

ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ
ФЕДЕРАЦИИ

ИНСТИТУТ КРЕДИТА

Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

« Д о п у с к а ю к з а щ и т е »

(Я. М. Миркин)

Дипломная работа

**«СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АКТИВОВ: ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ
И РОССИЙСКАЯ ПРАКТИКА»**

Студентки группы К5-3

Петровой Натальи Александровны

Научный руководитель

доц. Безсмертная Екатерина Рэмовна

Москва, 2005

ПЛАН

<u>ВВЕДЕНИЕ</u>	3
<u>ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ</u>	6
1.1. Сущность секьюритизации активов.....	6
1.2. Секьюритизируемые активы: особенности и виды.....	14
1.3. Предпосылки возникновения и эволюция инструмента секьюритизации активов в мировой практике.....	18
<u>ГЛАВА 2. ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНСТРУМЕНТА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ</u>	27
2.1. Механизм секьюритизации активов, его участники и преимущества.....	27
2.1.1. Механизм секьюритизации активов и его участники.....	27
2.1.2. Классификация моделей секьюритизации активов, применяемых в зарубежной практике.....	39
2.1.3. Преимущества секьюритизации активов как формы привлечения финансирования.....	42
2.2. Характеристика основных видов инструментов секьюритизации активов, используемых в зарубежной практике.....	56
2.2.1. ABS, обеспеченные существующими активами.....	57
2.2.2. ABS, обеспеченные ожидаемыми в будущем поступлениями.....	62
2.3. Обзор и оценка современной ситуации на зарубежных рынках ABS.....	64
<u>ГЛАВА 3. РАЗВИТИЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ В РОССИИ</u>	72
3.1. Исследование проблем и возможностей развития секьюритизации активов в России с точки зрения макроэкономических факторов.....	72
3.2. Юридические аспекты и правовые проблемы развития секьюритизации активов в России.....	81
3.3. Характеристика схем секьюритизации активов, используемая российскими компаниями в настоящее время (на примере Газпрома и Росбанка) и перспективы развития секьюритизации активов в России.....	89
3.3.1. Секьюритизация экспортных поступлений Газпрома в 2004 г.....	89
3.3.2. Секьюритизация будущих поступлений Росбанка по пластиковым картам в 2004 – 2005 гг.	92
3.3.3. Перспективы и направления дальнейшего развития секьюритизации в России.....	96
<u>ЗАКЛЮЧЕНИЕ</u>	99
Список использованной литературы.....	101
Приложения.....	104

ВВЕДЕНИЕ

Секьюритизация активов. Этот инструмент уже в начале 90-х гг. прошлого века был признан двигателем экономического роста многих стран развитого мира, а в США назван «алхимией финансов». В России же до сих пор подобное словосочетание вызывает лишь смутные ассоциации. С одной стороны, вопросы секьюритизации активов становятся всё больше «на слуху»: всё чаще появляются на страницах финансово-экономической прессы и обсуждаются на форумах в Интернете.

С другой стороны, не так много российских специалистов смогут однозначно охарактеризовать данное явление. Для многих оно сводится сейчас, например, к секьюритизации ипотечных кредитов. Такая ситуация в целом понятна, так как в России именно ипотечная кампания является основным воплощением секьюритизации. По этой теме российскими исследователями изучено внушительное количество материала и написано много работ. Однако концентрация внимания лишь на секьюритизации ипотечных кредитов приводит к тому, что возможность секьюритизации других видов активов порой даже не рассматривается как способ привлечения финансирования. В то же время в мировой практике в основе 40% ценных бумаг, выпущенных посредством секьюритизации, лежат неипотечные активы. Это ограничивает возможности использования российскими компаниями источников финансирования, которыми уже несколько десятилетий успешно пользуются зарубежные организации. Поэтому изучение вопросов зарубежной практики секьюритизации неипотечных активов, а также перспектив развития этого механизма в России представляется на данный момент актуальным для изучения.

Целью данной работы является изучение зарубежного опыта секьюритизации активов, анализ возможностей применения этого опыта в российских условиях и идентификация проблем и перспектив развития секьюритизации активов в России. В работе основное внимание будет сконцентрировано на секьюритизации неипотечных активов, поскольку сейчас этот механизм изучен мало и практически не применяется в российской практике.

В первой главе работы представлены общетеоретические аспекты секьюритизации активов. Сначала проанализированы определения этого понятия в формулировках российских и зарубежных авторов и дано наиболее оптимальное определение, затем рассмотрены основные характеристики активов, которые могут лежать в основе секьюритизации, и, наконец, приведена историческая справка возникновения и развития секьюритизации активов.

Во второй главе проводится анализ зарубежной практики секьюритизации неипотечных активов: рассматриваются используемые за рубежом механизмы секьюритизации, характеризуются участники таких схем и ценные бумаги, эмитируемые при секьюритизации активов, количественно анализируется современная ситуация на зарубежных рынках ценных бумаг, обеспеченных активами.

В третьей главе произведена попытка проанализировать экономические и правовые предпосылки развития инструмента секьюритизации активов в России. Там же оцениваются транзакции по секьюритизации активов «Газпромом» и «Росбанком» - единственные на данный момент сделки по секьюритизации активов в России, получившие признание мировых рейтинговых агентств. Наконец, в третьей главе формулируются перспективы развития секьюритизации активов в России и основные меры, которые необходимо предпринять для возможности такого развития.

Как уже отмечалось, тема секьюритизации неипотечных активов мало изучена российскими исследователями. Соответственно, в настоящее время по данной тематике практически не существует ни монографий российских авторов, ни переведённых трудов зарубежных исследователей. Поэтому при написании данной работы особое внимание уделялось оригинальным статьям и монографиям зарубежных исследователей (таких как Steven L. Schwarcz – профессор Университета Дьюк в Нью-Йорке, работающий над этой темой с 80-х гг., а также David Pulido, Edward M. Iacobucci, Ralph A. Winter, Clair Hill и прочих исследователей, занимавшихся отдельными вопросами секьюритизации активов). Для получения фактического и статистического материала по зарубежной практике использовались Интернет-ресурсы по тематике секьюритизации активов в общем, а также сайты международных организаций и рейтинговых агентств (Fitch и S&P's). Для анализа

российской практики использовались материалы периодических изданий («Рынок ценных бумаг» и др.), а также публикации российских исследователей секьюритизации активов (Г. Суворов, А. Казаков, И. Барейша), размещённые на различных Интернет-сайтах. Статистический материал для анализа брался с сайтов ЦБРФ, www.budjetrf.ru и др.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ

1.1. СУЩНОСТЬ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ

Начальным этапом изучения любой темы является определение её центральных понятий. Сформулируем определение понятия «секьюритизация активов». Как уже было отмечено, в России на данный момент не написано практически ни одной монографии, посвящённой теме секьюритизации активов, а авторы статей в периодических изданиях опираются в основном на определения, данные западными исследователями. Для наиболее логичного определения понятия секьюритизации активов обратимся к зарубежным и немногочисленным отечественным авторам. Проанализируем их представления о секьюритизации активов и на их основе дадим рассматриваемому явлению определение, к которому будем обращаться в дальнейшем.

В науке сложилось несколько подходов к интерпретации понятия «секьюритизация». Чёткой систематизации этих подходов нет, однако большинство из них объединяет определение понятия с двух точек зрения: в широком смысле и в узком смысле. Однако и это деление очень условно. Различные авторы (точнее те из них, которые в своих работах определяют понятие с обеих точек зрения, а не ограничиваются одной) по-разному видят широкий и узкий смысл понятия. Обобщение подходов к интерпретации понятия представим в Таблице 1.

Таблица 1. Характеристика подходов к определению понятия «секьюритизация».

№	Интерпретация понятия в широком смысле	Интерпретация понятия в узком смысле
1	Интерпретация с макроэкономической точки зрения, т.е. секьюритизация как глобальный процесс.	Интерпретация с микроэкономической точки зрения, т.е. как секьюритизация активов определённого хозяйствующего субъекта.
2	Интерпретация с микроэкономической точки зрения, т.е. как секьюритизация активов определённого хозяйственного субъекта.	Интерпретация с микроэкономической точки зрения с большей степенью детализации с акцентом на секьюритизацию одного конкретного вида активов.

Из Таблицы 1 видно, что согласно первому обобщённому подходу, понятие секьюритизации в широком смысле определяется с макроэкономической точки

зрения, т.е. как глобальный процесс мировой экономике. «Секьюритизация» в узком смысле объясняется с микроэкономической точки зрения, т.е. как секьюритизация непосредственно активов хозяйственного субъекта.

Проанализируем некоторые определения авторов, использующих первый подход. Так, например, в экономическом исследовании ИМЭМО РАН «Мировой фондовый рынок и интересы России» понятие «секьюритизация» определяется как *«повышение роли рынка ценных бумаг в экономике»*¹. Понятие очень общее, но достаточно ёмкое. Ясно, что здесь имеется в виду секьюритизация в широком смысле, а именно, как один из глобальных процессов, который имеет место на мировом финансовом рынке.

По мнению Д. Авдеева, *«секьюритизация - это тенденция перехода денежных средств из своих традиционных форм в форму ценных бумаг; одних форм ценных бумаг в другие, более доступные для широких кругов инвесторов»*².

А. Солдатова в своём теоретическом исследовании определяет явление секьюритизации в широком смысле как *«процесс расширения фондового рынка в мировом масштабе, т.е. тенденцию разрастания рынка ценных бумаг, который захватывает новые области на финансовом рынке»*³.

Эти определения более детальны, чем предыдущее и оба подразумевают аналогичные явления. В то же время интерпретация А. Солдатовой кажется в данном случае более логичной, поскольку, в отличие от определения Д. Авдеева, подчёркивает глобальность данного процесса, что более соответствует действительности. Однако поскольку среди приведённых выше определений нет принципиально противоречащих друг другу, и, не имея целью досконального изучения секьюритизации как глобального процесса, определим в целях нашей классификации ***секьюритизацию в широком смысле как тенденцию глобального разрастания фондового рынка, сопровождающуюся замещением ценными бумагами прочих финансовых инструментов.***

Рассмотрим теперь, в соответствии с первым подходом, определения секьюритизации в узком смысле, встречающиеся в литературе. Поскольку данное

¹ Мировой фондовый рынок и интересы России / Отв. ред. Смыслов Д. В. – М.: ИМЭМО РАН, 2003.

² Д. А. Авдеев. К вопросу о перспективах электронного вексельного обращения в России // www.buk.irk.ru/library/sbornik_03/5.shtml

³ А. Солдатова. Секьюритизация лизинговых активов // Лизинг ревю, №5, 2004.

явление гораздо больше изучено за рубежом, чем в России, обратимся сначала к зарубежным официальным источникам. Так, Совет по бухгалтерским стандартам Великобритании определяет понятие секьюритизации как «... *инструмент, посредством которого предоставляются финансовые ресурсы под определённую часть активов компании*»⁴. Из данного определения в принципе понятно назначение рассматриваемого явления, однако оно не объясняет самого названия механизма (секьюритизация – от англ. securities – ценные бумаги), т.е. не указывает, посредством чего реализуется этот механизм, что в данном случае является одной из определяющих его характеристик. Эта неточность компенсируется в определении, содержащемся в Глоссарии Standard and Poor's терминов, относящихся к секьюритизации. Согласно этому источнику, *секьюритизация – это выпуск ценных бумаг под обеспечение специфических активов*⁵. Данное определение, пожалуй, приемлемо с практической точки зрения, однако, с теоретической, оставляет много вопросов и неясностей относительно сущности рассматриваемого механизма.

Более детальное определение секьюритизации активов (т.е. секьюритизации в узком смысле) даётся Комиссией по регулированию рынка ценных бумаг США (SEC). Согласно определению SEC, это процесс выпуска ценных бумаг «...*под определённый дискретный поток будущих денежных поступлений или иные финансовые активы, постоянные или оборотные, которые по своей природе конвертируются в денежные поступления в течение установленного периода времени, а также определённые права или другие активы, предназначенные для обеспечения выпуска или своевременного распределения денежных поступлений держателю этих ценных бумаг*»⁶.

Обратимся теперь к отечественным и некоторым зарубежным авторам. Так, в 1998 г. в докладе на заседании Междисциплинарного семинара «Новые финансовые инструменты» А. Левенчук даёт своеобразное определение понятия «секьюритизация» в узком смысле. По его мнению, «*секьюритизация – процесс*

⁴ А. П. Белоус. Секьюризация активов (применительно к лизинговому портфелю). Мировая практика. Возможности для России // www.rosleasing.ru

⁵ “Securitization: an issuance of securities backed by specific assets” - Standard & Poor's Structured Finance – Glossary of Securitization Terms.

⁶ А. П. Белоус. Секьюризация активов (применительно к лизинговому портфелю). Мировая практика. Возможности для России // www.rosleasing.ru

инструментализации отношений собственности на редкие ресурсы – эмиссии специальных обращаемых прав на изначально малоликвидные и/или недробимые редкие ресурсы, внесение уровня косвенности во владение, стандартизация коллективного владения редкими ресурсами. Секьюритизация применима и, в том числе, к финансовым ресурсам – например, к будущим доходам от будущих продаж»⁷. Это определение интересно тем, что объясняет секьюритизацию не только с микроэкономической, но и с общественной точки зрения, т.е. как механизм, с помощью которого может осуществляться коллективное владение недробимыми и редкими ресурсами, независимо от их природы. Нам, конечно, более интересна интерпретация относительно финансовых ресурсов.

Говоря о секьюритизации в узком смысле, А. Солдатова отмечает, что здесь *«секьюритизация рассматривается как финансовый инструмент управления активами с целью минимизации рисков... Секьюритизация при этом рассматривается с точки зрения возможности трансформации неликвидных активов в ценные бумаги, обращаемые на вторичном рынке»⁸. В данном определении появляется новая обобщающая интерпретация секьюритизации как «финансового инструмента управления активами», что очень логично. Однако хотя минимизация риска является одной (но далеко не единственной) из целей секьюритизации, ограничиваться ей в определении неверно.*

В своём выступлении на собрании Рабочей группы по вопросам развития секьюритизации активов в России⁹ Элисон Харвуд, главный специалист по ценным бумагам группы по развитию рынка ценных бумаг IFC, определил секьюритизацию как *«особый вид эмиссии ценных бумаг, подкрепленных активами компании, такими как, например, однородные займы, ипотечные кредиты, товарные кредиты, а также будущие денежные доходы»¹⁰. По мнению Марка Стадлера, управляющего директора АБН АМРО «секьюритизация активов*

⁷ А. Левенчук. Cashflow, workflow и их секьюритизация – нефирменные способы организации производства // Доклад на заседании междисциплинарного семинара «Новые финансовые инструменты», 18.06.1998.

⁸ А. Солдатова. Секьюритизация лизинговых активов // Лизинг ревю, №6, 2004.

⁹ Рабочая группа была создана решением конференции «Секьюритизация в России: задачи и возможности», прошедшей в Москве 5-6 декабря 2002 года при содействии Международной финансовой корпорации (IFC). В состав рабочей группы вошли как российские компании, которые заинтересованы в существовании таких ценных бумаг на рынке, так и представители ключевых органов власти, таких как министерство экономического развития и торговли, фонда "Центр развития фондового рынка", экспертного совета по законодательству о ценных бумагах и фондовом рынке Государственной Думы и Центрального банка РФ.

¹⁰ Экономические новости России // Финмаркет, 28 марта 2003.

означает процесс привлечения капитала посредством выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами. Эти активы могут быть либо существующими активами, либо потоками будущих поступлений»¹¹. Согласно докладу рабочей группы IFC, «секьюритизация - это финансирование или рефинансирование каких-либо активов компании, генерирующих доход, включая права требования, путем выпуска облигационных займов или других ценных бумаг под залог». Все эти определения выражают одну и ту же идею, лишь с небольшими вариациями. Сама идея заключается в интерпретации понятия с технической точки зрения, т.е. как привлечение финансирования посредством выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами компании. Таким же подходом руководствуются в своих монографиях некоторые западные исследователи. Это, например, Э. Иакобуччи и Р. Винтер в своей совместной публикации определяют секьюритизацию активов как *частичное или полное отделение специфического набора финансовых потоков от других активов организации и выпуск ценных бумаг, обеспеченных этими финансовыми потоками*¹², т.е. особенно акцентируя на подробностях технической реализации данного механизма, что в принципе не обязательно для теоретического определения. Д. Пулидо также говорит о секьюритизации достаточно детально. По его мнению, это метод рефинансирования дебиторской задолженности, такой как ипотечная задолженность, лизинговые активы и платежи, выданные займы и кредиты, задолженности по кредитным картам посредством создания свободно обращаемых ценных бумаг, обеспеченных такими активами¹³.

Несколько по-другому подходит к определению понятия секьюритизации активов следующая группа авторов, акцентируя внимание на сущности механизма как предоставлении возможности относительно неликвидным на данный момент активам свободно участвовать в обороте. Другими словами, в этих определениях речь идёт о своеобразной трансформации неликвидных активов в ликвидные. Так, с точки зрения А. Казакова, «экономическая идея секьюритизации состоит в том,

¹¹ Марк Стадлер. Презентация «Финансирование региональных инвестиционных проектов Регионы и города России: перспективы и возможности организации привлечения заемных средств» от 27 марта 2003 г.

¹² «Asset securitization is the partial or complete segregation of a specific set of cash flows from a corporation's other assets and the issuance of securities based on these cash flows» / Edward M. Iacobucci and Ralph A. Winter. Asset securitization and Asymmetric Information. // Journal of Legal Studies, vol. 34, by the University of Chicago, 2005.

¹³ David Pulido. Securiization 101 – an introduction to securitization // Deloitte. Financial Services, October 2004.

чтобы предоставить пулу активов (неосязаемых прав на получение платежа в будущем от должников) возможность участвовать в обороте. Правовым средством для этого послужил институт ценных бумаг. С его помощью стало возможным использовать активы задолго до наступления срока платежа по ним»¹⁴. А заместитель председателя правления АКБ «Аркада» Л. Воробьева говорит, что «в основе принципа секьюритизации - превращения неликвидных активов (например, кредитов, выданных на строительство недвижимости под залог этой недвижимости) в ликвидные ценные бумаги». Ряд иностранных авторов также придерживаются этого мнения. Например, Brendan O'Connell, Janek Ratnatunga, Kosmas Smyrniotis акцентируют внимание на том, что *секьюритизация может рассматриваться как процесс, посредством которого пул неликвидных, относительно однородных финансовых активов конвертируется в торгуемые на вторичном рынке ценные бумаги*¹⁵. Аналогично мнение Ian H. Giddy, который определяет сущность секьюритизации активов как *трансформацию неликвидных активов в ценные бумаги – т.е. в инструмент, который выпускается (эмитируется) и торгуется на рынке капитала*¹⁶.

Подытожив рассуждения, приведённые выше, попытаемся в целях нашей классификации (См. Таблицу 1) дать определение понятию секьюритизации в узком смысле (в рамках первого обобщённого подхода классификации), которое представляется наиболее логичным и отражающим сущность явления. Итак, ***секьюритизация активов – это трансформация относительно неликвидных в данный момент активов хозяйствующего субъекта в ликвидные и запуск их в оборот посредством эмиссии ценных бумаг, обеспеченных этими активами.***

Рассмотрим теперь определения авторов в рамках второго обобщённого подхода нашей классификации. Из Таблицы 1 видно, что, согласно второму подходу, секьюритизация в широком смысле определяется как секьюритизация активов в узком смысле в первом подходе, т.е. как микроэкономический процесс. «Узкое» же определение сводится к описанию секьюритизации определённого

¹⁴ А. Казаков. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг, №19, 2003.

¹⁵ Brendan O'Connell, Janek Ratnatunga, Kosmas Smyrniotis. Critical Factors in Securitization of Financial Assets // Financial Practice and Education – Fall - Winter, 2000.

¹⁶ Ian H. Giddy. Asset securitization in Asia - New Your University, 2004.

вида активов (чаще всего банковских ссуд и ипотечных кредитов). Например, этому подходу полностью соответствуют определения из Большого толкового словаря-справочника Л. П. Куракова и В. Л. Куракова: «*секьюритизация - англ.: securitization; нем. : Securitization (f) - 1) использование денежных поступлений, предусмотренных условиями контракта, в качестве обеспечения при выпуске долговых обязательств; 2) финансирование потребностей компании на рынке ссудных капиталов не через посредников, т.е. путем привлечения кредитов от различных коммерческих банков, а непосредственно через выпуск собственных векселей, облигаций и др.*»¹⁷. Это определение по смыслу абсолютно аналогично данному в предыдущем подходе для понятия секьюритизации в узком смысле. «*Секьюритизация активов - реализация на рынке части активов коммерческого банка в форме ценных бумаг. при с. используются не все активы банка, а в основном обязательства заемщиков банка по предоставленным им ссудам. обеспечением данных ценных бумаг выступают сами активы коммерческого банка, и погашение этих ценных бумаг происходит за счёт средств, поступающих от заёмщиков банка в счет погашения выданных им кредитов*»¹⁸. Здесь определение сводится к секьюритизации банковских активов.

По мнению В. А. Шурпакова, секьюритизация в широком смысле – «*это финансовое посредничество, в результате которого происходит купля-продажа финансовых требований. Данное определение охватывает выпуск таких ценных бумаг, как облигации и векселя, ценные бумаги, обеспеченные залоговыми и другими активами. По более узкому определению, под секьюритизацией понимается формирование пулов из кредитов и неликвидных банковских активов для продажи их в форме вновь выпущенных ценных бумаг*»¹⁹, - что также соответствует второму подходу.

Американский экономист Дж. Синки даёт определение секьюритизации в узком смысле, также отвечающее рассматриваемому подходу, т.е. секьюритизация активов как «*процесс снятия с банковского баланса кредитов при помощи продажи активов третьей стороне, которая пакует данные активы в пул,*

¹⁷ Л. П. Кураков, В. Л. Кураков. Экономика и право: большой толковый словарь-справочник – М., 2003.

¹⁸ Л. П. Кураков, В. Л. Кураков. Экономика и право: большой толковый словарь-справочник – М., 2003.

¹⁹ В. А. Шурпаков, Центр информационного обеспечения банковской деятельности и предпринимательства ИНИОН РАН // «Банки: мировой опыт», №1, 2003.

являющийся обеспечением для ценных бумаг, которые продаются инвесторам на рынке капитала».

Рассматривая определения этих авторов, становится видна некоторая субъективность второго подхода. Ведь определение секьюритизации активов в узком смысле даётся, исходя из личных научных и практических интересов каждого отдельного исследователя. Приверженцы изучения механизма секьюритизации банковских активов сводят определение к секьюритизации банковских активов, авторы, занимающиеся ипотекой – к секьюритизации ипотечных кредитов, в то время как существует ещё целый ряд активов, которые могут быть секьюритизированы (См. Пункт 1.2.). Поэтому для теоретического определения понятия «секьюритизация» в узком и широком смысле более логичным представляется использование второго подхода, объективно отражающего сущность как глобального процесса секьюритизации, так конкретного микроэкономического механизма секьюритизации активов.

Итак, подытоживая рассмотрение подходов к определению понятия секьюритизация, хочется сделать некоторые выводы:

- Секьюритизация определяется в широком и узком смысле. Существует 2 обобщённых подхода к интерпретации широкого и узкого смысла этого понятия (См. Таблицу 1).
- Для объективного определения понятия «секьюритизация» более логичным является первый подход, в рамках которого мы будем придерживаться следующих определений:

Секьюритизация в широком смысле - тенденцию глобального разрастания фондового рынка, сопровождающуюся замещением ценными бумагами прочих финансовых инструментов.

Секьюритизация в узком смысле - трансформация относительно неликвидных в данный момент активов хозяйствующего субъекта в ликвидные и запуск их в оборот посредством эмиссии ценных бумаг, обеспеченных этими активами.

- Согласовав оба подхода, логичным представляется использование следующей схемы для определения понятия «секьюритизация»:

Таблица 2. Классификация понятия «секьюритизация».

Секьюритизация		
В широком смысле	В узком смысле	
	Секьюритизация активов	Секьюритизация ожидаемых в будущем поступлений
	<ul style="list-style-type: none"> - секьюритизация ипотечных кредитов; - секьюритизация целевых банковских ссуд; - секьюритизация лизинговых платежей; - секьюритизация торговой дебиторской задолженности; - секьюритизация задолженности по банковским кредитным картам и др. 	<ul style="list-style-type: none"> - секьюритизация страховых выплат; - секьюритизация выигрышей в лотерею; - секьюритизация прочих ожидаемых доходов

Отметим, что целью данной работы является изучение механизма секьюритизации активов в международном опыте и российской практике, т.е. секьюритизации в узком смысле. Поэтому в дальнейшем, говоря о секьюритизации активов, мы будем иметь в виду *механизм трансформации активов хозяйствующего субъекта с ограниченной ликвидностью в ликвидные и запуск их в оборот посредством эмиссии ценных бумаг, обеспеченных этими активами.*

1.2. СЕКЬЮРИТИЗИРУЕМЫЕ АКТИВЫ: ОСОБЕННОСТИ И ВИДЫ

Определившись с сущностью секьюритизации активов, выясним теперь основные характеристики активов, которые могут быть секьюритизированы (другими словами – трансформированы в инструменты фондового рынка).

