизации активов в России и в мире оцениваются специалистами в данной области по-разному. Например, Олег Иванов, эксперт по кредитным организациям и финансовым рынкам Госдумы, считает, что на прежний уровень секьюритизация не вернется никогда. А в ближайшее время следует ожидать появления новых видов финансовых продуктов. И это будут новые, более простые, прозрачные и надежные структуры. Возможно, под них будет создана даже новая терминология (Иванов, 2009).

Другие, напротив, весьма оптимистично оценивают перспективы развития секьюритизации. Ф. Смоленчук, главный специалист информационно-аналитического управления, отмечает следующее: «Важным является поиск новых подходов к оценке рисков инвестиций в секьюритизированные облигации. Ведь развитие ситуации на этом рынке в дальнейшем будет характеризоваться все более внимательным и реалистичным отношением инвесторов к рискам. Помочь

этому могло бы повышение прозрачности сделок по секьюритизации, совершенствование системы рейтингов. Без этого российский рынок после некоторого периода экстенсивного роста рискует столкнуться с новым кризисом, еще более сильным, чем недавний кризис в США. В целом, несмотря на все проблемы на мировом финансовом рынке, российская секьюритизация остается, по всей видимости, одним из наиболее перспективных сегментов рынка. Период же вынужденного затишья на рынке является хорошим временем для устранения препятствий к развитию внутреннего рынка секьюритизации» (Смоленчук, 2007).

Таким образом, секьюритизация является новой технологией на рынке ценных бумаг и позволяет решить целый ряд задач, возникающих в процессе его функционирования. Этот инструмент, при грамотном его использовании, дает возможность расширить финансовое обеспечение ряда секторов экономики (например, строительства), но в то же время требует учета воздействия многочисленных факторов, что не всегда удается сделать в условиях, например, российской банковской системы. В силу этого данная технология нуждается в проведении углубленного теоретического анализа, особенно с учетом практики кризисного периода развития экономики.

Источники

Все рейтинговые действия Standard & Poog's по сделкам в регионе ЕЕМЕА были в 2008 году негативными. [Электронный ресурс] 2009. — Режим доступа: <http://www.bankir.ru/news/newslines/news12.02.2009/1672890>. Дата обращения к документу 26.04.09.

Иванов О., Федотова С. Секьюритизация в России. Подведение итогов и взгляд в будущее. [Электронный ресурс] 2008 // Энциклопедия российской секьюритизации-2008. — Режим доступа: <http://www.rusipoteka.ru/files/articales/2008/ivanov-1.pdf>. Дата обращения к документу 10.04.09.

Иванов О. Российская финансово-банковская система проходит испытание на прочность. [Электронный ресурс] // Русипотека: кредитование и секьюритизация. 2009. — Режим доступа: http://www.rusipoteka.ru/interview/2009/oleg_ivanov/. Дата обращения к документу 28.04.09.

Красавина Л. Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. М., 2008.

Смоленчук Ф. Российская секьюритизация в условиях ипотечного кризиса в США. [Электронный ресурс] // Рынок ценных бумаг. 2007. №12. — Режим доступа: <http://www.rcb.ru/bo/2007-12/14245>. Дата обращения к документу 28.04.09.

Тилман В. Секьюритизация задолженностей как средство привлечения новых инвестиций // Рынок ценных бумаг. 2002. № 9. С. 45—47.

Усоскин В. М. Современный коммерческий банк: управление и операции. М., 2000.

Федоров Б. Г. Современные валютно-кредитные рынки. М., 1998.

Финансово-кредитный энциклопедический словарь / под ред. А. Г. Грязновой. М., 2002.