Этот вопрос необходимо рассмотреть с двух точек зрения: во-первых, с точки зрения целесообразности для хозяйствующего субъекта секьюритизации определённого вида актива; во-вторых, с точки зрения технической возможности секьюритизации этого актива.

Активы любого хозяйствующего субъекта в общем виде классифицируются следующим образом:

Таблица 3. Классификация активов хозяйствующего субъекта.

Активы хозяйствующего субъекта	
Внеоборотные активы	Оборотные активы
- Нематериальные активы	- Запасы
- Основные средства	- Дебиторская задолженность
- Долгосрочные финансовые вложения	- Денежные средства
- Незавершённое строительство	

Внеоборотные активы принадлежат хозяйствующему субъекту на праве собственности и приносят ему прибыль на долгосрочной основе. Соответственно, запускать их в оборот посредством трансформации в инструменты фондового рынка нет ни смысла, ни технической возможности. Другое дело – оборотные активы. Из них запасы принадлежат хозяйствующему субъекту, расходуются, пополняются и приносят доход в течение одного производственного цикла. Денежные средства находятся в непрерывном движении, обслуживая деятельность хозяйственного субъекта.

Дебиторская же задолженность имеет отличный статус. Этот актив может быть любой срочности; он принадлежит хозяйствующему субъекту и воплощает право его владельца на получение денежных платежей от контрагентов через определённый период времени. Таким образом, дебиторская задолженность – актив, обладающий ограниченной ликвидностью, причём его ликвидность тем меньше, чем срок задолженности больше. Кроме того, это актив, который достаточно точно определяет момент поступления денежных средств хозяйствующему субъекту. Этот момент отстоит от момента образования задолженности на срок этой задолженности. Поэтому, исходя из природы данного актива, становится видна целесообразность и одновременно возможность трансформации его в долговые фондовые инструменты на срок до поступления денежных средств от контрагентов-должников. Таким образом, основополагающей характеристикой секьюритизируемого актива является *наличие точно определённого временного лага между образованием данного актива и поступлением в счёт него денежных средств, т.е. секьюритизируемый актив представляет собой дебиторскую задолженность хозяйствующего субъекта.*

Однако исследователи отмечают здесь одну особенность. Руководствуясь той же логикой, они приходят к выводу, что, кроме дебиторской задолженности, также могут быть секьюритизированы ожидаемые в будущем поступления денежных средств, не являющиеся задолженностью. Такой вывод кажется достаточно логичным, т.к. природа таких поступлений аналогична природе дебиторской задолженности, с тем лишь отличием, что будущие поступления непосредственно не числятся на балансе хозяйствующего субъекта (являясь, по словам А. Казакова, «полностью неосязаемыми активами»²⁰), а дебиторская задолженность – числится. Таким образом, говоря об активах, которые могут стать предметом секьюритизации, будем иметь в виду дебиторскую задолженность на балансе компании, а также неосязаемые активы в виде планируемых в будущем поступлений денежных средств. Причём источники этих поступлений могут быть самыми разнообразными: планируемая выручка от продаж, страховые выплаты, выигрыши в лотерею и пр.

Рассмотрим теперь характеристики, которыми должна обладать дебиторская задолженность (то же относится и к ожидаемым в будущем поступлениям средств), чтобы её секьюритизация была осуществима технически.

Поскольку секьюритизация активов предполагает их трансформацию в стандартизированные фондовые инструменты, то и сами активы, берущиеся за основу, должны быть однородными по видам, срокам и процентным ставкам. Для того, чтобы новые ценные бумаги были надёжными и ликвидными, секьюритизация практически всегда предполагает дополнительную гарантию для лежащих в основе активов. Также важным является наличие разработанной законодательной базы, касающейся действий с данным активом. Кроме того, для получения высокого кредитного рейтинга, который в дальнейшем обусловит привлекательность новых фондовых инструментов для инвесторов и тем самым обеспечит их ликвидность, необходима прозрачность данного инструмента, которая прежде всего подразумевает наличие полного объёма информации об активе, в частности, статистической. Описанные выше характеристики секьюритизируемых активов сгруппированы в Таблице 4.

²⁰ А. Казаков. История секьюритизации. // Рынок ценных бумаг, №19, 2003.

Таблица 4. Характеристики секьюритизируемого актива.

<p>1. Однородность:</p> <ul style="list-style-type: none"> - одинаковый вид активов (только торговая дебиторская задолженность, только лизинговые активы и т.п.); - одинаковый срок активов (только задолженность сроком до погашения 1 год, 2 года и т.п.); - одинаковая процентная ставка по активам (лизинговые активы с установленными платежами 10% в год); <p>2. Надёжное обеспечение (поручительство, гарантия третьей стороны);</p> <p>3. Стандартизированная законодательная база;</p> <p>4. Стандартизированные условия обслуживания дебиторской задолженности (согласно всем лизинговым контрактам, поступление лизинговых платежей осуществляется 1 раз в полгода, в месяц и т.п.);</p> <p>5. Прозрачность с точки зрения кредитного и статистического анализа:</p> <ul style="list-style-type: none"> - наличие у инициатора секьюритизации статистических данных (минимум за 3 года) о возвращаемости подобной задолженности, вероятности неисполнения обязательств контрагентами хозяйствующего субъекта и обесценения подобных активов; - возможность оценки ликвидности и проч. аналитических показателей для данных активов.
--

Соответственно, любая дебиторская задолженность, отвечающая перечисленным требованиям, может быть секьюритизирована. В экономически развитых странах практика секьюритизации распространяется на следующие виды активов²¹:

- Ипотечные кредиты (mortgage loans)
- Кредиты на улучшение дома или квартиры (home equity loans)
- Кредиты под «стандартное» жилье (manufactured housing loans)
- Кредиты под персональные автомобили (autoloans)
- Кредиты под коммерческие автомобили
- Кредиты под передвижные дома (recreational vehicles)
- Периодические платежи по кредитам и лизингам самолетов, яхт и лодок
- Задолженности по кредитным карточкам
- Лизинги (leases) и кредиты на покупки промышленного оборудования
- Кредиты на бытовую электронику и технику
- Кредиты мелкому бизнесу

²¹ Г. Суворов. О вреде ипотечной компании (записки автомобилиста) // Экспертный канал www.opec.ru, 10.02.2004

- Студенческие кредиты (student loans)
- Любая дебиторская задолженность или права требований платежей (каких угодно, начиная с авиационных билетов и кончая месячными телефонными счетами)
- Выигрыши в лотерею
- Выплаты при наступлении страховых случаев
- Доходы от будущих продаж
- Прочие поступления средств, ожидаемые в будущем.

И это далеко не полный перечень активов, пригодных для секьюритизации с успешно секьюритизируемых в мировой практике. Краткая характеристика основных из них будет дана в Главе 2.

1.3. ПРЕДПОСЫЛКИ ВОЗНИКНОВЕНИЯ И ЭВОЛЮЦИЯ ИНСТИТУТА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ В МИРОВОЙ ПРАКТИКЕ

Термин "секьюритизация" впервые появился в колонке "Слухи со Стрит" Wall Street Journal в 1977 г. Он был "изобретен" Льюисом Раниери (Lewis S. Ranieri), главой ипотечного департамента Salomon Brothers. Именно этот термин Раниери предложил использовать репортеру Wall Street Journal Анн Монро (Ann Monroe) в статье, посвященной описанию андеррайтинга первого выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам.

Фактически появление института секьюритизации является одной из вех на пути тысячелетнего процесса поиска обеспечения, начавшегося еще с греческой hypotheca (ипотеки) и получившего развитие в институтах Римского права *pinus* (залог), *feducia* (передача титула) и непосредственно *hypotheca*. В начале XIX в. они были отражены в кодификациях нового времени, а именно во Французском Гражданском кодексе 1804 г. (Code Civile) и Германском гражданском уложении 1896 г. (Bundes Gesetzbuch).

Упомянутые выше институты, являющиеся, по сути, вариациями залога, соответствовали требованиям рынка в обеспечении исполнения обязательств в течение достаточно длительного периода времени. Особенно верным это

утверждение является по отношению наиболее развитым формам залога, не требующим передачи предмета залога обеспеченному кредитору.

С ускорением экономического оборота в конце XIX в. стало возрастать значение обязательственных прав. Кроме того, рынок начал поиски нового инструмента, позволяющего использовать любые имущественные права в качестве обеспечения обязательства. Рынку также было необходимо, чтобы обращение таких инструментов регулировалось нормами о ценных бумагах. Именно эти две тенденции предопределили процесс развития обеспечения, который в итоге достиг уровня структурированных финансовых инструментов (structured finance).

На примере истории американского права можно выделить следующие этапы процесса развития обеспечения во второй половине XIX - начале XX в.²²:

- Залог без передачи предмета залога кредитору (Non-possessory security interest). Этот инструмент впервые появился в США в виде залога скота. Он отвечал интересам сторон в ситуации, когда передача скота кредитору была невозможна или неудобна. Поскольку право владения оставалось у должника, требовалось соблюдение определенной процедуры, а именно регистрация права залога в публичном регистре. Впоследствии институт преобразовался в современную Chattel paper - бумагу, удостоверяющую денежное обязательство и обеспечение в виде движимого имущества либо права аренды такого движимого имущества.
- Договоры купли-продажи с оставлением права собственности за продавцом до полной оплаты (Conditional sales contracts). Такие контракты появились в середине XIX в. и обеспечивали права продавца на случай неоплаты.
- Тростовые свидетельства (Trust receipt). Появившийся в начале XX в., этот инструмент представлял собой серьезный шаг вперед в области финансов: использование вещей, объединенных родовым признаком в качестве обеспечения. Тростовое свидетельство является подтверждением того, что имущество определенной стоимости находится в трасте в интересах кредитора - бенефициария. При этом в траст могут передаваться ценные бумаги, права требования и др.; обязательством траста будет максимальное увеличение

²² А. Казаков. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг, №19, 2003.

стоимости имущества. До появления трастового свидетельства только индивидуально определенные вещи выступали в качестве предмета залога. Сегодня трастовые свидетельства часто совмещаются с переводным векселем и являются обязательством уплатить определенную сумму, обеспеченную переданным в траст имуществом.

- Факторинг (Factoring). Факторинг появился в начале - середине XX в. Этот инструмент позволил использовать права требования в качестве обеспечения.
- Поступления в качестве обеспечения (Security interest in accounts receivable). Поступления являются абстрактной задолженностью (часто по индивидуально неопределенным договорам) и признаются неосязаемыми активами. Таким образом, поступления являются неосязаемыми активами, определенными родовым признаком, переданным в качестве обеспечения.

Введение единого механизма обеспечения (ст. 9 «Обеспеченные сделки; продажа денежного требования и бумаг, удостоверяющих денежное обязательство» Единообразного Торгового Кодекса) систематизировало все известные к тому времени виды обеспечения исполнения обязательств. Кроме того, перечень видов обеспечения, данный в статье 9 ЕТК, является открытым. Таким образом, статья стимулирует дальнейшее развитие института обеспечения исполнения обязательств. С выходом статьи значительно укрепилось доверие кредиторов к обеспечению. Именно с этого момента начинается современный этап развития инвестиций.

Развитие института наглядно демонстрирует постепенное перемещение структуры капитала и объектов инвестирования с недвижимого имущества к движимому и далее к неосязаемым активам, таким как права на получение платежа. Тенденция к повышению оборотоспособности тоже сыграла свою роль в истории секьюритизации. Так, секьюритизация ипотечных активов началась с секьюритизации банковских кредитов в начале 1970-х. Десятилетиями до этого банки в основном были портфельными инвесторами; они держали выданные кредиты на балансе до их оплаты или наступления сроков платежа. Такие кредиты финансировались в основном за счет депозитов, иных привлеченных средств, которые можно рассматривать как общее обязательство банка (а не право требования в отношении специально обособленного имущества).

Ипотечные кредиты стали первым типом активов в сделках секьюритизации. Действительно, ипотечные кредиты благодаря длительному периоду кредитования, низким рискам и предсказуемым денежным потокам, а также благодаря некоторым историческим причинам (например, заинтересованности государства в развитии ипотечного кредитования) являются идеальным активом для секьюритизации.

Со времен Великой депрессии поддержка программ жилищного строительства и ипотечного кредитования была одной из целей политики федеральных властей в США. С этого времени ABS в форме MBS (mortgage backed securities) становится частью политики, направленной на снижение стоимости жилья. Основной целью федеральных программ было придание ипотечным кредитам большей ликвидности путем создания вторичного рынка. Очевидно, что наличие вторичного рынка способствует снижению стоимости кредита.

В 1930 г. конгресс в рамках своего решения «консолидировать и координировать усилия правительства, касающиеся ветеранов войны» создал Администрацию по делам ветеранов (The Veterans Administration). В рамках этого органа были созданы Бюро по делам ветеранов (Veterans Bureau), Пенсионное бюро департамента внутренних дел (the Bureau of Pensions of the Interior Department) и Национальный дом инвалидов (National Home for Disabled Volunteer Soldiers). Помимо иной деятельности, Администрация по делам ветеранов помогала ветеранам приобретать жилье, гарантируя их ипотечные кредиты.

27 июня 1934 г. в качестве одной из мер восстановления экономики был принят Национальный жилищный закон (National Housing Act). Он предусматривал создание Федеральной жилищной администрации (Federal Housing Administration, FHA), возглавляемой Федеральным жилищным администратором (Federal Housing Administrator)²³. Титул II указанного Закона в качестве одной из основных функций FHA называл обеспечение ипотечных кредитов, предоставленных частными заемщиками. Титул III Закона также предусматривал создание Национальным жилищным администратором

²³ А. Казаков. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг, №19, 2003.

национальных ипотечных ассоциаций. Эти ассоциации создавались в организационно правовой форме частных корпораций (private corporations), управляемых администратором. Главной задачей ассоциаций были операции с ипотечными кредитами, обеспеченными ФНА в соответствии с Титулом II Закона. В соответствии с приведенными нормами была создана лишь одна ассоциация: 10 февраля 1938 г. была инкорпорирована дочерняя компания Reconstruction Finance Corporation, которая в свою очередь является государственной корпорацией. Изначально эта дочерняя компания именовалась Национальной ипотечной ассоциацией Вашингтона (National Mortgage Association of Washington); однако уже в том же году компания была переименована и стала называться Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Federal National Mortgage Association, FNMA, или Fannie Mae). Основная деятельность компании была сосредоточена на создании вторичного рынка для ипотечных кредитов. Fannie Mae была уполномочена покупать и продавать ипотечные кредиты, обеспеченные Федеральной жилищной администрацией (ФНА) и Администрацией по делам ветеранов (начиная с 1944 г.)²⁴. Деятельность компании способствовала ускорению оборота активов и притоку средств на рынок ипотечного кредитования.

Поправками 1968 г. Fannie Mae была разделена на два самостоятельных юридических лица; первое известно как Правительственная национальная ипотечная ассоциация (Government National Mortgage Association, GNMA, или Ginnie Mae), вторая сохранила наименование "Федеральная национальная ипотечная ассоциация" (Federal National Mortgage Association). Ginnie Mae осталась под контролем правительства, а Fannie Mae после приватизации акций, принадлежавших правительственной корпорации, стала компанией, полностью контролируемой частными лицами. Ginnie Mae с 1968 г. оставалась компанией, 100% акций которой контролировались государством. Компания работает на рынке ипотечных кредитов, предоставляемых покупателям жилья с низкими или средними доходами. Уже в начале 1960-х процентные ставки по ипотечным кредитам значительно изменялись от города к городу. Ипотечный рынок был непредсказуемым, и получить кредит было достаточно трудно. Ни государство, ни

²⁴ А. Казаков. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг, №19, 2003.

частные банки не могли в одиночку удовлетворить потребность в финансировании жилищных программ.

Перед созданной в 1970 г. Федеральной корпорацией ипотечного кредитования (Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC, или Freddie Mac) были поставлены схожие задачи: стабилизировать национальный рынок ипотечного кредитования и увеличить возможности приобретения жилья. Три указанные компании не только и не столько непосредственно предоставляют заемщикам ипотечные кредиты, в основном они гарантируют исполнение обязательств по выданным частными компаниями ипотечным кредитам. Действуя в качестве вторичного рынка ипотечных кредитов в начале 1980-х гг., Freddie Mac, Ginnie Mae и Fannie Mae покупали права требования по кредитам у частных заимодавцев, пулировали эти активы и выпускали на рынок ценные бумаги, обеспеченные пулами. Таким образом, секьюритизация стала основным инструментом проведения в жизнь политики правительства, направленной на уменьшение стоимости ипотечного кредитования.

В 1970 г. Ginnie Mae эмитировала первый выпуск ценных бумаг, обеспеченных пулом ипотечных кредитов. В следующем году Freddie Mac осуществила вторую эмиссию. Эти выпуски основывались на достаточно простой структуре, так называемой *plain vanilla*. Структура не предполагала дополнительного обеспечения или перераспределения финансовых потоков. В действительности в дополнительном обеспечении не было особой нужды, поскольку ценные бумаги обеспечивались либо прямыми, либо косвенными гарантиями правительства.

Успех рынка MBS, а также наработанный практический опыт послужили основанием для дальнейшего развития института и вовлечения новых классов активов. Начало эры секьюритизации неипотечных активов обычно датируют мартом 1985 г.²⁵ Именно тогда First Boston провел андеррайтинг публичного размещения ценных бумаг общей номинальной стоимостью в 192 млн. долл., обеспеченных пулом требований к покупателям компьютеров в кредит. Изначальным кредитором выступала Sperry Corporation. Однако еще большее

²⁵ А. Казаков. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг, №19, 2003.

влияние на развитие секьюритизации оказал приход General Motors (в лице General Motors Acceptance Corporation) на рынок ABS.

Первые сделки секьюритизации неипотечных активов основывались на структурах, разработанных на рынке MBS. В качестве андеррайтеров по этим сделкам выступали исключительно инвестиционные банки, которые к тому времени уже приобрели определенный опыт и репутацию с выпусками MBS. В первую очередь андеррайтерами выступали: Salomon Brothers, First Boston и Drexel Burnham Lambert.

Однако рынок ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами, поддерживался правительственными или квазиправительственными агентствами. С целью привлечения низкорисковых инвесторов в структуру сделок секьюритизации неипотечных активов были внесены определенные изменения. Правительственные гарантии, предоставлявшиеся на основании законодательства, были заменены внешним и внутренним обеспечением от частных лиц, предоставлявшимся на основании различных договоров. Кроме того, в практику вошло так называемое избыточное обеспечение пула (overcollateralization), в рамках которого стоимость пула выше, чем совокупная номинальная стоимость ценных бумаг, обеспеченных им.

Шаг за шагом различные классы активов вовлекались в процесс секьюритизации. Так, самым популярным после ипотечных кредитов активом стали продажи автомобилей в кредит. Этот актив имеет весьма хорошие характеристики, делающие его привлекательным для структурного финансирования. Более того, у прав требования к покупателям автомобилей в кредит есть и преимущества перед ипотечными кредитами: ввиду значительно более короткого срока кредита финансовые потоки обладают большей предсказуемостью, а меньшие размеры кредитования и длительная позитивная кредитная история вызывают доверие у инвесторов.

Первой значительной сделкой секьюритизации прав требования банка к владельцам кредитных карт было частное размещение в 1986 г. ценных бумаг общей номинальной стоимостью 50 млн. долл. Эта сделка продемонстрировала, что больший доход от активов, составляющих пул, может компенсировать более значительные по сравнению с классическими классами активов ожидаемые потери

по кредитам и более высокие административные расходы. Секьюритизация предоставляет банкам не только новый источник средств, но и освобождает значительные объемы собственных средств, скованные требованиями к достаточности капитала банка. Банк также получает дополнительные платежи от SPV, действуя в качестве сервисного агента по бывшим собственным активам.

Следующий этап развития рассматриваемого института весьма вероятно вовлечет такой класс активов, как потребительские товары. Большинство кредитов потребителям в достаточной степени секьюритизируемы, поскольку характеризуются предсказуемостью финансовых потоков *«гомогенностью кредитных портфелей»*²⁶ на их основе. Финансирование коммерческих кредитов, выдаваемых в рамках предпринимательской деятельности, представляет более серьезный вызов теоретикам и практикам секьюритизации. Поскольку портфели коммерческих кредитов в общем менее однородны, по сравнению с портфелями потребительских кредитов, инвесторы требуют большей информации об индивидуальных активах, входящих в пул, а инструменты менеджмента и измерения портфеля менее эффективны. Тем не менее инвестиционные банки и владельцы активов оказались очень изобретательными в структурировании финансовых потоков и работе с обеспечением. Доказательством тому служит рынок секьюритизации ипотечных кредитов, выдаваемых юридическим лицам. Этот рынок является одним из наиболее динамично развивающихся среди непотребительских активов.

Итак, имея представление об истории развития мировой практики секьюритизации активов, попытаемся сформулировать наиболее общие предпосылки возникновения и динамичного развития института секьюритизации активов. Эти предпосылки сгруппированы в Таблице 5.

²⁶ А. Казаков. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг, №19, 2003.

Таблица 5. Предпосылки возникновения и развития института секьюритизации активов.

- 1). Динамичное развитие различных форм кредитования и финансирования (ипотечное кредитование, целевое банковское кредитование, лизинг и др.), вследствие чего крупные денежные суммы оседают в виде дебиторской задолженности хозяйствующих субъектов.
- 2). Глобальный процесс секьюритизации финансового рынка, вследствие которого всё больше инструментов финансового рынка замещаются на ценные бумаги, и предполагается существование вторичного рынка для любых активов.
- 3). Динамичное развитие и активное использование института залога для привлечения средств.
- 4). Рост общего уровня оборачиваемости активов, что формирует потребность в увеличении их ликвидности.
- 5). Появление параллельно с развитием финансовых рынков всё новых рисков и, соответственно, потребности в инструментах их диверсификации и хеджирования (особенно это относится к сфере страховой деятельности).

ГЛАВА 2. ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНСТРУМЕНТА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ

2.1. МЕХАНИЗМ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ, ЕГО УЧАСТНИКИ И ПРЕИМУЩЕСТВА

2.1.1. Механизм секьюритизации активов, его участники

К настоящему моменту в экономически развитом мире накопился богатый опыт осуществления секьюритизации активов. В западной (особенно американской) литературе уже в середине 80-х гг. стали появляться описания моделей секьюритизации, обязательных участников этих схем, а также измышления по поводу преимуществ секьюритизации активов по сравнению с привычными способами привлечения капитала и возможных рисков, сопровождающих такие транзакции.

Наиболее общая схема секьюритизации активов выглядит следующим образом.

Схема 1. Общая схема секьюритизации активов (англо-саксонская модель).



Пояснения к Схеме 1:

1. Продажа оригинатором товаров, услуг; передача оборудования в лизинг; предоставление заёмных средств и т.п.
2. Продажа оригинатором активов SPV.
- 2а. Накопление активов в Кондуите и формирование там портфелей однородных по характеристикам активов.
- 2б. Привлечение аудиторской и юридической организации для проверки модели секьюритизации.
3. Передача активов андеррайтеру для конструирования и выпуска финансовых инструментов.
- 3а. Привлечение внешнего гаранта для дополнительной кредитной поддержки будущей эмиссии.
4. Эмиссия ценных бумаг, обеспеченных активами и продажа их инвесторам.
- 4а. Привлечение рейтингового агентства для присвоения официального рейтинга ценным бумагам.
5. Оплата инвесторами ценных бумаг, поступление средств к оригинатору.
6. Сбор сервисером задолженности (периодических платежей и основных сумм).
7. Передача собранной задолженности в SPV.
8. Выплаты по ценным бумагам, обеспеченным активами (купонные платежи и погашение основного долга).

Рассмотрим краткую характеристику механизма секьюритизации и основных участников этой схемы.

(1). Процесс секьюритизации начинается с того, что **некая компания, накопив на своём балансе достаточный портфель активов, решает, для достижения определённых выгод, трансформировать его в обращающиеся инструменты финансового рынка.** Эта компания является *оригинатором* данной транзакции по секьюритизации.

Оригинатор (в пер. с англ. - инициатор) – инициатор сделки секьюритизации. Это компания, которая тем или иным образом накопила на своём балансе пул активов²⁷ и принимает решение рефинансировать их с помощью секьюритизации. Т.к. для секьюритизации подходит целый ряд различных активов (см. Главу 1), то и по роду деятельности компании-оригинаторы могут быть очень разными. Это могут быть банки и другие кредитные организации, обладающие пулами кредитов, выданных под различные цели; лизинговые компании с внушительными лизинговыми портфелями; любые организации с большим объёмом дебиторской задолженности (например, торговой) на балансе; а также организации, не

²⁷ Г. Суворов. О вреде ипотечной компании (записки автомобилиста) // Открытая экономика, апрель 2004 (www.opes.ru).

имеющие подобных активов на балансе, но с большой вероятностью ожидающие поступления денежных средств в будущем.

(2). Следующим этапом является **обособление выбранных для секьюритизации активов от прочих активов originатора**. В мировой практике такое отделение активов осуществляется посредством перевода активов с баланса компании-оригинатора на баланс отдельной специализированной компании. В этом заключается одна из основных особенностей процесса секьюритизации активов. Именно наличием этого этапа секьюритизация активов принципиально отличается от секьюритизации бизнеса (т.е. выпуска заёмных инструментов под залог активов, которые остаются на балансе организации). Однако здесь же компания-оригинатор сталкивается с большинством трудностей, присущих процессу секьюритизации. Дело в том, что при осуществлении перевода активов на баланс специализированной организации должен чётко выполняться целый ряд законодательных требований, что даст возможность расценивать данную сделку как реальную продажу активов (true sale). Причина этого ясна – true sale должна обеспечить «добросовестность» сделки, т.е. гарантию того, что активы были выведены именно с целью секьюритизации, а не с целью вывода как такового, и что за них была заплачена «справедливая» цена²⁸. В мировой практике выполнению требований true sale при продаже активов специализированной организации уделяется особое внимание, т.к. в дальнейшем это будет одним из ключевых факторов обеспечения легальности и надёжности всей структуры, а также защиты интересов инвесторов в новые финансовые инструменты. Если передача активов не отвечает условиям true sale, возникает вероятность перенесения претензий, обращённых непосредственно к компании-оригинатору, на инвесторов. Средства, под залог которых выпущены ценные бумаги, могут быть признаны частью имущества originатора и использоваться для удовлетворения претензий кредиторов originатора, если не было true sale. Продажа активов, соответствующая законодательным требованиям, также защищает и originатора. В этом случае инвесторы могут обратиться за

²⁸ Г. Суворов. Об ипотечном агенте замолвите слово... // Открытая экономика, апрель 2004 (www.opes.ru).

просроченными выплатами только к новому владельцу прав требований по задолженности, а не к доходам originатора²⁹.

Как уже отмечалось, важным участником механизма секьюритизации является специализированное юридическое лицо, на баланс которого переходят активы originатора. Выполнение требований относительно правового статуса и функций этого юридического лица неразрывно связано с обеспечением true sale.

Специализированное юридическое лицо SPV (Special Purpose Vehicle - SPV, Special Purpose Entity – SPE, Special Purpose Company - SPC) - это организационно-правовая структура, создаваемая для каких-то конкретных, строго определенных и жестко ограниченных целей³⁰. При использовании SPV в секьюритизации, основной её целью является вывод выбранных для секьюритизации активов за баланс организации-originатора и перевода их на баланс SPV. При этом SPV создается как предприятие, совершенно юридически независимое от своего учредителя. Структура SPV может быть создана в форме траста, компании с ограниченной ответственностью, акционерного общества или партнёрства²⁶, а также в других организационно-правовых формах, допускаемых юрисдикцией страны, где осуществляется секьюритизация. Конкретная форма SPV выбирается в соответствии с особенностями сделки, из соображений наиболее оптимального разделения рисков и минимизации расходов на ее содержание, в том числе и налоговых. Однако суть SPV от этого не меняется – это неоперационная компания, которая не ведёт самостоятельную коммерческую деятельность, не предоставляет какие-либо услуги, не имеет собственного фонда заработной платы³. Обычно SPV создается как бесприбыльная структура, то есть все доходы выводятся из нее тем или иным законным способом, поэтому налога на прибыль платить не приходится. Подчеркнем, что главная особенность SPV заключается в том, что она не является дочерней структурой организатора секьюритизации, и поэтому при возникновении финансовых затруднений у организатора секьюритизации обращение взыскания на активы SPV невозможно³¹. Естественно, это в случае, если передача активов в SPV была добросовестной сделкой, а не

²⁹ Statement of American Securitization Forum, February 24, 2004 // www.americansecuritization.com

³⁰ Г. Суворов. Секьюритизация активов с использованием кондуита // Открытая экономика, июнь 2004 (www.opes.ru).

³¹ Г. Суворов. Секьюритизация активов с использованием кондуита // Открытая экономика, июнь 2004 (www.opes.ru).

просто уводом активов. Так, например, в США очень часто продажа активов осуществляется в два этапа. На первом оригинатор уступает активы в свое дочернее подразделение, которое сильно ограничено в коммерческой деятельности, имеет независимых директоров и не может объявить добровольное банкротство. Чаще всего это сопровождается вливанием капитала в эту промежуточную структуру. На втором этапе промежуточное предприятие продает активы в неаффилированное с оригинатором специализированное юридическое лицо, которое уже непосредственно участвует в процессе секьюритизации активов. Считается, что такая схема обеспечивает настоящую true sale³².

(3). После обособления активов оригинатора на балансе SPV посредством true sale, *осуществляется непосредственно секьюритизация обособленных активов*. Секьюритизация заключается в эмиссии и продаже ценных бумаг, обеспеченных активам в SPV. Т.к. секьюритизация активов становится функцией SPV, то именно эту структуру называют эмитентом в схеме секьюритизации. Для целей конструирования и осуществления эмиссии могут привлекаться специальные андеррайтинговые компании.

Андеррайтеры – в мировой практике чаще всего инвестиционные банки – служат посредниками между эмитентом (SPV или трастом) и инвесторами. Обычно андеррайтер консультирует по поводу структурирования ценных бумаг на основании изучения потребностей инвесторов. Андеррайтер может, например, посоветовать выпустить несколько траншей, каждый со специфической характеристикой, привлекательных для различных сегментов рынка. Андеррайтеры также помогают определить целесообразность использования их торговой сети для распространения ценных бумаг широкому кругу инвесторов или проведения закрытой подписки. И, что особенно важно, андеррайтеры могут принимать (полностью или частично) риск, связанный с покупкой выпуска ценных бумаг и продажей его инвесторам³³.

³² Г. Суворов. Об ипотечном агенте замолвите слово... // Открытая экономика, апрель 2004 (www.opec.ru).

³³ Statement of American Securitization Forum, February 24, 2004 // www.americansecuritization.com

На этом же этапе (как, впрочем, и на других) могут привлекаться *юридические и аудиторские организации*, выполняющие так называемое *legal opinion* и аудиторскую проверку модели секьюритизации³⁴.

(4). Важным этапом, который, конечно, не является единовременным, является *обеспечение дополнительной кредитной поддержки эмитированным финансовым инструментам*. Кредитная поддержка может быть внутренней (т.е. иницилируемой оригинатором или SPV) и внешней (предоставляемой сторонними организациями). В качестве *внутренней поддержки* выпускаемых SPV ценных бумаг в мировой практике часто используются:

1). *Избыточное обеспечение (Over-collateralization)* – ситуация, когда сумма обособленных в SPV активов превышает суммарный объем эмитированных ABS бумаг. Степень такого превышения зависит от надежности самих активов и, как правило, определяется рейтинговым агентством.

2). *Структурирование ценных бумаг* – это ситуация, когда, используя одно и тоже обеспечение, эмитируются несколько классов (траншей) ценных бумаг, различающихся по величине WAL, чувствительности к изменениям рыночных процентных ставок, досрочным погашениям и т.д. Транши с менее рисковыми характеристиками называются старшими, они погашаются в первую очередь. Транши более рисковыми характеристиками – младшие – погашаются после полной амортизации (погашения) старших классов и, таким образом, абсорбируют в себе риск сделки. Кроме того, разные классы бумаг будут интересны разным типам инвесторов, которые готовы платить некоторую премию за то, что получают финансовый инструмент с нужными для них характеристиками. Таким образом, структурирование эмиссии приводит к тому, что совокупная стоимость всех траншей превышает ту стоимость, которая бы возникла, если бы все бумаги на основании того же пула активов были выпущены однородными. Эта ситуация называется структурным арбитражем. Рассмотрим некоторые виды структурирования, применяемые на американском рынке ценных бумаг, обеспеченных пулом активов.

- Последовательные структуры (Sequential Structure)

³⁴ Р. Исеев. Проблемы секьюритизации на современном этапе // Рынок ценных бумаг, №19, 2004.

Это наиболее старое и самое простое структурирование, когда эмитируются несколько классов ABS, которые амортизируются (погашаются) различным способом. Например, рассмотрим последовательную структуру, состоящую из четырёх классов – А, В, С и D. Каждый класс имеет свой собственный баланс, сумма таких балансов равна общему балансу пула секьюритизируемых обязательств. Процентные (купонные) платежи в каждом периоде погашения распределяются пропорционально балансам всех классов, а вот амортизационные платежи по-другому. Так, на первом этапе, пока остаточный баланс класса А остаётся непогашенным, все амортизационные платежи пула будут отсылаться держателям бондов класса А. Так будет продолжаться до полного погашения бондов класса А, остальные классы в эти периоды получают только купонные платежи (кстати, купоны у различных классов могут быть разными). После полного погашения бондов класса А, начинается погашение бондов класса В. Последним будет погашен бонд класса D.

Интересно отметить, что при одинаковом сценарии динамики процентных ставок на финансовом рынке и эквивалентной форме структуризации два ABS, обеспеченные пулами с различными характеристиками могут вести себя по-разному³⁵.

- Структура с Z-бондом (Accrual, или Z-bond)

Структура с Z-бондом подобна последовательной структуризации для всех классов, кроме последнего (младшего) класса. Рассмотрим структуру, состоящую из четырёх классов – А, В, С и Z. Старшие классы погашаются последовательно, а Z-бонд имеет две фазы. В первой фазе, которая характеризуется тем, что до конца не погашены балансы бондов классов А, В и С, Z-бонд не получает процентных платежей, которые вместо этого увеличивают его остаточный баланс³⁶. Во второй фазе, когда погашены все старшие классы, Z-бонд получает все процентные и амортизационные платежи, причём купон начисляется исходя из баланса Z-бонда, который вырос в течение первой фазы. Ясно, что такая структура ещё больше ускорит погашение старших траншей. Более того, Z-бонд, за счёт изменения своих

³⁵ Г. Суворов. И ещё раз об ипотечных ценных бумагах... // Рынок ценных бумаг, №19, 2003.

³⁶ Г. Суворов. И ещё раз об ипотечных ценных бумагах... // Рынок ценных бумаг, №19, 2003.

характеристик, стабилизирует поведение старших классов в условиях изменения процентных ставок. Сам же Z-бонд слабо зависит от досрочных платежей.

- Структура с Accretion-Direct-бондами

В целом этот тип структуризации напоминает структуру с Z-бондом. С одним небольшим, но существенным отличием. В первой фазе процентные платежи не «размазываются» по классам А, В и С, а направляются в синтетические бонды VA, VB и VC. Эти синтетические бонды образованы из потока процентных платежей, причитающихся Z-бонду (ведь он не чувствителен к долгосрочным погашениям), поэтому они сами имеют очень стабильное поведение, слабо зависящее от долгосрочных погашений и колебаний процентных ставок. Поэтому инвесторы готовы платить существенную премию за стабильность VA, VB и VC².

- PAC (Planned Amortization Class) и TAC (Targeted Amortization Class)

PAC представляет собой разделение потоков платежей между двумя группами бондов, одна из которых «пытается» обеспечить стабильный поток купонных и амортизационных платежей в соответствии с заранее выбранными уровнями досрочных погашений. Это достигается за счёт того, что роль второй группы состоит в поддержке первой.

По структуре схема TAC напоминает PAC. Там тоже происходит разделение на основную и поддерживающую группы бондов. Разница состоит в том, что поддержка, которую получают TAC-бонды, носит ассиметричный характер. Они «защищены» от очень быстрой амортизации (больших досрочных погашений), но никак не защищены от медленной амортизации.

Идея обеих схем состоит в попытке удержать поддерживаемую группу бондов в рамках выбранной скорости амортизации за счёт поддерживающей группы².

- IO (Interest Only) и PO (Principal Only) структуризация

Рассмотрим схему структуризации, при которой поступления от пула разделяются на два бонда. Первый (IO) получает 100% процентных поступлений, а второй (PO) получает 100% амортизационных платежей. Поведение обоих классов носит ярко выраженный противоположный характер при изменениях на

финансовом рынке. Такие бонды часто используются для спекулятивных операций в ожидании определённых изменений ставок на рынке³⁷.

3). *Резервный фонд*, который формируется из «избытка» процентных платежей и используется в случае возникновения потерь от дефолтов.

Внешняя поддержка чаще всего предоставляется в виде поручительства или аккредитив какого-либо финансового института³⁸.

Все эти дополнительные меры поддержки эмитируемых ценных бумаг применяются с целью повышения их надёжности (т.е. гарантии того, что инвестор получит причитающиеся ему платежи), а, следовательно, кредитного рейтинга и привлекательности для инвесторов

(4). Следующим этапом механизма секьюритизации является *присвоение рейтинга новым финансовым инструментам*. Рейтинги присваиваются *рейтинговыми агентствами*, которые оценивают уровень риска эмитированных инструментов с учётом качества активов и кредитной поддержки. Интересным является тот факт, что инструменты, эмитированные посредством секьюритизации активов, чаще всего имеют более высокий кредитный и являются более привлекательными для инвесторов и одновременно более выгодными для эмитентов, чем обычные заёмные инструменты, выпущенные эмитентом. Это объясняется целым рядом факторов: обособление новых финансовых инструментов от собственного риска originатора (эмитентом является SPV, защищённая от банкротства), наличие дополнительной кредитной поддержки.

(5). После присвоения кредитного рейтинга происходит, наконец, *продажа ценных бумаг инвесторам*. Выручка от продажи ценных бумаг возвращается originатору как цена покупки активов. В мировой практике основными инвесторами в ценные бумаги, обеспеченные активами, являются институциональные инвесторы: пенсионные и инвестиционные фонды, страховые компании и др.

(6). Ещё одной неотъемлемой частью процесса секьюритизации является *обслуживание обособленных в SPV активов*. Обслуживание может, в зависимости от вида актива, подразумевать сбор платежей от заёмщиков,

³⁷ Г. Суворов. И ещё раз об ипотечных ценных бумагах... // Рынок ценных бумаг, №19, 2003.

³⁸ Statement of American Securitization Forum, February 24, 2004 // www.americansecuritization.com

лизингодержателей и др., зачисление этих платежей на специальные счета доверительного управления (Trustee), обращение взыскания на залог по дефолтным кредитам, сбор статистики и публикация отчетов³⁹. Как правило, функции обслуживания активов выполняет сам оригинатор, однако они могут быть возложены на другую организацию, которая будет играть роль отдельного звена (Сервисера) в механизме секьюритизации. Здесь исключительно важно обеспечить бесперебойное обслуживание секьюритизированных активов. Поэтому необходимо предусмотреть ситуации, когда у основного сервисера могут возникнуть финансовые трудности или банкротство. Во избежание накладок в большинстве стран назначают резервного сервисера (Backup Servicer⁴⁰), который возьмёт на себя обслуживание активов в случае возникновения проблем у основного.

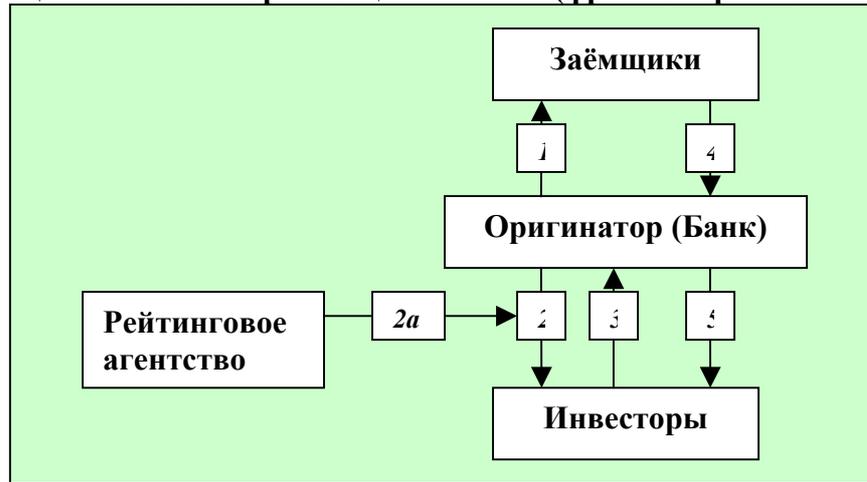
(7). Завершающим этапом процесса секьюритизации является **выплата купонов и погашение номинала ABS**. Это погашение осуществляется за счёт собранных Сервисером сумм первоначальной задолженности контрагентов перед Оригинатором (эти суммы могут состоять из основного долга и процентов по нему).

Надо отметить, что рассмотренная выше схема является не единственно возможной, хотя и наиболее распространённой в настоящее время схемой секьюритизации активов. Такой механизм называется англо-саксонским (англо-американским) по месту первоначального его распространения. Кроме англо-саксонской, существует франко-германская (немецкая) модель секьюритизации. Основное её отличие состоит в том, что эмиссия ценных бумаг осуществляется не SPV, а непосредственно первичным кредитором (которым при этом чаще всего является банк), и ипотечные ссуды остаются на балансе эмитента, а не списываются. Рассмотрим упрощённую схему секьюритизации активов по немецкой модели. В ней отражены взаимоотношения основных участников секьюритизации, хотя на практике, для содействия процессу, могут привлекаться дополнительные участники.

³⁹ Г. Суворов. Об ипотечном агенте замолвите слово... // Открытая экономика, апрель 2004 (www.opec.ru).

⁴⁰ Р. Исеев. Проблемы секьюритизации на современном этапе // Рынок ценных бумаг, №19, 2004.

Схема 2. Общая схема секьюритизации активов (франко-германская модель).



Пояснения к Схеме 2:

1. Предоставление банком-оригинатором заёмных средств.
2. Эмиссия ценных бумаг под залог активов банка.
- 2a. Присвоение рейтинговым агентством рейтинга новым ценным бумагам.
3. Поступление в банк средств от инвесторов.
4. Поступление в банк средств от заёмщиков.
5. Выплата банком купонных платежей и номинала ABS инвесторам.

В таком случае возникает вопрос, как обеспечиваются права инвесторов при такой схеме эмиссии ценных бумаг. Ответ на этот вопрос кроется в строгом законодательном регулировании деятельности кредитора и самой схемы секьюритизации. В частности, *для защиты инвесторов предпринимаются следующие законодательные меры.*

1). В банке-кредиторе пул секьюритизируемых активов обособляется от остальных активов банка.

2). Существует обязательное для банков требование постоянно поддерживать равенство между величиной активов пула и величиной пассивов в форме выпущенных под эти активы ценных бумаг.

3). Обязательное требование по соблюдению соответствия между сроками кредитов, выданных банком и сроками ценных бумаг, выпущенных на базе этих кредитов. Замена обеспечения строго контролируется.

4). Требование того, чтобы ссуды, профинансированные по франко-германской схеме, не превышали определённого и достаточно низкого уровня консервативно определённой стоимости имущества, на приобретение которого

они выданы. Обычно этот уровень составляет 50-60%, что практически полностью страхует инвестора.

Как у англо-американской, так и у немецкой схемы есть свои сторонники. Однако надо отметить, что вторая из них используется чаще всего при секьюритизации ипотечных кредитов, и в настоящее время всё большее распространение в мировой практике получает общая схема секьюритизации активов по анго-американской модели. Приведа эту модель для сравнения, не будем ставить задачей её подробное описание, т.к. это не является целью данной работы.

2.1.2. Классификация моделей секьюритизации активов, используемых в зарубежной практике

Модели секьюритизации активов, используемые в зарубежной практике разнообразны и могут быть классифицированы по ряду признаков. Наиболее принципиальные из них представлены в Таблице 6.

Таблица 6. Классификация моделей секьюритизации активов, используемых в зарубежной практике.

Признак	Модели секьюритизации активов
Структура сделки (наличие или отсутствие элемента продажи активов originатора SPV)	- Англо-саксонская модель - Франко-германская модель
Актив, лежащий в основе транзакции	- Секьюритизация уже существующих активов (целевых кредитов, торговой дебиторской задолженности, лизинговых активов и т.п.) - Секьюритизация ожидаемых в будущем поступлений (будущей выручки, поступлений по договорам страхования и т.п.)
Географическое положение участников сделки	- Секьюритизация активов в пределах одного государства - Секьюритизация активов с привлечением зарубежного SPV

Виды моделей секьюритизации активов по первым двум признакам были рассмотрены ранее, соответственно в Пунктах 2.1.1. и 1.1.3. Рассмотрим теперь возможные модификации транзакций по секьюритизации в зависимости от

географического положения их участников, а именно, принадлежности их одному или различным государствам.

1. *Секьюритизация активов в пределах одного государства.* Такая транзакция структурируется аналогично как для случае секьюритизации уже существующих активов, так и при секьюритизации ожидаемых в будущем поступлений. Все участники такой транзакции находятся внутри одного государства. Т.е. активы, сгенерированные внутри страны секьюритизируются отечественным SPV и новые финансовые инструменты, выраженные в национальной валюте, продаются национальным инвесторам. Транзакция полностью регулируется государственным законодательством, а ABS номинируются в валюте данной страны (Схема 3).

Схема 3. Секьюритизации активов в пределах одного государства.



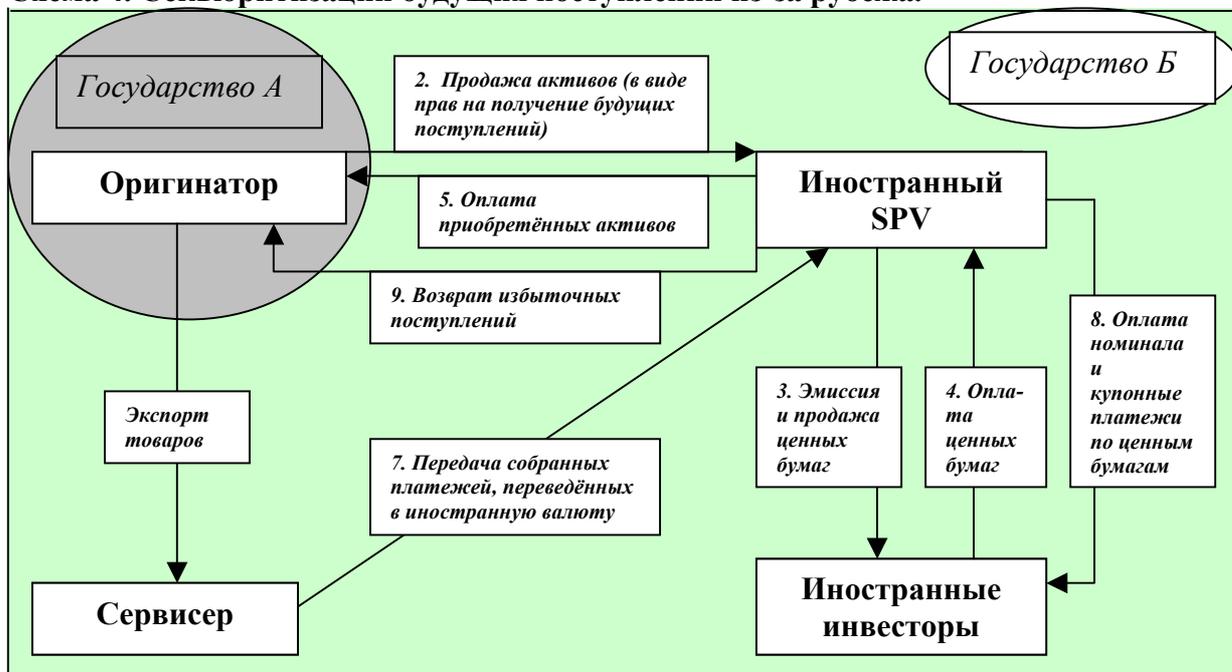
Источник: ЕМЕА: Evolution of Securitization through 2004 and Outlook for 2005: March 2005 // www.fitchratings.com

2. *Секьюритизация активов с привлечением зарубежного SPV.* Здесь существуют некоторые различия в структуре сделки в зависимости от того, являются ли предметом секьюритизации уже существующие активы или будущие поступления.

2а. *Секьюритизация будущих поступлений из-за рубежа (Cross-Border Future Flow Securitization).* Это секьюритизация, при которой права на получение будущей выручки из-за рубежа генерируются у национального оригинатора, а

секьюритизируются зарубежным SPV посредством эмиссии нот, номинированных в иностранной валюте. Выпущенные ноты затем продаются иностранным инвесторам⁴¹ (Схема 4)

Схема 4. Секьюритизации будущих поступлений из-за рубежа.



Источник: ЕЕМЕА: Evolution of Securitization through 2004 and Outlook for 2005: March 2005 // www.fitchratings.com

2b. Секьюритизация уже существующих активов с привлечением зарубежного SPV (*Cross-Border Existing Asset Securitization*). Это секьюритизация, при которой активы отечественного происхождения генерируются у национального оригинатора, а секьюритизируются зарубежным SPV посредством эмиссии нот. Ноты номинируются в иностранной валюте и продаются иностранным инвесторам (Схема 5).

⁴¹ ЕЕМЕА: Evolution of Securitization Through 2004 and Outlook for 2005 // www.fitchratings.com

Схема 5. Секьюритизации уже существующих активов с привлечением зарубежного SPV.



Источник: EEMEA: Evolution of Securitization through 2004 and Outlook for 2005: March 2005 // www.fitchratings.com

Отметим, что использование структур с зарубежным SPV предоставляет оригинатору широкий спектр возможностей. Наиболее ценными, конечно, являются возможность обходить преграды, выстроенные отечественным законодательством, а также доступ к широкой базе иностранных инвесторов. Основные характеристики моделей секьюритизации активов, в зависимости от географического положения участников сделки, представлены в Таблице 7.

Таблица 7. Сравнение основных элементов структур секьюритизации

Элемент	On-Shore Securitization	Cross-Border Future Flow Securitization	Cross-Border Existing Asset Securitization
Оригинатор	Отечественный	Отечественный	Отечественный
Должники по секьюритизируемому активу	Отечественные	Зарубежные	Отечественные
Валюта актива	Национальная	Иностранная	Национальная
Эмитент (SPV)	Отечественный	Зарубежный	Зарубежный
Валюта эмитируемых инструментов	Национальная	Иностранная	Иностранная
Система рейтинга	Национальная или зарубежная	Зарубежная	Зарубежная

Источник: www.fitchratings.com

2.1.3 Преимущества секьюритизации активов как формы привлечения финансирования

Рассмотрев объективный механизм действия секьюритизации, логичным будет охарактеризовать те преимущества, которые делают эту схему привлечения финансирования такой популярной как на развитых западных рынках, так и в развивающихся странах. Причём при характеристике преимуществ будем ориентироваться на динамично развивающуюся во всех направлениях англо-американскую модель секьюритизации.

Надо отметить, что у различных западных исследователей и практиков сложились различные, а, зачастую, и спорные мнения по данному вопросу. Однако закономерным кажется разделить все возможные преимущества для originатора секьюритизации на прямые (т.е. несущие прямую материальную выгоду) и косвенные (преимущества, не несущие прямой материальной выгоды, но оказывающие определённый положительный эффект).

1. Прямые преимущества секьюритизации для originатора.

• Уменьшение стоимости привлечения капитала для originатора.

Наличие этого преимущества считается принципиальным для принятия решения об использовании или отказе от той или иной схемы финансирования. Однако придти к выводу о реальном снижении стоимости финансирования посредством секьюритизации активов зарубежным исследователям и практикам оказалось непросто. С первого взгляда кажется, что выгода для инициатора секьюритизации налицо. Дело в том, что ценные бумаги, эмитируемые SPV по инициативе originатора чаще всего имеют значительно более высокий рейтинг, чем инструменты заимствования, эмитированные непосредственно originатором. Этому есть целый ряд причин, большинство из которых уже упоминалось:

- отсутствие кредитного риска по ценным бумагам (это обеспечивается тем фактом, что эмитентом бумаг является не originатор, а специализированное юридическое лицо, риск банкротства которого, в силу его организационно-правовых особенностей, сведён к нулю; на которое не распространяются риски операционной деятельности originатора);

- наличие дополнительной кредитной поддержки (как внутренней, так и от сторонних организаций).

Таким образом, ценные бумаги, обеспеченные активами, становятся привлекательными для инвесторов, которые в основном ориентируются на кредитный рейтинг бумаг, установленный рейтинговым агентством. Следовательно, заинтересованные инвесторы будут готовы заплатить за новые ценные бумаги SPV гораздо более высокую цену, чем, если бы это были ценные бумаги самого originатора, несущие на себе риск его обычной деятельности. Таким образом, ставки за капитал, привлечённый посредством секьюритизации, будут для originатора значительно ниже, чем при заимствовании в финансовых институтах или с помощью выпуска заёмных финансовых инструментов.

Однако в противоречие с этой концепцией вступает известная в теории корпоративных финансов *теорема Модильяни-Миллера*. Эта теорема гласит, что *структура капитала не влияет на стоимость фирмы: фирма не может увеличить свою стоимость, перейдя от одной структуры капитала к другой*. Применительно к схеме секьюритизации эту теорему можно трактовать так: *выгода, которую получит originатор, привлекая более дешёвые ресурсы под секьюритизируемые активы будет сведена к нулю удорожанием для originатора ресурсов от прямых кредиторов и инвесторов*. Т.е. любой доход от продажи «высококачественных» ценных бумаг посредством секьюритизации погашается соразмерными потерями в качестве остальных ценных бумаг, а распределение рисков и доходов фирмы не изменяет общую величину рисков и доходов. Согласно теореме, отчуждение дебиторской задолженности может вызвать увеличение требований инвесторов в отношении дохода по корпоративным ценным бумагам. В теории можно сколько угодно «нарезать» денежные потоки, но тем самым увеличивается стоимость одного типа ценных бумаг за счет уменьшения стоимости остальных⁴². Таким образом, экономический эффект от использования секьюритизации активов для привлечения средств сводится к нулю. Однако Модильяни и Миллер строят свою теорему на некоторых принципиальных допущениях, невыполнение хотя бы одного из которых ведёт к результату,

⁴² И. Барейша. Секьюритизация: причины успеха. // Рынок ценных бумаг, №6, 2004.

обратному тому, который констатируется в теореме. Эти допущения звучат следующим образом.

1). Финансовые решения не зависят от инвестиционных решений. Другими словами, решение о той или иной структуре капитала не повлияет на будущие поступления и затраты (cash flows).

2). Финансовые рынки идеальны. Это означает, что все участники рынков имеют свободный (в т.ч. бесплатный) доступ к любой интересующей их информации. Кроме того транзакционные издержки в процессе эмиссии, купли или продажи финансовых инструментов полностью отсутствуют.

3). Финансовые рынки совершенны. Т.е. для любого инструмента существуют альтернативные инструменты (субституты), свободно обращающиеся на рынке.

4). На финансовых рынках нет дискриминации между теми, кто привлекает финансирование и теми, кто его предоставляет: каждый участник рынка имеет одинаковые возможности⁴³.

В принципе утверждение теоремы Модильяни-Миллера кажется логичным, однако стоит принять во внимание, что в реальном мире выполнение всех допущений, на которых строится теорема, практически невозможно.

Так, для большинства рынков характерна информационная асимметрия. Об этом явлении заговорили с выходом в 1970 г. статьи Джорджа Акерлофа «Рынок «лимонов»: неопределенность качества и рыночный механизм». Акерлоф называет «лимонами»⁴⁴ любой товар невысокого или, точнее, неопределенного качества. На рынке таких товаров, т.е. на «лимонном» рынке, покупатель не обладает достаточной информацией, чтобы отличить хороший товар от плохого.

Также и фирма, выходящая на рынок с целью привлечения финансирования, в реальности знает о себе куда больше, нежели инвесторы. Финансовое сообщество не в состоянии адекватно оценить перспективы, потенциальный объем ответственности, качество активов многих таких фирм, причем сами они, в полном соответствии с рассуждениями Акерлофа, склонны приукрашивать существующее положение. Зная это и основываясь на своих худших ожиданиях, кредиторы предлагают «лимонную» цену за инвестиции. Таким образом, фирмы – «лимоны»,

⁴³ Claire A. Hill. Securitization: a Low-Cost Sweetener for Lemons // Washington University Law Quarterly, Winter 1996.

⁴⁴ Изначально в США «лимонами» называли некачественные автомобили.

недостаточно известные на рынке, при эмиссии обычных корпоративных ценных бумаг вынуждены выплачивать наценку, так называемую премию «лимонного» рынка⁴⁵.

По мнению Клэр А. Хилл, развивающей идеи Акерлофа применительно к рынку ценных бумаг, секьюритизация является действенным способом, чтобы избежать столь неблагоприятных последствий. Секьюритизация предполагает достижение высокого качества и ликвидности, а следовательно, инвестиционной привлекательности ценных бумаг, причем не за счет уменьшения качества остальных активов фирмы⁴⁶.

Конкретные разновидности информационной асимметрии, нарушающей логику теоремы Модильяни-Миллера на рынке ценных бумаг и пути ее использования в интересах эмитентов систематизированы Иакобуччи и Винтером в рамках теории скрытой информации⁴⁷.

(1). Первая информационная асимметрия, выделяемая этими исследователями, возникает между инсайдерами и внешними инвесторами относительно активов фирмы в целом⁴⁸.

Отмечается, что риски, связанные с обычными секьюритизированными активами - дебиторской задолженностью, инвесторам оценить легче, нежели риски, связанные с совокупностью всех материальных и нематериальных активов фирмы. Дело в том, что дебиторская задолженность, как правило, в наименьшей степени отражает специфику фирмы. Она представляет собой совокупность прав требования к третьим лицам и с момента возникновения практически не подвергается какому-либо внешнему воздействию. Инвесторам одинаково легко оценить дебиторскую задолженность как известных фирм, так и фирм-«лимонов».

Иакобуччи и Винтер предлагают обозначить дебиторскую задолженность как активы Б, а остальные активы фирмы - как активы А и предположить, что

⁴⁵ И. Барейша. Секьюритизация: причины успеха. // Рынок ценных бумаг, №6, 2004.

⁴⁶ См. Claire A. Hill. Securitization: a Low-Cost Sweetener for Lemons // Washington University Law Quarterly, Winter 1996.

⁴⁷ Edward M. Iacobucci, Ralph A. Winter. Asset Securitization and Asymmetric Information // Journal of Legal Studies, University of Chicago, January 2005.

⁴⁸ "Asymmetric Information on General Assets between Insiders and Outsiders" - Edward M. Iacobucci, Ralph A. Winter. Asset Securitization and Asymmetric Information // Journal of Legal Studies, University of Chicago, January 2005.

действительная стоимость Б известна всем инвесторам, в то время как действительная стоимость А известна только инсайдерам. Если фирма выпускает акции (equity) или иные корпоративные ценные бумаги на основе активов как Б, так и А, она предлагает внешним инвесторам разделить ее доходы (residual return) по А. Рассуждая рационально, внешние инвесторы могут принять желание инсайдеров разделить доход по А как указание на то, что этот доход может оказаться низким. Выпуск корпоративных ценных бумаг на основе активов как А, так и Б предпочтителен только для фирм, не обладающих качественными активами, так как перспектива делить с внешними инвесторами невысокие доходы не представляется инсайдерам таких фирм столь уж печальной. Соответственно, внешние инвесторы, принимая во внимание риск некачественности активов, обуславливают приобретение корпоративных ценных бумаг уплатой премии «лимонного» рынка. Секьюритизация активов Б, на которые не распространяется информационная асимметрия, позволит в нашем примере избежать описанных негативных последствий.

Дополнительным преимуществом секьюритизации активов Б является ее позитивное воздействие на стоимость всех выпущенных акций originатора. При секьюритизации инсайдеры сохраняют в своей собственности активы А, относительно которых только они располагают полной информацией. Внешние инвесторы воспринимают желание инсайдеров сохранить активы А в собственности, не взирая на относительно высокие транзакционные расходы при секьюритизации, как признак высокого качества активов А. В этой связи инвесторы склонны приобретать акции originаторов за более высокую цену, чем цена акций аналогичных фирм, не проводивших секьюритизацию.

Необходимо отметить, что ценные бумаги SPV приобретают низкорисковый характер зачастую только после присвоения им инвестиционного рейтинга специальным рейтинговым агентством. Данный этап секьюритизации имеет в теории «лимонного» рынка высокое практическое значение, поскольку присвоение рейтинга - своеобразного знака качества, широко признанной информационной оценки - способно окончательно нивелировать информационную асимметрию и избежать уплаты премии «лимонного» рынка.

(2). Вторая информационная асимметрия с точки зрения рассматриваемой теории – между инсайдерами и аутсайдерами относительно секьюритизируемых активов⁴⁹.

Эта асимметрия, согласно Йакобуччи и Винтеру, возникает не просто между менеджерами или инсайдерами и внешними инвесторами, как в предыдущем случае, а между различными классами внешних инвесторов. На самом деле для всех инвесторов характерна известная специализация. По этой причине секьюритизация активов в ряде случаев подразумевает частное размещение ценных бумаг SPV инвесторам, которые настолько хорошо информированы об их качестве, что не обращаются к услугам рейтинговых агентств.

Учитывая достаточно высокие расходы на такое размещение, только фирмы, обладающие высококачественными активами, отказываются от финансирования путем размещения корпоративных ценных бумаг на обычном рынке в пользу продажи активов специализированным инвесторам. Если некая фирма-«лимон» имеет возможность продать активы специализированным инвесторам, которые лучше информированы, чем обычные инвесторы на рынке ценных бумаг, о реальной стоимости активов, то рынок воспримет решение не предлагать активы специализированным инвесторам как сигнал их относительно невысокого качества. С другой стороны, транзакционные издержки тех фирм, которые в ходе секьюритизации продают активы специализированным инвесторам, полностью компенсируются оценкой активов по их действительной, а не «лимонной» цене. Кроме того, у обычных рыночных инвесторов складываются благоприятные для фирмы ожидания относительно цены остальных активов фирмы, которые могут быть секьюритизированы. Впрочем, следует заметить, что первое из указанных преимуществ всегда более значительно для известных и преуспевающих фирм, нежели для «лимонов»⁵⁰.

⁴⁹ “Asymmetric Information on Securitize Assets between Insiders and Outsiders”, - Edward M. Iacobucci, Ralph A. Winter. Asset Securitization and Asymmetric Information // Journal of Legal Studies, University of Chicago, January 2005.

⁵⁰ И. Барейша. Секьюритизация: причины успеха. // Рынок ценных бумаг, №6, 2004.

(3). Наконец, Иакобуччи и Винтером выделяется *третья информационная асимметрия, существующая между инсайдерами и внешними инвесторами относительно секьюритизируемых активов*⁵¹.

Логично предположить, что инсайдеры все-таки обладают более полной информацией о дебиторской задолженности, чем какие-либо внешние инвесторы и даже рейтинговые агентства. Рейтинговые агентства, которые, как правило, оценивают дебиторскую задолженность в ходе секьюритизации, не способны дать абсолютно точную оценку, так как она проводится стандартным образом и без учета определенной информации, имеющейся только у инсайдеров. К тому же в общем объеме дебиторской задолженности (а пулы требований обыкновенно значительны по размеру) тонут недостатки отдельных требований.

В то же время именно на оценку рейтинговых агентств ориентируются обычные инвесторы. Оригинаторы активов относительно высокого качества склонны в этой связи секьюритизировать их как можно в большем объеме, будучи уверенными, что конечным продуктом станут высокорейтинговые ценные бумаги. Обычные рыночные инвесторы принимают высокую степень секьюритизации за сигнал высокого качества всех активов, которые могут быть секьюритизированы. В результате инвесторы приобретают ценные бумаги на более выгодных для оригинаторов условиях, что, в свою очередь, усиливает их желание и далее секьюритизировать активы⁵².

Приведенные примеры информационной асимметрии основаны на различных исходных положениях о том, какие группы инвесторов обладают большей информацией и относительно каких именно активов существует информационная асимметрия. Все они, однако, обоснованы одной экономической закономерностью, а именно: рыночной тенденцией предоставлять активы тем инвесторам, которые обладают о них наилучшей информацией⁵³. В целом, согласно теории скрытой информации, секьюритизация объясняется разной природой и степенью описанных информационных асимметрий в отношении разных классов активов - своеобразной «асимметрией в асимметриях». Рыночные силы, стремящиеся к

⁵¹ Edward M. Iacobucci, Ralph A. Winter. Asset Securitization and Asymmetric Information // Journal of Legal Studies, University of Chicago, January 2005.

⁵² И. Барейша. Секьюритизация: причины успеха. // Рынок ценных бумаг, №6, 2004.

⁵³ Edward M. Iacobucci, Ralph A. Winter. Asset Securitization and Asymmetric Information // Journal of Legal Studies, University of Chicago, January 2005.

передаче активов инвесторам, наиболее информированным об их качестве, требуют разделения права собственности на эти классы активов.

Существует и другая точка зрения на обоснование несостоятельности Модильяни-Миллера применительно к секьюритизации активов. Исследователь проблем структурного финансирования профессор Шварц в статье «Алхимия секьюритизации» задается вопросом: является ли секьюритизация «игрой с нулевым итогом» (т.е. прибыль на стороне одного лица полностью соответствует убыткам другого лица, а общий итог «игры» равен нулю) или действительно сокращает расходы сторон.⁵⁴

Шварц в целом признает невыгодную для субъектов экономики закономерность «сохранения суммы обязательств» (*exposure conversation*) в полном соответствии с логикой теоремы Модильяни-Миллера. Согласно данному принципу, обеспеченные кредиторы (т.е. приобретатели продуктов секьюритизации активов) снижают процентную ставку, поскольку обеспечение уменьшает их риски. При этом необеспеченные кредиторы, напротив, соразмерно поднимают ставку процента, поскольку обеспечение уменьшает размер активов, за счет которых они могут удовлетворить свои требования. Таким образом, фирма не получает чистой прибыли от проведения секьюритизации. Если допустить, что в случае секьюритизации прочие (необеспеченные) кредиторы также соразмерно повысят свои требования, становится неясно, почему на практике (например, в США – одном из наиболее совершенных финансовых рынков) рынок отдает предпочтение секьюритизации активов перед секьюритизацией бизнеса (выпуском корпоративных ценных бумаг).

Фактически Шварц, так же как Хилл, Иакобуччи и Винтер, обращается к информационной асимметрии, но приходит к несколько иным выводам. Суть его доводов состоит в следующем. В соответствии с принципом «сохранения суммы обязательств» процентные ставки не изменяются в зависимости от источника финансирования. В то же время секьюритизация предоставляет принципиально новый источник финансирования - рынок капитала, процентные ставки которого систематически ниже ставок, по которым обыкновенно занимают небольшие или

⁵⁴ Steven L. Schwarcz. *The Alchemy of Asset Securitization* // *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, Fall 1994.

среднего размера фирмы. Таким образом, секьюритизация приносит чистую прибыль до тех пор, пока транзакционные издержки не превышают сумму, сэкономленную за счет уплаты меньшего процента⁵⁵. По мнению Шварца, рынок требует меньший процент, поскольку секьюритизация уменьшает расходы на сбор информации (monitoring costs) о должнике. Даже обеспеченные кредиторы, не говоря уже о необеспеченных, вынуждены контролировать деятельность и финансовое положение должника. В ходе секьюритизации дебиторская задолженность originатора продается SPV. В случае банкротства originатора требования, проданные SPV, не включаются в конкурсную массу originатора, следовательно, риск банкротства SPV сведен к минимуму. Банкротство originатора никак не отразится на возможности инвесторов получать платежи по их ценным бумагам. Поскольку источник платежей защищен от рисков originатора, необходимость контролировать финансовое положение originатора практически исчезает. Хотя риски, связанные с обслуживанием и сбором задолженности, по-прежнему требуют некоторого контроля, эти риски обычно принимаются на себя лицами, предоставляющими кредитную поддержку (credit enhancement), или инвесторами в ценные бумаги младшего выпуска, бизнес которых заключается в оценке и принятии на себя таких рисков. В то же время ничем не ослабляются и позиции необеспеченных кредиторов originатора, так как один тип активов (дебиторская задолженность) просто замещается на другой (денежные средства), а общая сумма необремененных активов, за счет которых они могут удовлетворить свои требования, остается неизменной.

Шварц делает вывод, что секьюритизация предлагает реальное снижение расходов. За счет ликвидации риска банкротства для инвесторов многие компании получают возможность оптимального использования своих наиболее ценных активов, дебиторской задолженности, получая доступ к относительно дешевому финансированию.

Надо отметить, что трактовки Шварца, а также Йакобуччи и Винтера, несмотря на различие в подходах, являются, общепринятыми. Однако существуют и другие взгляды на источник материальной выгоды для originатора в процессе

⁵⁵ Steven L. Schwarcz. The Alchemy of Asset Securitization // Stanford Journal of Law, Business and Finance, Fall 1994.

секьюритизации активов. Например, исследователь ЛоПаки в работе «Смерть ответственности», в общем развивая идеи Шварца, принимает в расчет совсем не интересы кредиторов оригинатора. По его мнению, фирмы используют секьюритизацию для того, чтобы обезопасить себя от неблагоприятных имущественных последствий судебного решения, вынесенного не в их пользу. В качестве примера ЛоПаки приводит корпорацию Еххон, которая при помощи множества секьюритизированных сделок избавлялась от всех своих активов, распределяя выручку среди акционеров в качестве дивидендов. Таким образом, у корпорации не оставалось ни активов, ни ответственности. В то же время по условиям сделок все проданные активы находились в управлении Еххон.

ЛоПаки обобщает, что рынок предпочитает компании, защищенные от неблагоприятного судебного решения, те компании, которые успешно избегают ответственности. Свидетельством такого предпочтения рынка являются меньшие затраты на финансирование. По выражению ученого, секьюритизация активов является «серебряной пулей», которая убивает ответственность⁵⁶. Те немногие попытки атаковать секьюритизационные структуры в суде при рассмотрении дел о банкротстве всякий раз терпели неудачу. И это неудивительно, учитывая широкое признание секьюритизации активов как двигателя американской экономики. ЛоПаки полагает, что преимущества секьюритизации зависят от надежности изоляции секьюритизируемых активов от конкурсной массы - в сущности, от возможности наступления ответственности. Если суды разрушат заведенный механизм секьюритизации активов, руководствуясь фактически только соображениями этики, тем самым будет нивелировано главное преимущество секьюритизации над более традиционным способом привлечения средств - эмиссией долговых обязательств.

ЛоПаки в целом оправданно характеризует секьюритизацию активов как значительное средство защиты от неблагоприятного судебного решения. Но это средство действенно в определенных обстоятельствах. Практика секьюритизации не объясняется его анализом, поскольку в результате секьюритизации доход не всегда распределяется между инвесторами, а также поскольку зачастую активы секьюритизируются вполне благополучными фирмами, такими, например, как

⁵⁶ И. Барейша. Секьюритизация: причины успеха // Рынок ценных бумаг, №6, 2004.

General Motors, для которых «убийство ответственности» отнюдь не является главенствующей целью. Кроме того, статистика показывает, что с ростом рынка секьюритизации не наблюдается смягчения требований к достаточности капитала или уменьшения сумм, тратящихся корпорациями на страхование ответственности. Хотя и не следует совершенно отвергать возможность использовать секьюритизацию для «профилактики» неблагоприятного судебного решения, данное объяснение не является всеобъемлющим⁵⁷.

Приведенные концепции Шварца и ЛоПаки имеют общий недостаток: преимущества секьюритизации, которые в них указаны, нельзя признать самодостаточными для того, чтобы побудить крупные и благополучные фирмы (чьи облигации и так высоко ценятся) секьюритизировать активы. В этой связи Шварц отмечает, что для крупных и известных фирм, ценные бумаги которых получают инвестиционный рейтинг вне зависимости от конкретного способа финансирования, секьюритизация предлагает так называемые *косвенные преимущества*, т.е. преимущества не связанные напрямую с получением материальной выгоды.

2. Косвенные преимущества секьюритизации активов.

• *Возможность привлечения средств без увеличения обязательств на балансе эмитента.*

Это преимущество для эмитента состоит в том, что обращаясь к секьюритизации активов, компания продаёт один вид активов (дебиторскую задолженность), а взамен получает другие, более ликвидные, активы (денежные средства). На балансе эмитента не появляется задолженности, которая возникла бы при эмиссии обычных облигаций или привлечении банковской ссуды. Соответственно, не меняется первоначальное соотношение между собственным и заёмным капиталом компании. Поэтому организация, привлекающая средства путём секьюритизации уже существующих активов, находится в более выигрышном положении, чем компания, привлекающая средства традиционными методами заимствования. Ведь финансовые показатели деятельности первой остаются на прежнем уровне (т.к. соотношение собственного и заёмного капитала

⁵⁷ И. Барейша. Секьюритизация: причины успеха // Рынок ценных бумаг, №6, 2004.

на балансе фактически не меняется), а второй – ухудшаются. Такие индикаторы чаще всего анализируются инвесторами и прочими контрагентами компании. Поэтому, с точки зрения оценки финансового положения, компания, привлекающая средства путём секьюритизации активов, будет иметь более устойчивые позиции.

Данное преимущество имеет особое значение для банковских организаций. Ведь, согласно Базельскому соглашению, банки обязаны поддерживать определенный объем капитала против рискованных активов. Для целей бухгалтерского учета секьюритизация в банках рассматривается как продажа активов, а не как заем. Таким образом, секьюритизация активов позволяет банку убрать часть рискованных активов со своего баланса, и, таким образом, устраняет необходимость дополнительных мер по поддержанию достаточности капитала.

- ***Увеличение ликвидности активов originатора.***

Одной из возможных целей секьюритизации активов является получение originатором более ликвидных активов взамен на менее ликвидные. Компания, имеющая дебиторскую задолженность у себя на балансе, получит денежные средства лишь через определённый период времени. Т.е. дебиторская задолженность является активом с ограниченной ликвидностью. Секьюритизация этой задолженности снимает с originатора необходимость ждать истечения срока кредитования, и обеспечивает практически моментальное поступление денежных средств, которые originатор может сразу использовать в своей текущей деятельности. Таким образом, возможность секьюритизации, превращает дебиторскую задолженность из актива с ограниченной ликвидностью в гораздо более ликвидный актив.

Ещё более показательна секьюритизация ожидаемых в будущем поступлений. Такие поступления на момент секьюритизации даже не являются активами. Секьюритизация же даёт возможность их трансформации в ликвидный актив.

- ***Возможность диверсификации активов.***

Здесь речь идёт о схеме синтетической, или немецкой секьюритизации, когда активы остаются у originатора, а не продаются SPV. Такая секьюритизация

помогает географической диверсификации капитала с захватом территорий, на которых по-другому получить заёмные средства, по тем или иным причинам, проблематично. Например, финансово-кредитные институты традиционно предоставляют ресурсы в тех районах, где привлекают депозиты. С помощью выпуска обращающихся финансовых инструментов в счёт выданных ссуд, у кредитора появляется возможность генерировать капитал, который может поступать с других территорий. Эта связь с рынками капитала расширяет спектр регионов, где кредитные институты могут привлекать капитал для предоставления новых ссуд⁵⁸.

Для нефинансовых организаций диверсификация активов по тому же принципу становится эффективным инструментом снижения риска.

- ***Дополнительная ниша на финансовом рынке.***

Шварц отмечает, что секьюритизация зачастую служит дополнительным средством финансирования. Дело в том, что на рынке может возникнуть ситуация, когда интерес инвесторов к ценным бумагам определенного эмитента удовлетворен. Тем не менее инвесторы соглашаются приобрести ценные бумаги, эмитируемые SPV, так как в результате они принимают на себя меньшие риски.

Значительную выгоду, по мнению Шварца, может принести также эмиссия SPV структурированных – «старших» и «младших» ценных бумаг. «Младшие» ценные бумаги в этом случае приобретаются специализированными инвесторами. Именно на них переносится большая часть рисков, поэтому и процентная ставка по «младшим» ценным бумагам SPV больше, чем по «старшим». Тем не менее средняя ставка процента по ценным бумагам «старшего» и «младшего» выпусков оказывается ниже ставки, которую имели бы неструктурированные ценные бумаги SPV.

- ***Больше возможностей для внешнего гарантирования эмиссии.***

Дело в том, что лицо, предоставляющее «поддержку кредита» в форме гарантии, обычно обязано иметь не меньший кредитный рейтинг, чем ценные бумаги, исполнение обязательств по которым оно гарантирует. Количество таких

⁵⁸ Statement of American Securitization Forum, February 24, 2004 // www.americansecuritization.com

высокорейтинговых гарантов, включая банки, относительно невелико, а стоимость предоставленной гарантии для originатора может быть достаточно высокой.

В то же время к инвесторам в младшие ценные бумаги SPV не предъявляется рейтинговых требований. Поддержка кредита обеспечивается за счет их первоначального инвестирования в младшие ценные бумаги, когда на вырученные средства покупается дополнительная дебиторская задолженность, увеличивающая обеспечение по старшим ценным бумагам SPV.

- ***Снижение расходов на управление активами.***

Об этом косвенном преимуществе секьюритизации говорят в своём исследовании Иакобуччи и Винтер. По их мнению, координирование расчётов с многочисленными контрагентами (дебиторами) в компаниях далеко не всегда организовано эффективно и требует значительных усилий и финансовых затрат. Такие расходы существенно сокращаются, если отслеживать не многочисленные мелкие денежные поступления по дебиторской задолженности в течение значительного промежутка времени, а продать такие активы общи пулом SPV для секьюритизации.

- ***Эффективность, которая достигается благодаря гибкости эмитируемых финансовых инструментов.***

Секьюритизация содействует эффективному размещению капитала. Успех originатора во многом зависит от инвесторов. Инвесторы ищут на рынке инструменты с приемлемым для себя соотношением риска и доходности. За более рискованные активы, инвесторы запросят в качестве компенсации более высокий процент. В своём обычном виде секьюритизация – это процесс обособления риска и «перепаковывания» его для инвесторов в различных пропорциях. Это увеличивает эффективность рынка капитала, удаляя промежуточные ступени между инвесторами и риском, который они принимают.

Возможность инвесторов варьировать характеристики ценных бумаг, обеспеченных одним и тем же пулом активов посредством использования различных техник секьюритизации делает ценные бумаги, обеспеченные активами, особенно привлекательными для инвесторов. В известном смысле,

эмитенты могут моделировать купон, срок до погашения и старшинство траншей ценных бумаг согласно конкретным потребностям инвестора (подробнее см. Пункт 2.1.). Эта гибкость вносит свой вклад в совершенствование рынка капитала, обеспечивая возможность доступа инвесторов к инструментам, наиболее точно соответствующим их интересам.

Итак, подытожим рассмотренные преимущества секьюритизации перед традиционными формами привлечения финансирования активов организации в Таблице 8.

Таблица 8. Преимущества секьюритизации активов как формы привлечения финансирования.

<i>Прямые преимущества</i>	<i>Уменьшение стоимости привлечения капитала для эмитента.</i>
<i>Косвенные преимущества</i>	<ol style="list-style-type: none"> <i>1. Возможность привлечения средств без увеличения обязательств на балансе эмитента.</i> <i>2. Увеличение ликвидности активов эмитента.</i> <i>3. Возможность диверсификации активов.</i> <i>4. Дополнительная ниша на финансовом рынке.</i> <i>5. Больше возможностей для внешнего гарантирования эмиссии..</i> <i>6. Снижение расходов на управление активами.</i> <i>7. Эффективность, которая достигается благодаря гибкости эмитируемых финансовых инструментов.</i>

2.2. ХАРАКТЕРИСТИКА ОСНОВНЫХ ВИДОВ ИНСТРУМЕНТОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ, ИСПОЛЪЗУЕМЫХ В ЗАРУБЕЖНОЙ ПРАКТИКЕ

Как уже отмечалось в Главе 1, в мире складывается тенденция к секьюритизации компаниями практически любых видов активов, которые позволяют это сделать с точки зрения технической и экономической целесообразности. Соответственно, в мировой практике существует достаточно большое количество инструментов секьюритизации. Их общее, и наиболее часто встречающееся в мировой практике, название – ABS (Asset Backed Securities). ABS

представляют собой долговые обязательства в виде облигаций, нот, коммерческих бумаг, выпущенных под будущие поступления от каких либо активов, которые могут представлять собой погашение контрагентами задолженности либо другие планируемые поступления.

Понятие ABS объединяет в себе ряд разнообразных финансовых инструментов с различными параметрами, в зависимости от характеристик актива и целей эмитента. Отметим, что как в зарубежной, так и в российской практике наиболее распространённым видом являются ценные бумаги, обеспеченные ипотечными кредитами, выделенные в отдельную группу – Mortgage Backed Securities (MBS). Однако в данной работе рассмотрим наиболее распространённые в зарубежной практике виды неипотечных ABS:

1. ABS, обеспеченные существующими активами:

- целевыми кредитами;
- лизинговыми активами;
- дебиторской задолженностью;
- задолженностью по корпоративным облигациям и ссудам (CDO/CLO).

2. ABS, обеспеченные ожидаемыми в будущем поступлениями:

- будущей выручкой;
- прочими поступлениями.

2.2.1. ABS, обеспеченные существующими активами

Особенность ABS, обеспеченных существующими активами в том, что в их основе лежат активы, реально существующие на балансе компании-оригинатора. Относительно этих активов у компании есть полная информация. Исторически эта группа ABS появилась первой.

● ***ABS, обеспеченные целевыми кредитами.***

В мировой практике внушительными кредитными портфелями владеют в основном банки и финансово-кредитные организации. Именно они являются оригинаторами при секьюритизации целевых кредитов. Секьюритизация, организуемая банками, часто, как уже упоминалось, проводится по франко-германской модели (см. Схему 2). При этом банковские активы (в форме

выданных кредитов) подразделяются на группы: по виду кредита (т.е. его целевой направленности), срокам, процентной ставке, - зависимости от целей банка, иницирующего секьюритизацию. Чаще всего каждая из групп активов секьюритизируется отдельно (так называемая секьюритизация методом pass-through). Тогда сроком выпущенных ценных бумаг будет срок погашения заёмщиками банковских ссуд, определённый в кредитных договорах, а купон по ABS будет рассчитываться исходя из процента, установленного по данному виду кредита. В зарубежной практике обычно отдельно рассматриваются такие группы непотечных кредитов, как кредиты на покупку автотранспорта, кредиты на обучение, потребительские кредиты, кредиты корпоративному сектору и пр. Причём надо отметить, что если ещё несколько лет назад в мировой практике наиболее подходящими для секьюритизации считались кредиты корпоративному сектору и индивидуальные кредиты для осуществления крупных покупок (например, автотранспорта), то сейчас всё более распространёнными становятся сделки по секьюритизации мелких потребительских кредитов. Этот актив уже набрал внушительные объёмы среди прочих банковских активов и является наиболее гибким для конструирования эмиссий ABS с характеристиками, наилучшим образом отвечающими целям originатора.

Ещё одним динамично развивающимся видом ABS в настоящее время являются ценные бумаги, обеспеченные кредитами на обучение в высших учебных заведениях (Student Loan Asset Backed Securities - SLABS). Особенно широкое распространение такие инструменты получили в США. В мировой практике SLABS, наравне с бумагами под задолженность по кредитным картам и кредитами на покупку автотранспорта, считаются привлекательными инструментами для инвесторов в фиксированную доходность. Традиционно SLABS подразделяются на группы в зависимости от характера выданного кредита. Кредиты на обучение обычно выдаются либо страхуются государственными агентствами, либо выдаются частными организациями без предоставления государственных гарантий. Характеристики SLABS, основанных на первом варианте кредитов обычно несколько лучше, чем тех, что основаны на втором, т.к. государственные гарантии повышают уровень надёжности бумаг для инвестора. Так, SLABS на базе гарантированных государством кредитов на биржевых торгах имеют по

статистике значительно меньший спрэд при биржевых котировках, чем SLABS на базе негарантированных правительством кредитов. Например, семилетний транш Салли Мэй серии 2004-5 на базе гарантированного правительством кредита в течение 2004 котировался со спрэдом 15 базисных пунктов, в то время как семилетний транш National Collegian Student Loan Trust 2004-1 на базе коммерческих кредитов – со спрэдом в 26 пунктов⁵⁹.

В целом по структуре и характеристикам SLABS часто сравниваются с ABS на базе кредитов на покупку автотранспорта. Они также являются амортизируемыми с возможностью досрочной амортизации. В мировой практике SLABS чаще всего предполагают ежеквартальные процентные и амортизационные платежи. В качестве кредитной поддержки при конструировании эмиссии SLABS, часто используется разбиение на несколько траншей, даже для кредитов с правительственной гарантией, т.к. эта гарантия может покрывать не все 100% суммы кредита. Типичное для практики США распределение на классы для гарантированных правительством SLABS может предполагать 97% «старших» бумаг с кредитным рейтингом «AAA» и 3% «младших» бумаг с кредитным рейтингом «AA». Типичная сделка с негарантированными правительством кредитами (private student loan) может состоять из «старшего» транша в размере 90-92% всего выпуска с рейтингом «AAA» и «младших» траншей более низких рейтингов и с общей долей 8-10%⁶⁰.

Например, на американском рынке (который является наиболее развитым в данной сфере) крупнейшим эмитентом SLABS является ассоциация «Салли Мэй» (Student Loan Marketing Association, Sallie Mae). Она была основана Конгрессом США в 1972 г. как федеральное агентство для обеспечения вторичного рынка для гарантированных правительством студенческих кредитов. Затем, в 1983 г. льготы для Салли Мэй как для федерального агентства были отменены, а в 1990 г. была установлена 3% ставка для заимствований Салли Мэй средств для финансирования студенческих кредитов. После этого был взят курс на полную приватизацию агентства, которая планировалась к 30 сентября 2004 г. Фактически

⁵⁹ Beth Bartlett, Mark Adelson. An Introduction to Student Loan ABS // Nomura Fixed Income Research, 26/01/2005 (www.nomura.com/research/s16).

⁶⁰ Beth Bartlett, Mark Adelson. An Introduction to Student Loan ABS // Nomura Fixed Income Research, 26/01/2005 (www.nomura.com/research/s16).

отделение Салли Мэй от федерального правительство было закончено 29 декабря 2004 г., что позволило этой теперь уже коммерческой организации войти в другие сектора рынка потребительского кредитования (например, автокредитование) и прочих услуг.

- ***ABS, обеспеченные лизинговыми активами.***

Секьюритизация этих активов получила распространение несколько позже. Сейчас она широко практикуется как эффективный инструмент привлечения финансирования фирмами-лизингодателями, которые выступают в подобных транзакциях в качестве originаторов. Традиционно подобные транзакции строятся по англо-саксонской модели (см. Схему 1). Предмет секьюритизации при этом – задолженность лизингополучателя перед лизингодателем. Подобные активы «пакуются» SPV, в соответствии с желаемыми характеристиками будущих ABS. Подобные бумаги являются чаще всего долгосрочными. Купон по ним устанавливается из расчёта периодических лизинговых платежей, размер которых фиксируется в договоре между лизингодателем и лизингополучателем. Срок погашения бумаг определяется, исходя из срока договора о лизинге.

- ***ABS, обеспеченные торговой дебиторской задолженностью.***

До недавнего времени доступ к технике секьюритизации торговой дебиторской задолженности был ограничен компаниями - голубыми фишками. Многие компании не имели возможности использовать этот инструмент вследствие низкого инвестиционного рейтинга или отсутствия нужных характеристик торговой дебиторской задолженности. Однако была смоделирована новая техника секьюритизации специально для компаний неинвестиционного класса. Такая секьюритизация обязательно проводится с использованием англо-саксонской модели (см. Схему 1). Вдобавок к общим выгодам секьюритизации, перечисленным ранее, для компаний, секьюритизирующих торговую дебиторскую задолженность есть два больших преимущества привлечения финансирования посредством секьюритизации:

- 1) привлекая финансирование посредством продажи уже существующего на балансе организации актива и получение денежных средств в

счёт дебиторской задолженности в течение нескольких дней после выставления счёта за проданные товары, потребность компании в работающем капитале резко снижается. Полученные средства могут быть снова вложены в новые проекты, вместо того, чтобы финансировать закупки покупателей;

2) не происходит разводнения капитала как при эмиссии новых акций, и не принимается дополнительного долга, т.к. от компании не требуется никаких погашений⁶¹.

Секьюритизация дебиторской задолженности для торговых компаний очень выгодно отличается от обычного заимствования. Для средней нормально развивающейся компании стоимость собственного капитала может быть равна 20% годовых. В то время как стоимость заёмных средств сильно варьируется, потому что средние компании не обладают высоким кредитным рейтингом, рынок заёмного капитала требует премию.

Так как дебиторская задолженность обычно предполагает небольшой срок погашения, средства могут привлекаться на краткосрочной основе. Этот факт, в купе с административным контролем, неотъемлемым при секьюритизации, и с используемой внешней кредитной поддержкой, позволяет трансформировать торговую дебиторскую задолженность в краткосрочные коммерческие ABS с маленьким спрэдом⁶².

Обычные издержки при организации новой эмиссии акций составляют 5-7%. Издержки при размещении собственных долговых инструментов варьируются от 2% до 4% и выше. Обычный уровень транзакционных издержек при секьюритизации торговой дебиторской задолженности варьируется в пределах 0.25-0.75%⁶³. Большинство здоровых компаний оптовой торговли с торговой дебиторской задолженностью в 50 млн. долларов могут задуматься о секьюритизации этой задолженности. Наиболее для этого подходят компании с широкой клиентской базой, небольшим убытками и сравнительно невысоким уровнем кредит-нот и претензий от покупателей.

⁶¹ A. Dayes. Trade Receivables Securitization: Capitalizing on Your Best Assets // Efficient Capital Corporation, 2004.

⁶² A. Dayes. Trade Receivables Securitization: Capitalizing on Your Best Assets // Efficient Capital Corporation, 2004.

⁶³ A. Dayes. Trade Receivables Securitization: Capitalizing on Your Best Assets // Efficient Capital Corporation, 2004.

- ***ABS, обеспеченные задолженностью по корпоративным облигациям и ссудам (CDO).***

CDO объединяют ценные бумаги, выпущенные под будущие поступления по кредитам корпоративному сектору (CLO – collateralized loan obligation) и бумаги под будущие поступления в счёт погашения облигаций (CDO – collateralized bond obligation). Оригинаторами таких транзакций являются компании – владельцы крупных портфелей обязательств в виде предоставленных ссуд или корпоративных облигаций. В международной практике чаще всего в их роли выступают крупные банки и институциональные инвесторы. Характеристики таких ценных бумаг полностью зависят от условий параметров выданных займов и приобретённых оригинатором облигаций.

2.2.2. ABS, обеспеченные ожидаемыми в будущем поступлениями

Особенность ABS, обеспеченных ожидаемыми в будущем активами в том, что активы, которые лежат в их основе, фактически не существуют на момент эмиссии ABS. Эта группа ABS стала распространяться сравнительно недавно, с усовершенствованием техник финансового инжиниринга. Дело в том, ценные бумаги, обеспеченные такими «полностью неосязаемыми активами»⁶⁴ являются более рискованными по сравнению с ABS, обеспеченными реальными активами на балансе предприятия, и требуют использования более совершенных техник защиты от риска, а также более высокой доходности.

- ***ABS, обеспеченные будущей выручкой.***

Подобная схема фактически уже рассматривалась в данной работе (см. Схему 4). Однако раньше этот механизм рассматривался с точки зрения возможности привлечения зарубежного SPV. Если абстрагироваться от этого уточнения, то мы получим общую схему секьюритизации будущей выручки. Оригинатором в данном случае является компания, которая ожидает в будущем поступление выручки от продажи товаров или услуг. Причём такая выручка может ожидаться

⁶⁴ А. Казаков. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг, №19, 2003.

как по уже заключённому контракту, так и по планируемому в будущем. ABS такого типа, скорее всего, будут иметь долгосрочный характер и нулевой купон. Надо отметить, что оригинаторами таких транзакций являются чаще всего крупные преуспевающие компании, которые имеют высокую степень доверия инвесторов.

• ***ABS, обеспеченные прочими будущими поступлениями.***

Мировая практика секьюритизации активов дошла до такой степени развития, что сейчас секьюритизироваться могут практически любые виды будущих поступлений. Всё зависит от спроса инвестора на подобные ценные бумаги. Распространённым объектом секьюритизации часто выступают страховые выплаты при наступлении страховых случаев, репатриационные платежи людей, осуществляющих трудовую деятельность за рубежом, платежи банкам-центрам международных расчётных систем, поступления по авторским правам музыкантов и писателей и т.д. Рассмотрим для примера последний из перечисленных видов секьюритизации.

Первой транзакцией по секьюритизации авторских гонораров была секьюритизация будущих поступлений на сумму 55 млн. долларов от продаж музыкального альбома Дэвида Боуи. При этой транзакции были эмитированы ценные бумаги, которые получили название «Bowie Bonds». Потом для обозначения подобных ABS стало использоваться это название как имя нарицательное. Активы, которые секьюритизируются в этих сделках обычно состоят из денежных поступлений, обусловленных наличием авторских прав на какой-либо музыкальный альбом. Часто собственности на альбом часто может одновременно принадлежать композитору, звукозаписывающей компании, исполнителю и менеджеру. Каждый из этих владельцев имеет право по-своему распоряжаться музыкальным произведением и получать за это соответствующие платежи. Для целей секьюритизации эти поступления поступают в специальный траст, исполняющий роль SPV, для последующих выплат инвесторам.

Авторские права – это права на интеллектуальную собственность, защищаемые государством и дают владельцу право распоряжаться этой собственностью (в том числе передавать авторские права другим лицам) и

получать от неё доход в течение ограниченного периода времени. Обычно это достаточно длительный период времени. Например, в США сейчас действует закон об авторских правах, принятых на федеральном уровне в 1978 году. В соответствии с этим законом, авторские права существуют 50 лет после смерти автора песни либо 78 лет с даты её написания. После истечения этого срока интеллектуальная собственность становится частью государственного имущества и при использовании произведения авторские гонорары не выплачиваются. Изначально (1997-1999 гг.) в США конструированием подобных эмиссий занималось единственное агентство Дэвида Пуллмена. Его клиентами были многие преуспевающие деятели искусства. Теперь такая практика распространена повсеместно.

2.3. ОБЗОР И ОЦЕНКА СОВРЕМЕННОЙ СИТУАЦИИ НА ЗАРУБЕЖНЫХ РЫНКАХ ABS

В настоящее время объём выпущенных в мире неипотечных ABS составляет более 2 трлн. долларов⁶⁵. Наиболее крупным рынком ABS остаются США, однако разница между уровнем развития рынка США и некоторых европейских рынков (таких как Великобритания, Франция, Италия) в части неипотечных ABS постепенно уменьшается. Большую часть рынка ABS составляют инструменты, обеспеченные кредитами, предоставленными банковскими учреждениями под различные цели. Причём наиболее динамично растут объёмы эмиссий ABS под потребительские кредиты. Около 20% всех выпущенных ABS⁶⁶ составляют ABS, обеспеченные поступлениями в счёт задолженностью по лизингу. Примерно такой же процент относится на CDO. ABS под в счёт будущих поступлений пока занимает лишь несколько процентов мировой рынка ABS, но имеет тенденцию к росту и появлению всё более экзотичных инструментов.

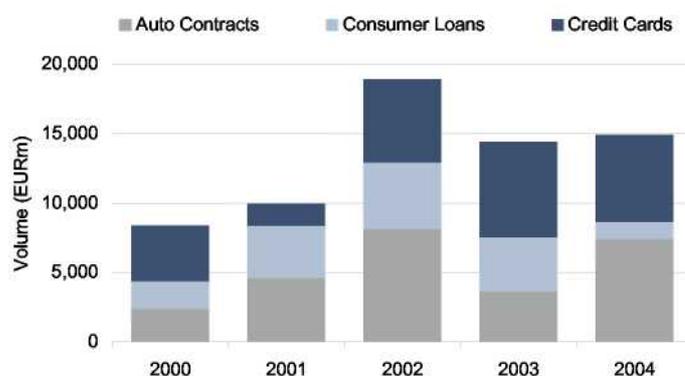
Рассмотрим упомянутые выше тенденции на зарубежном рынке ABS подробнее. Эмиссия европейских ABS, обеспеченных выданными

⁶⁵ Информационный портал www.opec.ru

⁶⁶ Statement of the American Securitization Forum, February 2004 // www.fitchratings.com

потребительскими кредитами составила в 2004 году 14.9⁶⁷ млрд. евро (что на 4% больше, чем в 2003). Здесь самым популярным активом для секьюритизации были кредиты на покупку автомобилей - 13 сделок с общим объёмом эмиссии 7.6⁶² млрд. евро. Основная часть этих сделок была совершена в Германии, Франции и Португалии. Несмотря на небольшое снижение в 2004 г., по сравнению с 2003 г. (6 млрд. евро в 2004 против 6.8 млрд. в 2003 г.), объём эмиссии ценных бумаг, обеспеченных задолженностью по кредитным картам, продолжает составлять значительную долю эмиссии ABS в 42% (см. Диаграмму 1).

Диаграмма 1. Динамика объёмов эмиссий ABS в Западной Европе, обеспеченных потребительскими кредитами за период 2000 – 2004 гг., млн. EUR



Source: Fitch

Т.к. в странах ЕЭС созданы благоприятные законодательные условия для возможности осуществления компаниями секьюритизации своих активов, основным фактором, определяющим масштабы выпуска ABS в Европе, является динамика кредитования. Согласно статистике Европейского Центрального Банка, объёмы потребительского кредитования значительно увеличились в 2004 г. (начиная с 485 млрд. евро выданных кредитов на начало года и заканчивая 514 млрд. евро на конец года). Особенно активно кредитование осуществлялось в первой половине 2004. Используя статистику European Federation of Finance House Association, Eurofinas⁶⁸, можно выделить доли отдельных субсекторов в общем

⁶⁷ Eye on Europe: The Fitch European Consumer ABS Performance Index – 2005: March 2005 // www.fitchratings.com

⁶⁸ Статистика ассоциации Eurofinas относится исключительно к деятельности её членов в различных европейских странах. Поэтому эти данные не охватывают весь сектор потребительского кредитования в каждом отдельном государстве. Однако представляется возможным использовать эти данные для

объёме потребительского кредитования. На июнь 2004 персональные ссуды и возобновляемые кредиты составляли примерно 55% всех выданных займов и кредитов. Наибольший объём кредитов по кредитным картам (которые в основном составляют категорию возобновляемых кредитов) был выдан в первой половине 2004 г. и составил 39 млрд. евро.

Рынок кредитов на покупку автомобилей напоминает рынок потребительского кредитования и, по оценкам Eurofinas, продолжит расширяться. Ярким показателем этого является, например, то, что за последний квартал 2004 г. количество купленных и зарегистрированных в Европе автомобилей личного пользования возросло на 5%⁶⁹.

Спрос европейских домохозяйств на заёмный капитал резко возрос. Одной из причин для этого стало сочетание сравнительно низкого уровня рыночной процентной ставки вместе со сравнительно высоким уровнем конкуренции между банками и прочими финансовыми институтами. Эти факторы выразились в более позитивном видении домохозяйствами собственного финансового положения. Consumer Confidence Index в Еврозоне изменился в положительную сторону (с -14.9 до -12.9 в течение 2004 г.), в то время как коэффициент безработицы уменьшился с 8.5% до 8.1%.

Несмотря на рост общего уровня потребительского кредитования в Европе, имеют собственные специфические особенности. Сравним ситуации на рынках ABS отдельных европейских стран (см. Приложения 1 - 3). Можно выделить 3 основных параметра, по которым могут отличаться эти рынки, и которые в значительной степени определяют процесс секьюритизации. Это объёмы и темпы роста потребительского кредитования, наиболее распространённые формы кредитования, законодательные рамки потребительского кредитования.

В Великобритании наибольший в Европе объём выданных потребительских кредитов. К декабрю 2004 г. он составил 183 млрд. евро⁷⁰. В настоящее время Великобритания среди европейских стран имеет наивысший показатель объёма заёмных средств на душу населения. Внушительные объёмы выданных

составления общего представления о секторе потребительского кредитования в отдельных странах, принимая во внимание то, что эти данные будут несколько занижены.

⁶⁹ По данным Европейского Центрального Банка // www.ecb.com

⁷⁰ Bank of England // www.bankofengland.co.uk

потребительских кредитов служат основой для развития секьюритизации (особенно задолженности по кредитным картам), а также для публичных обсуждений возможной ситуации «перекредитования» населения и всплеска банкротств заёмщиков. Так, в течение четвёртого квартала 2004 г. в Англии и Уэльсе было отмечено 13,013 случаев невыполнения обязательств по потребительским кредитам, что на 8% превышает предыдущий квартал и на 34.6% - аналогичный период предыдущего года.

В Нидерландах также высок уровень потребительской задолженности, но это, главным образом, за счёт внушительного рынка ипотеки. Ипотечные кредиты составляли 88% из 315.8 млрд. евро⁷¹ выданных домохозяйствам кредитов на конец 2002 г. Этот факт объясняет успех нидерландских RMBS, по сравнению с относительно небольшим количеством ABS под прочие потребительские кредиты в Нидерландах.

По показателю уровня заёмных средств на душу населения Франция и Бельгия следуют за Великобританией и Нидерландами. Объём выданных потребительских кредитов во Франции на конец декабря 2004 г. составлял 130 млрд. евро⁷², в Бельгии на конец июня 2004 г. – 13.2 млрд. евро⁷³. Однако возможности роста этого сектора кредитования в Бельгии ограничены строгими законодательными требованиями. В свою очередь рынок потребительского кредитования Франции контролируется национальными банками и их специализированными подразделениями⁷⁴, что затрудняет вход на рынок иностранных конкурентов.

В Германии объём выданных потребительских кредитов достиг 67 млрд. евро на конец июня 2004 г., что крайне немного из расчёта на душу населения страны. Согласно Cards International, немецкие потребители более склонны к овердрафтам, чем к специфическим кредитным продуктам. Несколько сделок по секьюритизации были инициированы за последние несколько лет во Франции, Бельгии и Германии, но заметного роста секьюритизации потребительского кредита в ближайшее время в этих странах не предвидится.

⁷¹ Cards International

⁷² Banque de France // www.banque-france.fr

⁷³ Eurofinas // www.eurofinas.org

⁷⁴ Подразделение Cetelem банка BNP Paribas, FranFinance от банка Societe Generale, Sofinco от банка Credit Agricole.

В Италии хорошо развит рынок потребительского кредитования. Объём потребительских кредитов (без учёта ипотечных кредитов), выданных членами Eurofinas к июню 2004 г. составлял 49 млрд. евро. Эта сумма равномерно распределена между кредитами на покупку автомобилей и прочими необеспеченными потребительскими кредитами. Возобновляемые кредиты, однако, занимают совсем небольшую долю в общем объёме размещаемых потребительских кредитов. Компании MBNA и Capital one, занимающие кредитными картами, недавно вошли на итальянский рынок в надежде на прибыль от будущего роста. Согласно данным Cards International, Италия – один из наименее развитых рынков кредитования посредством кредитных карт в Западной Европе – 0.22 кредитной карты на 1 взрослого человека населения, по сравнению с 1.5 карты на 1 человека в Великобритании на конец 2003 г.

Испания, Португалия, Греция можно объединит в отдельную группу, которая характеризуется относительно неразвитыми рынками потребительского кредитования, но высоким потенциалом роста этого рынка. Цифры испанского рынка потребительского кредитования (без учёта задолженности по кредитным картам) резко возраси: согласно данным Eurofinas, объём выданных кредитов возрос на 23%, а новых кредитов – на 31% в течение первой половины 2004 г. Объём размещённых потребительских кредитов в Португалии вырос от 8.7 млрд. евро в декабре 2003 до 9.0 млрд.⁷⁵ к концу 2004 после скачка до 9.6 млрд. в апреле 2004 г. Потребительское кредитование в Греции достигло высоких темпов роста в последние годы, особенно в сфере ипотечного кредитования и займов по кредитным картам. Объёмы потребительского кредитования возросли с 5.5 млрд. евро в 2000 г. до 14.2 млрд. евро⁷⁶ к маю 2004. В Греции пока сравнительно низок уровень потребительского заёмного капитала на душу населения, однако, по прогнозам, он может скоро сравняться со среднеевропейским уровнем при сохранении сегодняшних темпов роста. Основные игроки на рынке потребительского кредитования Греции – местные банки, включая EFG Eurobank Ergasias, Alpha Bank и Национальный Банк Греции, а также некоторые иностранные финансовые институты, такие как французская компания Cetelem.

⁷⁵ Bank of Portugal // www.bportugal.pt

⁷⁶ Bank of Greece // www.bankofgreece.gr

Вторым интересным критерием анализа различных рынков потребительского кредитования является сравнение продуктовой структуры этих рынков. Основываясь на статистических данных по зарубежным рынкам, целесообразно будет всё потребительское кредитование разделить на кредиты на покупку личного автотранспорта, кредиты на прочие личные нужды. Второй сегмент, в свою очередь, включает в себя персональные ссуды; возобновляемые (револьверные) кредиты (основная масса осуществляется посредством кредитных карт); кредиты, оформляемые в торговых точках. Доля каждого из перечисленных продуктов различается для каждого отдельного государства.

В Германии, Португалии и Испании объёмы кредитования покупки автотранспорта больше, чем кредитов на прочие личные нужды⁷⁷. Причиной этого может быть гибкость существующих схем наличной оплаты товаров ежедневного потребления, а также большая склонность к использованию дебетных карт и неохота населения вступать в кредитные отношения. Во всех перечисленных странах устоявшиеся местные кредитные компании, а также новички пытаются изменить ситуацию с той или иной долей успеха. Сейчас это отражается в технологиях выпуска ABS. В Германии, например, с 2002 года не было ни одной публичной секьюритизации задолженности по потребительским кредитам⁷⁸. Сделки секьюритизации в Португалии обычно основываются на пуле смешанных активов с преобладанием кредитов на покупку автотранспорта. Испанские ABS пока хорошо сбалансированы между кредитами на покупку автотранспорта и кредитами на прочие личные нужды.

С другой стороны, кредит на личные нужды активно развивается в странах, таких как Великобритания, Франция и Греция. Однако и здесь есть свои особенности. В Великобритании гораздо больше, чем где бы то ни было в Европе, развит сектор кредитования посредством выпуска кредитных карт. Согласно данным Datamonitor, в Великобритании обращается более 55% кредитных карт из 155 млн. карт, выпущенных в Западной Европе. Большинство карт, выпущенных во Франции, являются дебетными, а сложность вступления новых игроков на

⁷⁷ Eurofinas // www.eurofinas.org

⁷⁸ Eye on Europe: The Fitch European Consumer ABS Performance Index – 2005: March 2005 // www.fitchratings.com

рынок кредитования по кредитным картам говорит, что эта ситуация вряд ли изменится в ближайшее время. Согласно данным Cards International, потребительские кредиты по кредитным картам в 2004 г. насчитывали более 50% объёма рынка потребительского кредитования и росли быстрее, чем кредиты на покупку автотранспорта.

Что касается эмиссий ABS, обеспеченных кредитами, предоставленными на обучение в высших учебных заведениях, то здесь бесспорным лидером является США, а европейские страны лишь производят попытки воспроизведения американской практики. В настоящее время американское агентство Салли Мэй является эмитентом SLABS на сумму более 98 млрд. долларов студенческих кредитов 7 миллионов заёмщиков. Доля доходов от гарантированных правительством кредитов составляет 60% доходов организации. Салли Мэй эмитирует SLABS на базе как гарантированных, так и не гарантированных правительством кредитов. В 2004 г. Салли Мэй осуществила 12 эмиссий на общую сумму около 26 млрд. долларов. Единственным видом необеспеченных правительством кредитов среди всех упомянутых были кредиты на четырёхлетнее обучение в колледжах и школах профессионального образования.

Несмотря на то, что Салли Мэй остаётся основным эмитентом SLABS, существуют и другие компании, активно выпускающие эти бумаги. Среди них College Loan Corp, Collegiate Funding Services, U.S. Education Loan Trust, the Education Lending Group и Student Loan Consolidation Center (см. Приложение 4).

2004 г. был рекордным с точки зрения объёмов эмиссий SLABS. В течение года было осуществлено 34 эмиссии общим объёмом 43 млрд. долларов⁷⁹. Из них примерно 85% приходится на кредиты по федеральной программе, т.е. с правительственной гарантией, и 15% - на остальные виды студенческих кредитов. Причём отмечается тенденция более динамичного развития сектора коммерческого кредитования обучения, не имеющего федеральной поддержки. Это, например, можно проследить на примере деятельности крупнейших организаций-эмитентов таких SLABS. Одной из них, как уже упоминалось ранее, является FMC (First Marblehead Corporation). За второй квартал 2005 г. FCM

⁷⁹ Beth Bartlett, Mark Adelson. An Introduction to Student Loan ABS // Nomura Fixed Income Research, 26/01/2005 (www.nomura.com/research/s16).

послужила посредником при выдаче кредитов, не связанных с федеральными программами, на сумму 560 млн. долларов, что на 55% превышает уровень этого показателя за аналогичный период 2004 г. По данным той же организации, что объём кредитов, готовых к секьюритизации во втором квартале 2005 г. составлял 450 млн. долларов, что на 66% превышает уровень аналогичного периода прошлого года⁸⁰. Эксперты говорят о вероятности того, что в скором будущем именно эти кредиты по большей части будут ложиться в основу SLABS.

Таким образом, можно сделать вывод, что ABS занимают значительную долю финансового рынка США и стран Западной Европы. Особенности рынка каждого отдельного государства зависят от множества субъективных факторов, однако, общая картина ясна: развитые зарубежные рынки накопили богатый опыт секьюритизации активов. Количество подобных транзакций продолжает расти, а механизмы – усложняться и совершенствоваться. Наиболее значимое место на зарубежных рынках неипотечных ABS сейчас занимают бумаги, обеспеченные целевыми кредитами, лизинговыми активами, торговой дебиторской задолженностью, обязательствами по корпоративным кредитам и облигационным займам, а также различными видами будущих денежных поступлений.

Рассмотрев опыт секьюритизации активов, накопленный развитыми странами, интересно сравнить его с российскими реалиями и проанализировать возможности воспроизведения зарубежной практики в российских условиях.

⁸⁰ Beth Bartlett, Mark Adelson. An Introduction to Student Loan ABS // Nomura Fixed Income Research, 26/01/2005 (www.nomura.com/research/s16).

ГЛАВА 3. РАЗВИТИЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ В РОССИИ

3.1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ РАЗВИТИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ В РОССИИ

Потребность в секьюритизации и развитие этого процесса в стране во многом определяется экономической средой. В мае 2004 суверенный рейтинг России был поднят рейтинговым агентством Fitch с «BB-» до «BB+». Одной из причин этого Fitch называет исключительно сильный макроэкономический подъём и осмотрительную политику, начиная с 2000 г. В Таблице 9 ниже представлены ключевые индикаторы российского экономического развития, в том числе динамично растущий в реальном выражении ВВП, уменьшающиеся темпы инфляции, возрастающий уровень монетизации экономики и растущий уровень внутреннего и внешнего финансирования.

Таблица 9. Динамика макроэкономических показателей России за период 2001 – 2005 гг.

Показатели	2001	2002	2003	2004	2005 (прогноз)
Рост ВВП в реальном выражении (%)	5.1	4.7	7.3	6.5	5.0
Инфляция (%)	21.7	15.8	13.8	11.0	9.0
Обменный курс (RUR/USD)	29.2	31.4	30.7	29.0	28.5
«Широкие» деньги (M2), % от ВВП	23.7	26.2	29.8	36.6	43.2
Публичный долг (% от ВВП)	49.3	42.5	33.7	26.5	23.2
Валютные резервы (млрд. USD)	36.3	48.3	78.4	100.0	109.2

Источник: Госкомстат, ЦБРФ, MoF, IMF, FitchRatings

Такие оптимистичные показатели экономического развития, с точки зрения экспертов Fitch, способствуют возникновению и развитию явления секьюритизации активов в России⁸¹.

Более частными факторами, определяющими направление развития секьюритизации в стране, являются тенденция к росту объёмов самих активов, пригодных для секьюритизации, а также развитие законодательной базы, обеспечивающей возможность осуществления соответствующих действий. Рассмотрим сначала первый из этих факторов.

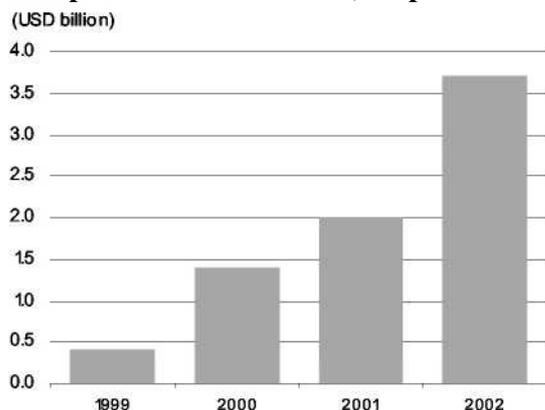
⁸¹ Russia: The Next Major Securitization Frontier? : 10 June 2004 // www.fitchratings.com

Очевидно, что даже в условиях стабильного экономического роста не все группы активов будут накапливаться одинаково динамично. Соответственно, из всех активов с большей вероятностью будут секьюритизированы наиболее однородные и большие по объёмам. Охарактеризуем возможность использования для секьюритизации основных активов, присутствующих на российском рынке.

1. Коммерческий лизинг.

Индустрия лизинга в России динамично развивается (см. Диаграмму 2). Этому есть два объяснения: во-первых, объективная потребность замены устаревших производственных фондов в промышленном секторе; во-вторых, недостаточные объёмы банковского финансирования, что делает лизинг фактически единственно доступным средством финансирования деятельности малых и средних предприятий.

Диаграмма 2. Динамика объёма российского рынка лизинга за период 1999 – 2002 гг., млрд. USD



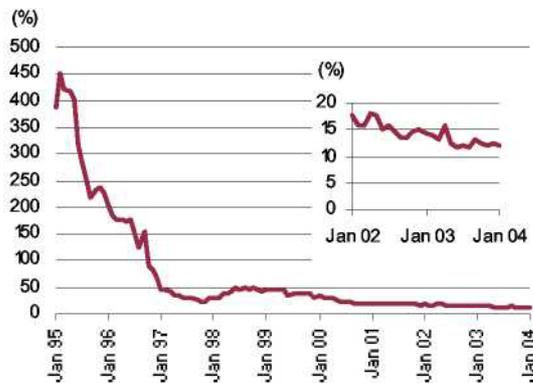
Источник: www.fitchratings.com

Однако, несмотря на растущий спрос, дальнейшее развитие российских лизинговых компаний может сдерживаться недостатком доступа к средне- и долгосрочному финансированию. Это ведёт к потенциальной диспропорции между активами и пассивами лизинговых компаний и обуславливает возможность проведения секьюритизации активов. Однако это будет возможно, только когда лизинговые компании будут в состоянии предоставить необходимую ретроспективную информацию относительно своих активов, что является одним из основных условий проведения секьюритизации.

2. Потребительские кредиты.

В долгосрочной перспективе потребительское кредитование потенциальный источник активов для секьюритизации. Банковские активы в мировой практике формируют значительную базу для секьюритизации, среди банковских активов в России потребительские кредиты растут сейчас наиболее динамично. Потребительский кредит становится особенно привлекательным в условиях снижения процентных ставок (см. Диаграммы 3, 4), что отражается в растущей склонности российского населения приобретать бытовое оборудование и домашнюю электронику в кредит.

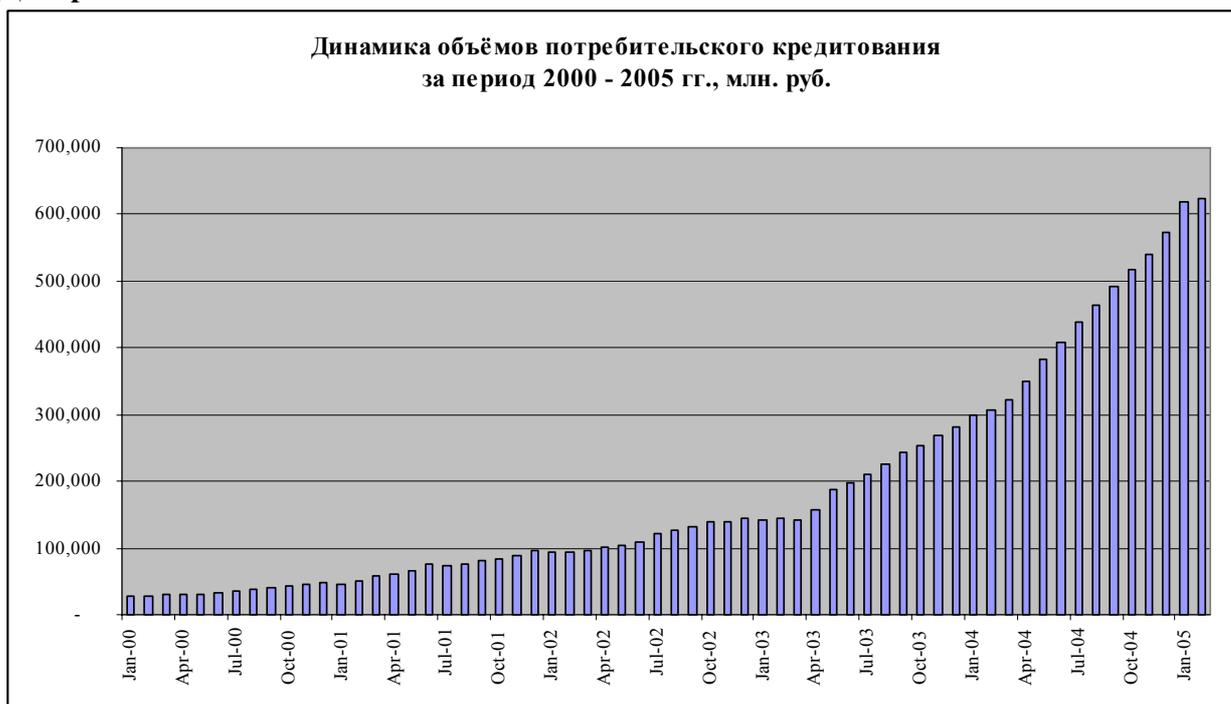
Диаграмма 3. Динамика ставок потребительского кредитования в России за период 1995 – 2004 гг., %.



Источник: Bloomberg

Целая группа российских банков определяют основным направлением развития своего бизнеса потребительское кредитование. Некоторые из них работают в сотрудничестве с такими крупными розничными торговыми сетями как IKEA и M Video.

Диаграмма 4.



Источник: ЦБРФ (www.cbr.ru)

По мере роста удельного веса потребительских кредитов в активах российских банков, эксперты Fitch прогнозируют повышение интереса банков в секьюритизации пулов потребительских кредитов. Однако подготовка необходимых источников информации о своих активах, необходимой для инвесторов в будущие ABS, займёт какое-то время.

3. Кредиты на покупку автотранспорта.

За период с 1990 г. по настоящее время количество владельцев личного автотранспорта в России как минимум удвоилось. Спрос на «автокредиты» следует за спросом других видов потребительского кредитования, что даёт возможность растущему среднему классу населения приобретать дорогостоящие автомобили.

Так же как и в случае с потребительским кредитованием на российском рынке существует конкуренция между организациями за возможность предоставления такого кредита. Возросший спрос и предложение позволяет ожидать, что «автокредиты» в будущем станут распространённым активом для секьюритизации в России. Однако подготовка необходимых источников

информации о своих активах, необходимой для инвесторов в будущие ABS, несколько отдалит этот момент.

4. CDO.

Напомним, что CDO объединяют ценные бумаги, выпущенные под будущие поступления по кредитам корпоративному сектору (CLO – collateralized loan obligation) и бумаги под будущие поступления в счёт погашения облигаций (CDO – collateralized bond obligation). Соответственно, для развития данного инструмента на российском рынке определяющим фактором является уровень развития рынков прямого банковского кредитования юридических лиц, а также ситуация на рынке корпоративных облигаций.

Надо отметить, что на данный момент в России банковское кредитование в целом развивается с достаточно устойчивыми темпами роста (Диаграмма 5).

Диаграмма 5.

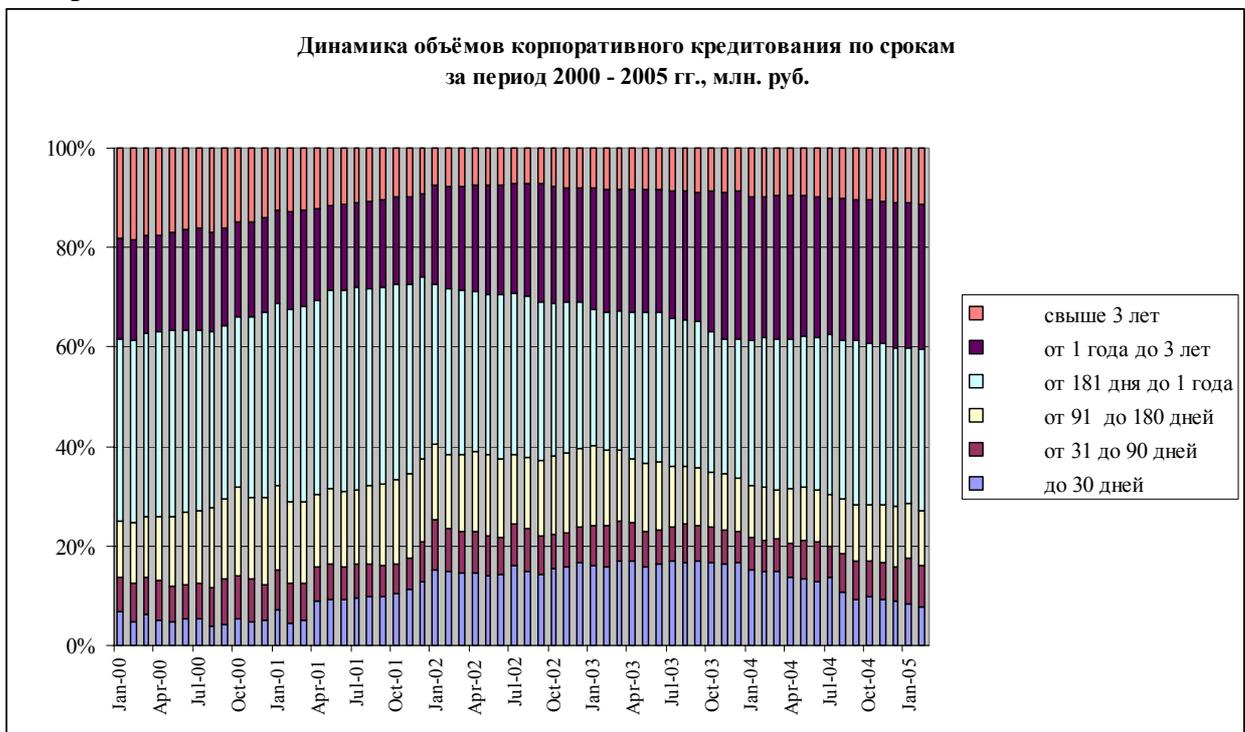


Источник: ЦБРФ (www.cbr.ru)

Однако здесь важны не только темпы роста (которые, кстати, по оценкам Fitch, являются пока недостаточными для развития рынка CLO), но и срочность кредитов, предоставляемых банками корпоративному сектору. Логично, что чем

выше сроки кредитования, тем больше возможностей для конструирования полноценных финансовых инструментов. Однако в России, как видно из Диаграммы ниже, на настоящий момент около 60% кредитов, выданных банками корпоративному сектору, имеют срок до погашения не более года. Из них около половины выданы на срок менее полугода; и лишь около 10% всех кредитов корпоративному сектору имеют срочность более 3-х лет. А тенденция к увеличению сроков кредитования корпоративного сектора, судя по данным ЦБРФ, хоть и присутствует, но остаётся крайне слабой.

Диаграмма 6.



Источник: ЦБРФ (www.cbr.ru)

Российские банки в будущем могут начать выпуск CDO при условии значительного увеличения объёмов кредитования корпоративных заёмщиков как посредством прямых кредитов (в том числе имеет значение и срочность кредитов), так и приобретая облигации корпоративных эмитентов.

Кроме того важную роль для развития практики использования CDO в России играет ситуация на российском рынке корпоративных облигаций. Этот рынок в России сейчас динамично развивается и, по оценкам аналитиков Fitch, имеет большие перспективы роста. Однако пока рынок корпоративных облигаций в

России развит недостаточно для того, чтобы дать возможность инвесторам формировать однородные по составу и внушительные по объёму портфели, которые затем могут быть успешно секьюритизированы (см. Диаграммы 7, 8). А, принимая во внимание то, что в зарубежной практике облигации стали служить предметом секьюритизации хронологически позже, чем уже упомянутые активы, то модно сделать вывод, что вопрос о широком распространении CDO (по крайней мере, в части СВО) в российской практике пока носит долгосрочный характер.

Диаграмма 7. Соотношение объёмов еврооблигаций, выпущенных российскими эмитентами на Февраль 2004.

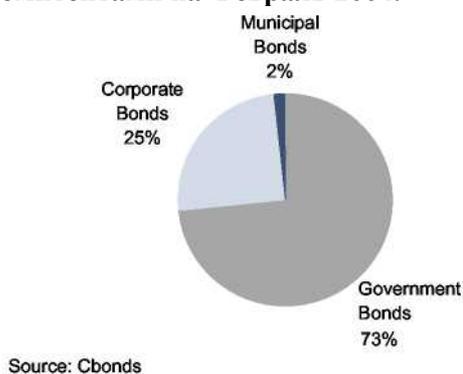
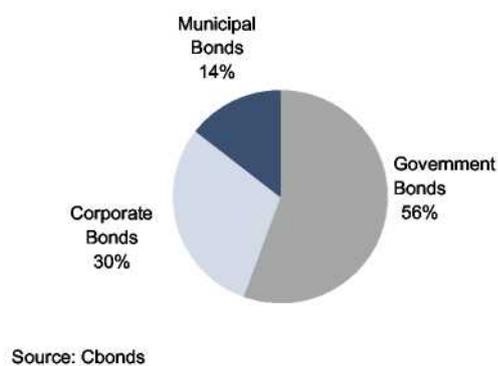


Диаграмма 8. Соотношение объёмов облигаций, выпущенных российскими эмитентами на Февраль 2004.



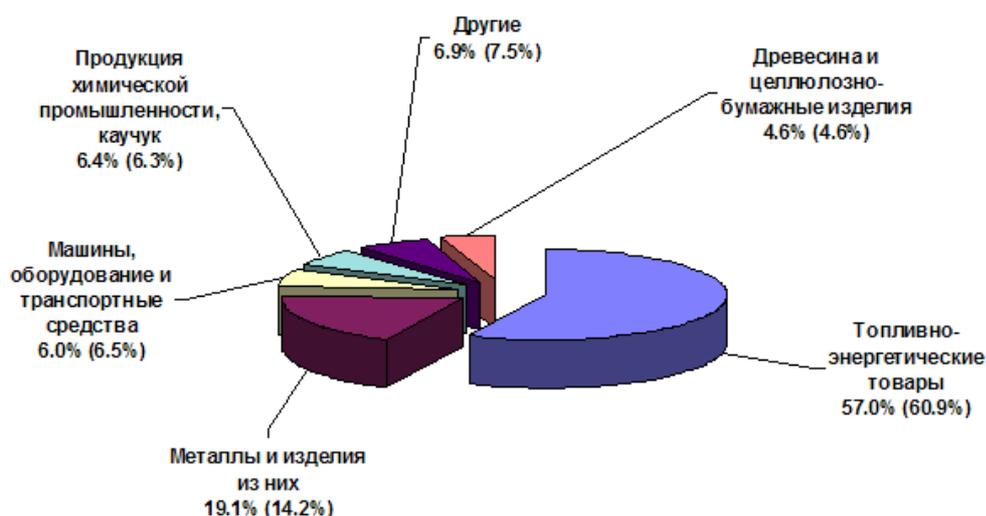
5. Будущие поступления денежных средств.

Как уже отмечалось, секьюритизация именно этих «активов» наиболее популярна в странах с развивающейся экономикой. Россия не является исключением. На данный момент ABS российских originаторов, имеющие рейтинг международных рейтинговых агентств, основаны именно на будущих поступлениях денежных средств (подробнее см. Пункт 3.3.).

Для России, впрочем, как и для большинства развивающихся стран (см. Диаграмму), возможность секьюритизации будущих поступлений связана в основном с валютной выручкой компаний – экспортёров природного сырья. И это неудивительно. Рост российской экономики в последнее время обусловлен экспортом природных ресурсов крупными корпорациями. Природные ресурсы составляют порядка 80% российского торгового экспорта (см. Диаграмму 9 и Приложение 5). Основная их часть – продукты топливно-энергетического комплекса (60% европейского экспорта природного газа). Таким образом, у

российских компаний – признанных в мире экспортёров нефтепродуктов – появляется реальная возможность привлечения средств путём секьюритизации ожидаемой экспортной выручки.

Диаграмма 9. Товарная структура экспорта России в страны вне СНГ в 2004 г. (в 2003 г.)
(по данным таможенной статистики)



Источник: www.budgetrf.ru

Поэтому одним из первоначальных источников возможных транзакций по секьюритизации могут быть поступления от экспорта. Торговая дебиторская задолженность – одна из форм финансирования экспорта, которая уже использовалась в российской практике как обеспечение для синдицированных кредитов. Операции с будущими экспортными поступлениями до сих пор сдерживаются положениями валютного и налогового контроля (подробнее см. Пункт 3.2. «Юридические аспекты развития секьюритизации активов в России»), однако, сейчас всё же появляется тенденция к смягчению законодательных ограничений. Поэтому для российских компаний-экспортёров постепенно открывается возможность реализации подобных схем на практике. Первопроходцем в данной области уже стал «Газпром», выпустивший в 2004 г. ноты, обеспеченные будущими поступлениями по экспортным контрактам (подробнее см. Пункт 3.3.). Вскоре после удачного размещения эмиссии «Газпрома» о планируемой в 2005 г. году эмиссии нот под залог своей экспортной

выручки на сумму 200 – 300 млн. долларов заявил «Русал»⁸². Эти примеры ярко свидетельствуют о том, что в России намечается тенденция динамичного развития секьюритизации экспортной выручки. И можно с большой долей вероятности предположить, что именно это направление секьюритизации будет преобладать в ближайшей перспективе.

Однако кроме экспортной выручки, в российской практике становится возможной секьюритизация будущих поступления из-за рубежа в финансовые институты в счёт оплаты услуг этих институтов в том случае, если, например, они являются расчётными центрами крупных международных сетей по выпуску пластиковых карт и других подобных услуг. Об этом свидетельствует удачный опыт «Росбанка», осуществившего в 2004-2005 гг. эмиссии облигаций, обеспеченных будущими поступлениями в счёт упомянутых поступлений (см. Пункт 3.3.). Однако данный пример вряд ли может означать начало динамичного развития в России секьюритизации банковских активов подобного вида. Для такого развития в стране, как минимум, должна существовать устойчивая банковская с крупными финансовыми институтами, предоставляющими соответствующие услуги на постоянной основе. Пока же российский банковский сектор контролируется государственными банками, а также финансовыми институтами, принадлежащими крупнейшим финансово-промышленным группам. 60%⁸³ депозитов вкладчиков до сих пор размещены в Сбербанке, который фактически остаётся государственным банком. Несмотря на то, что в России функционирует около 1,300 банков, фактически на рынке только 20 из них, контролируя 60% суммарных банковских активов. Для присвоения выпущенным ABS международного рейтинга, рейтинговые агентства будут оценивать текущую деятельность. Оценка текущей деятельности банка может превышать местный рейтинг банка (одна из основных целей проведения секьюритизации) лишь при благоприятной комбинации следующих таких факторов как доля банка в общих показателях деятельности банковского сектора страны; уровень поддержки, который может быть получен от третьих сторон, например, акционеров банка⁸⁴. Ясно, что в России же пока немногие банки могут получить благоприятные оценки

⁸² www.innov.ru

⁸³ www.fitchresearch.com

⁸⁴ www.fitchratings.com

по этим критериям. Таким образом, опыт «Росбанка», будучи ценным для российской практики, является скорее исключением. Конечно, подобные транзакции будут находить применение с развитием российского банковского сектора в целом, но это, скорее, вопросы долгосрочной перспективы, чем ближайшего будущего.

3.2. ЮРИДИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РАЗВИТИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ В РОССИИ

Рассмотрим теперь проявление в России второго из уже упомянутых факторов развития секьюритизации активов. Это правовые основы, существующие в государстве, которые могут либо содействовать макроэкономическим предпосылкам, либо, наоборот, тормозить их проявление.

Существует несколько юридических аспектов, определяющих направление развития секьюритизации активов в России. Они касаются практически каждого элемента механизма секьюритизации, который представлен в Главе 2. Рассмотрим наиболее значимые из них.

1. Юридические вопросы организация SPV в России.

Ключевым механизмом нивелирования риска при секьюритизации активов является создание независимого, не подвергаемого банкротству специализированного юридического лица (SPV) (подробнее см. Главу 2).

Традиционно Спецюрлицо создается как траст и выполняет посреднические функции между оригинатором и инвесторами. Главная цель Спецюрлица - покупка активов у оригинатора, их обособление в пуле, эмиссия и распространение ценных бумаг, обеспеченных этим пулом активов. Такие требования предъявляются к Спецюрлицу, чтобы исключить риск его банкротства, в том числе и добровольного банкротства. Российское законодательство не допускает создания юридического лица в форме траста. Попытка введения данного института в российское законодательство в 1993 г. не увенчалась успехом

и была подвергнута критике как крайне неудачная и чуждая отечественной системе права⁸⁵.

По действующему российскому законодательству для осуществления функций Спецюрлица (т.е. SPV) могут быть использованы такие организационно-правовые формы, как открытое акционерное общество, закрытое акционерное общество, общество с ограниченной ответственностью. Для секьюритизации при использовании данных форм необходимо обеспечить невозможность добровольного банкротства и ликвидации Спецюрлица, а также не допустить слияния Спецюрлица с иным предприятием либо иных форм реорганизации. Однако российское законодательство не допускает установления в учредительных документах Спецюрлица запрета на реорганизацию, а также добровольную ликвидацию. Введение подобного запрета может быть признано судом недействительным как ограничивающее права участников Спецюрлица по участию в управлении компанией². Возложение на Спецюрлицо обязанности по недопущению добровольного банкротства также будет юридически недействительным. Законодательство устанавливает объективные критерии, при которых имеет место банкротство юридического лица и соответственно Спецюрлицо будет вправе обратиться с заявлением о добровольном признании его банкротом. Ещё одним неудобством организации SPV в организационно-правовых формах, согласно российскому законодательству, являются установленные лимиты на выпуск долговых инструментов АО и ООО, что ограничивает масштабы действий SPV⁸⁶.

Кроме того, в зарубежной практике транзакции по секьюритизации активов строятся таким образом, чтобы быть нейтральными с точки зрения налогообложения либо обеспечить максимальную прозрачность налогообложения, что ограничит потери originатора. В России это пока недостижимо, т.к. российские SPV, учреждаемые в форме АО или ООО, в отличие от зарубежных трастов, неизбежно становятся плательщиками налога на прибыль, согласно Главе 25 НК РФ. Это увеличивает затраты originатора и усложняет структуру сделки.

⁸⁵ М. Мельникас, Е. Сушкова. Правовые вопросы применения секьюритизации активов в России // Рынок ценных бумаг, №3, 2003.

⁸⁶ Russia: The Next Major Securitization Frontier: June 2004 // www.fitchratings.com

2. Правовые возможности реализации концепции «true sale» в России.

Одним из наиболее существенных требований к сделкам по секьюритизации активов, направленным на защиту интересов инвесторов, является требование об обеспечении «действительной продажи» активов («true sale»). В целом действительную продажу активов можно определить как такую передачу Спецюрлицу активов, которая всегда будет бесспорной и юридически действительной, даже в случае последующего банкротства (неплатежеспособности) originатора. Следовательно, бесспорными и действительными должны быть как основание передачи (договор об уступке прав требований, договор факторинга и т.д.), так и последствия такой передачи (недопущение включения в конкурсную массу при банкротстве originатора прав требования, которые уже были переданы Спецюрлицу). Российское законодательство на настоящий момент не обеспечивает выполнение этих условий.

Традиционная схема секьюритизации, которая была рассмотрена в Главе 2, чаще всего предполагает установление долгосрочных отношений между originатором и Спецюрлицом, предполагающих передачу большого количества денежных требований в течение длительного времени. Иными словами, задолженность передается «оптом», т.е. не по отдельному требованию, а по группе требований, нередко без их индивидуализации. В этом случае весьма затруднительным может быть определение конкретных требований, подлежащих передаче. В отдельных случаях определить содержание и объем передаваемых требований невозможно, например, когда речь идет о передаче прав требования по еще не заключенным договорам. По российскому праву «неточное» определение передаваемых требований может иметь крайне негативные последствия для действительности передачи таких требований. Российские суды придерживаются позиции, согласно которой при отсутствии точного определения конкретного передаваемого требования договор цессии (факторинга) не может считаться заключенным в связи с отсутствием условия о предмете договора. С возможностью существования «оптовых уступок» тесно связан и вопрос об оценке действительности уступки «будущих активов». Однако в настоящее время российские суды часто расценивают договоры по уступке «будущих» прав как

незаключенные, отмечая, что уступить можно только существующее право требования, поскольку объем передаваемых прав определяется на момент передачи⁸⁷. Несмотря на то, что положения Гражданского Кодекса о факторинге прямо предусматривают возможность уступки права на получение денежных средств, которое возникнет в будущем, даже наиболее либеральные сторонники возможности уступки «будущих активов» указывают, что в отсутствие определенной договорной и правоприменительной практики условия договора факторинга желательно формулировать более четко.

Кроме того, в рамках секьюритизации предполагается, что Спецюрлицо станет обладателем соответствующих прав требований, в то время как обязанности, вытекающие из соответствующих договоров, по-прежнему будет нести оригинатор. Длительное время российские суды не допускали возможности подобной уступки, утверждая, что уступка права требования предполагает передачу «выходящим» из обязательства лицом не только прав, но и всех соответствующих обязанностей по обязательству⁸⁸. Несмотря на недавнюю либерализацию позиции судов в отношении возможности уступки части требований, условия, при которых такая уступка допускается, фактически исключают возможность секьюритизации задолженностей по долгосрочным договорам (например, секьюритизацию экспортной выручки): уступка требования в рамках делящегося договорного правоотношения допускается, если уступаемое требование является бесспорным, возникло до его уступки и не обусловлено встречным иском. Следовательно, оригинатор сможет передать Спецюрлицу лишь существующее право требования в связи с уже исполненным им обязательством. Это усложняет передачу оригинатором прав требования по долгосрочным договорам до исполнения соответствующих обязанностей (например, уступка экспортером прав на получение экспортной выручки до осуществления им поставки соответствующей партии товара).

⁸⁷ М. Мельникас, Е. Сушкова. Правовые вопросы применения секьюритизации активов в России // Рынок ценных бумаг, №3, 2003.

⁸⁸ М. Мельникас, Е. Сушкова. Правовые вопросы применения секьюритизации активов в России // Рынок ценных бумаг, №3, 2003.

3. Исключение риска банкротства SPV в России.

Основное требование к передаче активов состоит в том, что в случае начала процедуры банкротства против originатора на активы, переданные Спецорлицу, невозможно было бы обратить взыскание (bankruptcy-remote transfer). С учетом норм действующего российского законодательства о банкротстве, обеспечить выполнение подобных требований не представляется возможным. Отказ от исполнения сделок originатора.

Во-первых, в соответствии с положениями действующего ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)», внешний управляющий в течение трех месяцев с даты введения внешнего управления вправе отказаться от исполнения договоров и иных сделок originатора при условии, что такие сделки не были исполнены сторонами полностью или частично, препятствуют восстановлению платежеспособности originатора или если исполнение originатором таких сделок повлечет за собой убытки по сравнению с аналогичными сделками, заключаемыми при подобных обстоятельствах.

Во-вторых, действующее законодательство также устанавливает, что сделки, совершенные originатором с отдельным кредитором или иным лицом после принятия арбитражным судом заявления о признании originатора банкротом и (или) в течение шести месяцев (или 3 лет, если originатор – банковская организация), предшествовавших подаче заявления о признании originатора банкротом, могут быть признаны судом недействительными, если указанные сделки влекут за собой предпочтительное удовлетворение требований одних кредиторов перед другими⁸⁹. Таким образом, получается, что проданные SPV активы, по российскому законодательству, не становятся автоматически защищенными от банкротства originатора, как это предполагается в зарубежной практике, а могут быть присоединены к конкурсной массе, если они были проданы шесть месяцев для небанковской организации и до трёх лет назад для банка.

Таким образом, вывод напрашивается сам собой: в настоящее время российская законодательная база не достаточно разработана для полноценного развития механизма секьюритизации аналогично тому, который в США и

⁸⁹ Федеральный Закон № 127 от 26 октября 2002 г. «О несостоятельности (банкротстве)».

Западной Европе уже несколько лет назад называли двигателем экономики. Без совершенствования законодательства в России аналогичное развитие секьюритизации активов как новой выгодной формы привлечения финансирования будет невозможно. Бесспорно, важным шагом вперёд на пути к оптимизации правового климата стало принятие ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах». Однако в сравнении с зарубежной практикой этот закон остаётся крайне несовершенным. Во-первых, намного целесообразнее представляется, вместо издания узкоспециализированного закона, касающегося одного вида ABS, принятие базового законодательного акта о секьюритизации активов. В зарубежной практике подобные законы утверждают основополагающие концепции эмиссии ABS любого вида. Иначе становится не совсем понятно, чем могут руководствоваться экономические субъекты, принявшие решение секьюритизировать активы, отличные от ипотечных кредитов, и смогут ли они вообще осуществить подобные действия.

Во-вторых, ясно, что данный закон несовершенен и с точки зрения его экономического содержания. Справедливости ради, надо отметить, что в законе «Об ипотечных ценных бумагах» вскользь упоминается конструкция «ипотечного агента», но его нельзя назвать полноценным SPV. В лучшем случае это прообраз будущего SPV. Поэтому в российской схеме секьюритизации ипотечных кредитов, закреплённой в законе, активы остаются на балансе originатора (как правило, обычного коммерческого банка). Поэтому никакого отделения активов, обеспечивающих ИЦБ, от других активов originатора не происходит, а к рискам, связанным с самими активами, добавляются всевозможные риски самого originатора. Упомянутая в законе концепция использования отдельного баланса для активов обеспечения ИЦБ представляется практически нереализуемой. Вряд ли главный бухгалтер originатора, будет пытаться в конце каждого квартала сдавать несколько различных балансов от имени одной компании. В мире пока никому не удалось по-настоящему отделить активы каким-либо другим образом, как только через их продажу (true sale) посторонней организации (например, SPV)⁹⁰. Другая российская законодательная попытка повысить надёжность обеспечения ИЦБ через выведение активов из конкурсной массы в случае банкротства

⁹⁰ Г. Суворов. О вреде ипотечной компании (записки автомобилиста) // www.opes.ru

оригинатора тоже мало что дает. Надо отметить, что до сих пор никто не разрешил полностью вывести активы обеспечения ИЦБ из конкурсной массы банкротства, речь идет только о том, к какой очереди их можно будет отнести. Во-вторых, в законе совершенно не учитывается фактор времени. Банкротство в России, как, впрочем, и везде в мире, дело судебное и небыстрое, оно может длиться годами. Кто в этот период будет обслуживать ипотечные кредиты и кто, вместо банкрота, будет платить держателям ИЦБ, в законе не поясняется.

Это лишь некоторые видимые недостатки ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах». Конечно, данный закон – это важный этап на пути развития секьюритизации активов, однако он нуждается в совершенствовании. Тем не менее, хочется надеяться, что этот закон станет, пусть не совсем корректным, но шагом на пути к созданию фундаментальной законодательной базы по секьюритизации активов.

Из всего сказанного следует, что единственным способом проведения секьюритизации активов, доступным для российских компаний, является секьюритизация поступлений из-за рубежа, с привлечением зарубежных участников (см. Главу 2). Дело в том, что при таких схемах сделка, в части организации SPV, обеспечения действительной продажи активов, а также полной независимости SPV от деятельности originатора, может регулироваться законодательством соответствующего государства. Соответственно, несовершенства российского законодательства (вернее, его отсутствия в части неипотечных ABS), препятствующие совершению такой сделки, будут нейтрализованы.

Однако и для таких транзакций есть косвенные препятствия, обусловленные опять же несовершенными нормами российских законов. Например, несмотря на многочисленные реформы в налоговом законодательстве, в нём остаются моменты, делающие привлечение средств посредством секьюритизации будущих экспортных поступлений менее выгодными для российских компаний. Представим себе ситуацию, когда российский экспортёр заключает долгосрочный контракт с зарубежным импортёром на поставку какого-либо товара. Он продаёт права требования будущей задолженности зарубежной компании зарубежной же организации SPV. Это становится основанием формирования у российского

оригинатора крупной задолженности по НДС. Однако, в соответствии с ст.176 НК РФ, оригинатор будет вправе возмещать расходы по НДС «путём зачёта (возврата) на основании отдельной налоговой декларации»⁹¹, т.е. при фактических поставках товара зарубежному покупателю, что делает такую схему более затратной для оригинатора.

Кроме того, надо отметить, что сама схема секьюритизации будущих поступлений из-за рубежа с привлечением иностранных участников стала, с точки зрения российского валютного регулирования, возможна не более года назад. В недавнем прошлом 100% экспортной валютной выручки российских компаний должна была возвращаться в Россию по специальным транзитным счетам в уполномоченных российских банках в течение 90 дней с даты оформления таможенной декларации. Кроме того, определённый процент валютной выручки должен был конвертироваться в рубли в течение 7 дней после поступления на транзитный счёт. Это не давало возможности организовывать процесс оплаты через оффшорные (зарубежные) счета, что является одним из эффективных средств защиты экспортных операций от иска. В конце 2003 года в России было принято новое законодательство, направленное на либерализацию режима валютного контроля, большинство изменений по которому вступило в силу в июне 2004 г. Одним из нововведений, по этому законодательству, стала возможность использования экспортной дебиторской задолженности для оплаты определённых зарубежных долгов, номинированных в валюте и сроком до погашения более двух лет⁹² (см. Приложение 6).

Подводя итоги сказанному, отметим, что в настоящее время в России открыты реальные возможности только для одного вида секьюритизации активов – это секьюритизация ожидаемых в будущем поступлений из-за рубежа с привлечением зарубежного SPV. В России существуют объективные экономические и правовые условия для развития подобных транзакций. Особым толчком здесь стала либерализация норм валютного законодательства, о которой упоминалось выше. Доказательством тому служат первые в российской практике транзакции по секьюритизации, осуществлённые в 2004 г., практически сразу

⁹¹ НК РФ, Раздел VIII, Гл. 21, ст. 176, п. 4.

⁹² В соответствии с ФЗ №173 «О валютном регулировании и валютном контроле» от 10 декабря 2003 г.

после утверждения новых норм валютного законодательства. Это секьюритизация будущей выручки по экспортным контрактам «Газпрома» и эмиссия нот «Росбанка» под залог будущих поступлений из-за рубежа в качестве расчётов за выполнение функций расчётного центра международной системы расчётов по пластиковым картам.

3.3. ХАРАКТЕРИСТИКА РЕАЛЬНЫХ ПРИМЕРОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ В РОССИИ

Итак, с момента либерализации валютного законодательства в июне 2004 г., в России было осуществлено две дебютные транзакции по секьюритизации будущих поступлений из-за рубежа, получившие международный рейтинг. Рассмотрим структуру этих сделок и особенности эмитированных финансовых инструментов и оценим их, с точки, используя подходы международных рейтинговых агентств для оценки надёжности и эффективности механизма подобных транзакций и эмитированных ABS.

3.3.1. Секьюритизация будущей экспортной выручки «Газпрома»

Газпром (с рейтингом «BB» Fitch) был первой компанией, которая воспользовалась данным преимуществом. Он инициировал сделку по секьюритизации своей будущей экспортной выручки, которая получила рейтинг выше рейтинга эмитента – «BBB-». Объектом данной транзакции стала будущая экспортная выручка Газпрома от двух высокорейтинговых западноевропейских компаний – поставщиков газа, Gasunie из Нидерландов и ENI из Италии. Первоначальная эмиссия по этой программе была осуществлена в июле 2004 г., её объём 1.25 млрд. долларов с фиксированным купоном 7.2%.

Таблица 10. Основные параметры эмиссии ABS «Газпрома».

Оригинатор: ООО «Газэкспорт»

Рейтинг сделки S&P's: BBB-

Объём эмиссии: 1.25 млрд. USD

Купон: 7.2%

Срок: 15.5 лет (дата погашения 1 февраля 2020 г.)
WAL/Модифицированная дюрация: 7.4 года/5.4 года
Обеспечение: будущая выручка от контрактов ООО Газэкспорт с двумя западноевропейскими корпорациями на экспортную поставку газа
Должники по контрактам: N. V. Nederlandse Gesunie (Нидерланды) и ENI SpA (Италия)
Менеджеры проекта: ABN-AMRO, Merrill Lynch International, Morgan Stanley
Траст (держатель нот): ABN-AMRO Trustees Ltd.
Обслуживающий и расчётный банк: ABN-AMRO Bank (Люксембург)
Рейтинги участников сделки: РФ (foreign currency BB+/stable, local currency BBB-/stable); ОАО Газпром (BB-/Developing/--); N. V. Nederlandse Gesunie (AAA/Negative/A-1+); ENI SpA (AA/Stable/A-1+).

Транзакция построена как займ ОАО Газпрома, эмитированный через SPV и обеспеченный поступлениями в счёт текущей и будущей дебиторской задолженности по двум контрактам на поставку газа. Контракты заключены между ООО Газэкспорт (торговым подразделением Газпрома) и западноевропейскими компаниями N. V. Nederlandse Gesunie (Нидерланды) и ENI SpA (Италия). В транзакции используется dual-assignment структура, которая защищает интересы инвесторов в случае, если Газпром будет не в состоянии вовремя и полностью выполнить обязательства по займу. Транзакция построена таким образом, чтобы дать возможность trustee поощрять платежи по нотам, соглашаясь на получение причитающихся сумм в рублёвом выражении. Рубли, в свою очередь, будут немедленно конвертироваться в доллары (или евро) с использованием специального банковского механизма конвертации для осуществления debt service платежей по нотам. Срок отдельных серий нот может варьироваться в зависимости от срока контрактов, положенных в их основу. Программа позволяет выпускать дополнительные серии нот, обеспеченных задолженностью Газпрому в пределах максимального суммарного объёма в 3.6 млрд. USD.

Основные моменты, которые послужили причиной присвоения эмиссии рейтинга более высокого, чем рейтинг эмитента, в соответствии с методикой S&P⁹³, следующие.

⁹³ S&P Research. New Issue: Gazprom International S. A. // Standard and Poor's, 12.11.2004.

1. Показатели деятельности Газпрома, которые оцениваются S&P's как благоприятные, особенно принимая во внимание ведущее место среди газодобывающих (30-летний запас сырья) и экспортирующих (60% европейского экспорта газа) компаний и устойчивое функционирование на протяжении значительного периода времени, включая кризисный 1998 г.

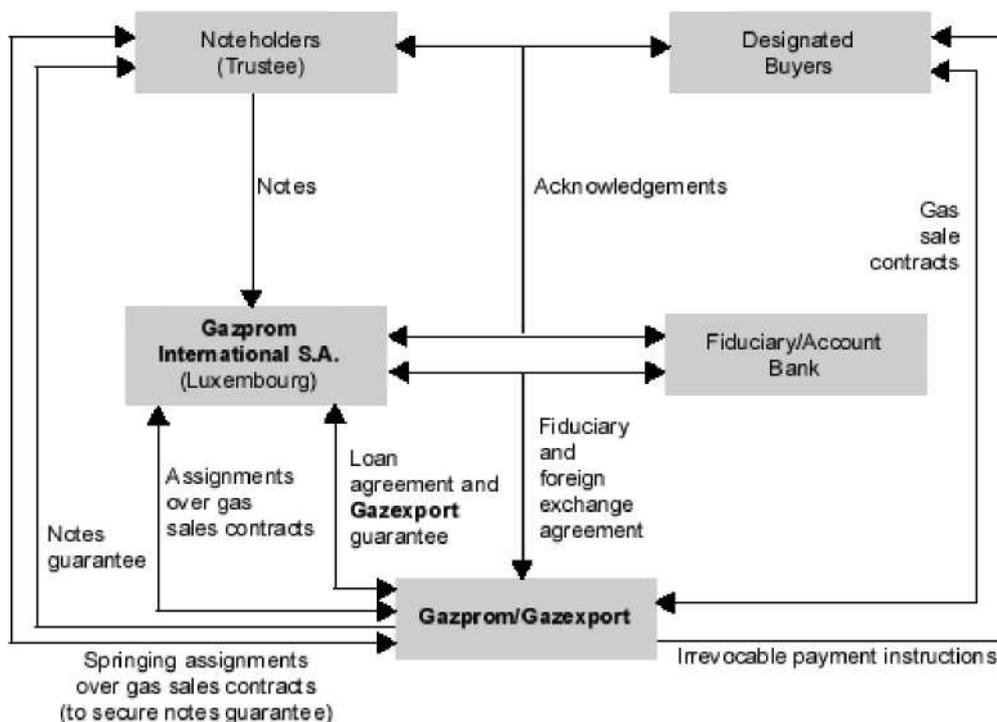
2. Планы по дальнейшему наращению объёмов экспорта. Т.к. государства накладывает ограничения на цены на газ на внутреннем российском рынке, единственной возможностью Газпрома для наращения выручки является увеличение объёмов экспорта газа, что и планирует осуществлять компания в будущем.

3. Отсутствие серьёзных конкурентов. В настоящее время Газпром занимает 85% в общем объёме добычи природного газа в России.

4. Наличие зарубежного счёта расчётов с покупателями. Использование этого счёта, который контролируется попечителем – банком ABN-AMRO, куда будут поступать платежи от контрагентов, в соответствии с заключёнными контрактами, исключает возможность того, что средства не будут направлены инвесторам в счёт погашения обязательств.

Подробный механизм транзакции виден на Схеме 6.

Схема 6. Механизм секьюритизации будущей экспортной выручки «Газпрома» (2004 г.)



Источник: S&P Research. New Issue: Gazprom International S. A. // Standard and Poor's, 12.11.2004

3.3.2. Секьюритизация будущих потоков по кредитным картам «Росбанка»

Транзакция «Росбанка» была осуществлена осенью на 2004 г. Особенность выпуска Росбанка заключается в том, что он стал первым выпуском российского эмитента в другом секторе ABS, обеспеченных будущими потоками по кредитным картам. Краткие сведения о транзакции представлены в Таблице 11.

Таблица 11. Основные параметры эмиссии ABS «Росбанка».

Эмитент: Russia International Card Finance S.A.

Оригинатор: ОАО АКБ «РОСБАНК»

Обеспечение: поступления по оплаченным ваучерам платежных систем Visa и MasterCard

Рейтинги выпуска: Ba3/B+ (Moody's/Fitch)

Объем: 225 млн. долл.

Дата размещения: 3 ноября 2004 г.

Дата погашения: 24 сентября 2009 г.

Купонная ставка: 9 3/4% годовых

Периодичность купона: ежеквартально

Амортизация: нарастающими выплатами ежеквартально после однолетнего льготного периода

Цена размещения: 100% номинала

Доходность при размещении: 9,75% годовых

Средняя продолжительность при размещении (average life): 3,3 год

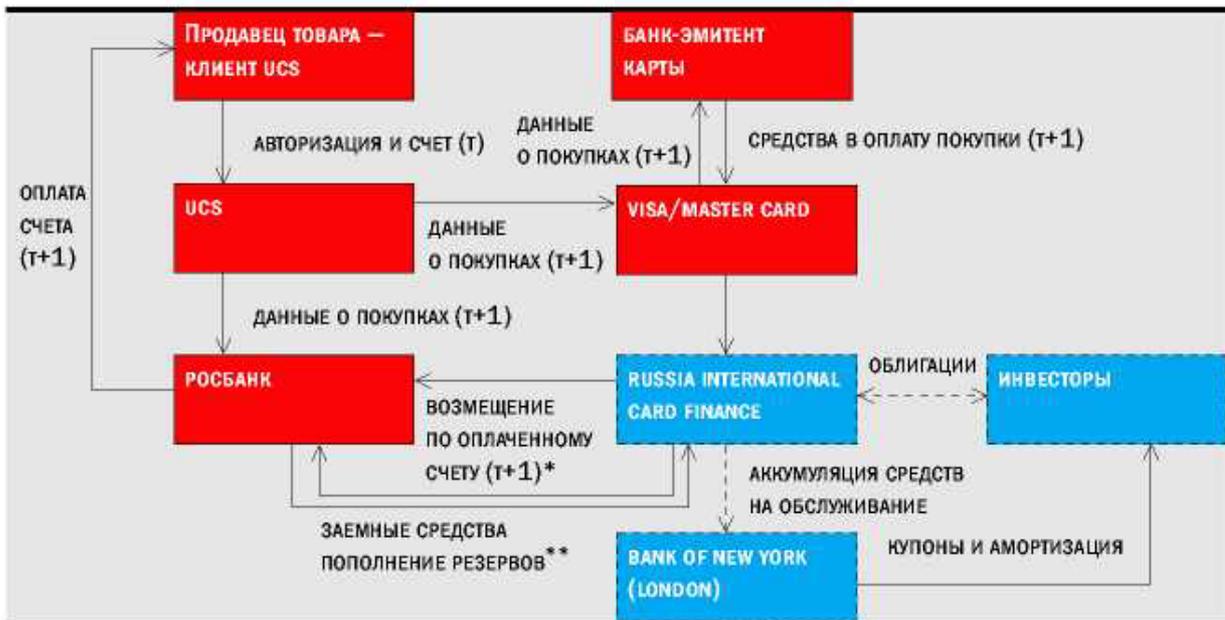
Регулирующее право: Великобритания и штат Нью-Йорк

Лид-менеджеры: CSFB, Merrill Lynch

Остановимся на структуре выпуска «Росбанка» подробнее. Ключевую роль в обеспечении выпуска играет ЗАО «Компания Объединенных Кредитных Карт» (*United Card Service, UCS*), полностью контролируемая холдингом «Интеррос». *UCS* — крупнейшая в России процессинговая компания по обработке платежей, совершаемых в системах *VISA, MasterCard, Diners Club, JCB* и *American Express*. История *UCS* начинается в 1969 г., когда в бывшем СССР начали проводиться первые платежи по картам иностранных туристов. В настоящее время по внутрироссийским транзакциям доля *UCS* превышает 50% проводимых платежей, а по платежам, совершенным с картами зарубежных банков, *UCS* обслуживает более 90% всего потока. «Росбанк» выполняет функции эксклюзивного расчетного банка *UCS*, и именно через него проходят платежи от банка — эмитента карты (со счета ее держателя) к предприятию торговли или сферы услуг, которое приняло к оплате соответствующую карту. В данном выпуске обеспечением служат только требования по сделкам, в которых эмитентами карт являются зарубежные банки, а сами карты используются в платежных системах *Visa, MasterCard* и *Maestro* (в тех пунктах, которые обслуживаются *UCS*). При этом условия обслуживания самой карты для клиента банка-эмитента не важны: это может быть и кредитная, и дебетовая карта, и любой гибридный продукт. Когда держатель карточки оплачивает с ее помощью покупку товаров или услуг, то после авторизации покупки создается так называемый *merchant voucher* — счет за поставленный товар или услугу. В конце рабочего дня информация о проведенных сделках обрабатывается в *UCS* и до 11 часов утра следующего дня передается соответствующей платежной системе (*Visa* или *MasterCard*) и «Росбанку», который оплачивает продавцу товаров или услуг произведенную операцию.

Именно в этот момент и создается тот актив, который является обеспечением выпуска – права требования по оплаченным счетам продавцов. Платежная система в свою очередь передает информацию о покупке банку – эмитенту карты, производящему соответствующий платеж. Эти средства сначала поступают платежной системе, а от нее – возмещаются «Росбанку». Движение информации и денежных потоков при карточных расчетах показаны на Схеме 7.

Схема 7. Механизм секьюритизации поступлений по пластиковым картам Росбанка (2004 г.)



Источник: П. Гришин. Облигации, обеспеченные будущими потоками по кредитным картам // Рынок ценных бумаг, № 23, 2004.

Потоки от платежных систем направляются в пользу специально созданного юридического лица — компании *Russia International Card Finance (RICF)*, которая одновременно является эмитентом облигаций и полностью контролируется попечителем выпуска — *Bank of New York (London)*. Средства для обслуживания облигаций аккумулируются на счете *RICF* в *BONY*, и «Росбанку» переводится только та часть платежей, которая не потребуется для выплат инвесторам. При этом важно, что сами платежные системы, эмитент и попечитель расположены вне территории РФ. Данное условие позволяет значительно снизить российские риски: средства, которые являются обеспечением выпуска, ни на одном этапе не оказываются под российской юрисдикцией. Итак, подверженность подобной

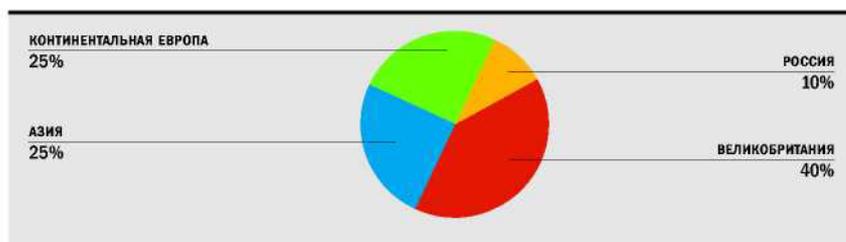
структуры суверенным рискам России существенно ограничена, однако сохраняются другие риски:

- риск сокращения потоков, обеспечивающих заем,
- кредитный риск «Росбанка» (поскольку без его «исходного» платежа продавцу товаров или услуг право требования возмещения к платежной системе, очевидно, не может возникнуть).

Указанные риски в выпуске в некоторой степени нивелируются, в том числе, механизмом ускоренной амортизации, который активизируется при значительном сокращении покрытия платежей по долгу карточными потоками либо при понижении рейтинга заемщика ниже B1 (*Moody's*). Наличие этих и некоторых других механизмов дополнительной кредитной защиты позволило добиться более высоких рейтингов для размещенного выпуска, чем рейтинги самого «Росбанка». И *Moody's*, и *Fitch* оценили кредитное качество сделки на одну ступень выше, чем кредитоспособность «Росбанка». Данный факт стал своего рода рекордом на уровне развивающихся финансовых рынков: по аналогичным выпускам, размещавшимся эмитентами из Бразилии и Турции, рейтинг сделки совпадал с рейтингами эмитента в национальной валюте. Объем выпуска составил 225 млн. долл., что является довольно крупным показателем по сравнению с дебютными выпусками других эмитентов из развивающихся стран с аналогичной структурой (см. Приложение 7).

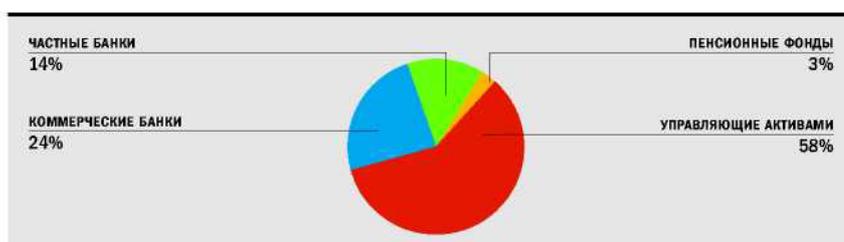
При этом изначально заем позиционировался на уровне 150 млн. долл., однако к моменту окончания формирования книги заявок спрос превысил 400 млн. долл., что дало возможность существенно увеличить объем займа, сохраняя при этом значительную переподписку. Наличие неудовлетворенного спроса позволило выпуску удачно выйти на вторичный рынок, где уже в первый день обращения цены превысили номинал на 1/4 процентного пункта. География размещения и структура инвесторов представлены на Диаграммах 10 и 11.

Диаграмма 10. География размещения эмиссии ABS «Росбанка».



Источник: П. Гришин. Облигации, обеспеченные будущими потоками по кредитным картам // Рынок ценных бумаг, №23, 2004.

Диаграмма 11. Структура инвесторов в ABS «Росбанка».



Источник: П. Гришин. Облигации, обеспеченные будущими потоками по кредитным картам // Рынок ценных бумаг, №23, 2004.

Кроме того, «Росбанк» стал первым частным российским банком, которому удалось привлечь финансирование на международном рынке капитала на 5 лет. Все размещенные до этого выпуски других негосударственных банков из России имели меньший срок погашения (чаще всего 3 года).

3.3.3. Перспективы и направления дальнейшего развития секьюритизации в России

Рассмотрев транзакции по секьюритизации активов, осуществлённые в России, можно сделать вывод о том, что российские компании уже сейчас активно стремятся к использованию новых источников финансирования. Успешность дебютных выпусков ABS в России характеризуется следующими чертами:

- высокая надёжность и инвестиционная привлекательность ABS (в обоих случаях эмитированные ценные бумаги получили более высокий инвестиционный рейтинг, чем рейтинги оригинаторов);

- возможность привлечения больших объёмов заёмных средств под сравнительно низкий процент;

- привлечение займов без увеличения обязательств на балансе originаторов;

- привлечение финансирования на длительные сроки;

- широкая база инвесторов и диверсификация активов.

С каждым новым шагом, направленным на либерализацию экономико-правовой базы, секьюритизация активов в России переходит на новую ступень развития. Поэтому крупные российские компании, нарастив достаточные объёмы активов (что, в принципе, является вопросом близкой перспективы), будут готовы к их секьюритизации.

Подытожив уже рассмотренные вопросы, можно выделить те шаги, которые необходимо осуществить в России, чтобы создать условия развития секьюритизации активов:

1. Нарастание компаниями объёмов соответствующих активов (это проблема разрешимая и, скорее всего, будет нивелирована уже в течение нескольких лет).

2. Совершенствование законодательства и устранение правовых препятствий (что является комплексным вопросом более долгосрочного характера). Причём это касается целого комплекса законодательных актов:

- Общего законодательства, определяющего терминологию и основные характеристики процесса секьюритизации активов любого вида;

- Гражданский Кодекс РФ (в части определения организационно-правового статуса SPV);

- Законодательство о банкротстве (в части формирования конкурсной массы для возможности совершения реальной продажи originатором активов);

- Валютное законодательство (в части возможности осуществления действий с поступлениями из-за рубежа);

- Налоговый Кодекс РФ (в части обложения налогом на прибыль и НДС по экспортным операциям).

Основные же направления развития секьюритизации неипотечных активов в России будут следующими.

1. В краткосрочной перспективе, скорее всего, будут активно инициироваться сделки по секьюритизации ожидаемых поступлений из-за рубежа. Этого с большой вероятностью можно ожидать от крупных российских компаний – экспортёров природных ресурсов, т.к. именно они имеют на данный момент внушительные пулы подходящих для секьюритизации активов, неплохое, с точки зрения рейтинговых агентств, финансовое состояние и доверие иностранных инвесторов (например, «Русал» уже объявил о намерении осуществления секьюритизации, подобно «Газпрому», в течение 2005 г.). Возможны также, но с несколько меньшей вероятностью, попытки повторения российскими финансово-банковскими организациями опыта «Росбанка».
2. В долгосрочной перспективе в России можно ожидать всплеск эмиссий ABS, обеспеченных потребительскими и корпоративными кредитами, а также эмиссий CDO. Однако это будет возможно только при выполнении перечисленных выше мер по либерализации законодательных норм.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Итак, секьюритизация активов является на данный момент одним из наиболее перспективных направлений развития финансового инжиниринга и корпоративных финансов. Основные отличительные характеристики данного механизма раскрыты в его определении. Секьюритизация - это трансформация относительно неликвидных в данный момент активов хозяйствующего субъекта в ликвидные и запуск их в оборот посредством эмиссии ценных бумаг, обеспеченных этими активами. Причём секьюритизироваться могут очень разные активы. Главное – чтобы они обладали необходимыми для этого характеристиками:

- однородность;
- надёжное обеспечение;
- стандартизированная законодательная база;
- стандартизированные условия обслуживания;
- прозрачность с точки зрения кредитного и статистического анализа.

В зарубежной практике секьюритизация получила широкое распространение уже в середине прошлого века. Поэтому к настоящему моменту иностранными практиками разработан целый ряд схем, наиболее точно отвечающих интересам инициаторов секьюритизации активов. Каждая из них имеет специфические особенности, однако, общие преимущества секьюритизации активов перед другими формами привлечения следующие:

- уменьшение стоимости привлечения капитала для originатора;
- возможность привлечения средств без увеличения обязательств на балансе originатора;
- увеличение ликвидности активов originатора;
- возможность диверсификации активов;
- дополнительная ниша на финансовом рынке;
- больше возможностей для внешнего гарантирования эмиссии;
- снижение расходов на управление активами;
- эффективность, которая достигается благодаря гибкости эмитируемых финансовых инструментов.

Мировой рынок неипотечных ABS достигает в настоящее время внушительных размеров (2 трлн. долларов). В то же время в России этот рынок пока не сформирован в силу слабого развития транзакций по секьюритизации активов российскими компаниями. Такая ситуация в стране сложилась в силу объективных причин – неразвитости экономической и правовой базы в стране. Поэтому для того, чтобы возможность секьюритизации активов стала открыта для российских компаний, необходимо выполнение следующих условий:

1. Создание условий для наращивания компаниями объёмов соответствующих активов
2. Совершенствование законодательства и устранение правовых препятствий. Это касается целого комплекса законодательных актов:
 - общего законодательства;
 - Гражданского Кодекса;
 - законодательства о банкротстве;
 - валютного законодательства;
 - Налогового Кодекса РФ.

Основные же направления развития секьюритизации неипотечных активов в России будут следующими. В краткосрочной перспективе, скорее всего, будут активно инициироваться сделки по секьюритизации ожидаемых поступлений из-за рубежа. В долгосрочной перспективе в России можно ожидать всплеск эмиссий ABS, обеспеченных потребительскими и корпоративными кредитами, а также эмиссий CDO. Однако это будет возможно только при выполнении перечисленных выше мер по либерализации законодательных норм.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

I. Законодательные акты Российской Федерации:

1. Гражданский Кодекс Российской Федерации;
2. Налоговый Кодекс Российской Федерации;
3. Федеральный Закон № 152-ФЗ от 11 ноября 2003 г. «Об ипотечных ценных бумагах»;
4. Федеральный Закон № 127-ФЗ от 26 октября 2002 г. «О несостоятельности (банкротстве)»;
5. Федеральный Закон №173-ФЗ от 10 декабря 2003 г. «О валютном регулировании и валютном контроле»

II. Монографии на русском языке:

1. Таранков В.И. Ценные бумаги Государства Российского. – Москва-Тольятти: Автовазбанк, 1992;
2. Мировой фондовый рынок и интересы России / Отв. Редактор Смыслов Д.В. – М: ИМЭМО РАН, 2003;

III. Периодические издания и статьи:

1. Степанов Д. «Пост-эмиссионные ценные бумаги» // Хозяйство и право, №11, 2004;
2. Суворов Г. Как нам организовать рынок ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг, №2, 2003;
3. Суворов Г. Как нам организовать рынок ипотечных ценных бумаг. Новый вариант закона «Об ипотечных ценных бумагах» // Рынок ценных бумаг, №3, 2003;
4. Газман В. Как согласовать интересы лизингодателей? // Оборудование №9 (81)б 2003;
5. Солдатова А. Секьюритизация лизинга: перспективы развития в России // Лизинг ревью, 2003;
6. Булатов В. К докладу на Второй Всероссийской Конференции «Ипотечное кредитование в России» // www.realtyinvest.ru;

7. Пэрис Ханс, Харвуд Элисон. Основные проблемы процесса секьюритизации в России // Рынок ценных бумаг, №3, 2003;
8. МакКарти Тим. Секьюритизация в России // Рынок ценных бумаг, №3, 2003;
9. Мельникас Майа, Сушкова Екатерина. Правовые вопросы применения секьюритизации в России // Рынок ценных бумаг, №3, 2003;
10. Ланг Р. Развитие европейского рынка ипотечных облигаций // Бизнес и банки, №45, 2004;
11. Демушкина Е. Концептуальные подходы к определению правового статуса ипотечных ценных бумаг // Вестник АРБ, №2, 2004;
12. Терехова В.А. Законодательное регулирование отношений при выпуске, эмиссии и обращении ипотечных ценных бумаг // Финансы и кредит, №11, 2004;
13. Джанкобаев Т. Структурная форма финансирования в Казахстане: реформа законодательства и практика применения // Рынок ценных бумаг, №2, 2005;
14. Исеев Р. Проблемы секьюритизации на современном этапе // Рынок ценных бумаг, №19, 2004;
15. Смирнов С., Слекеничс А. Качество обеспечения ипотечных ценных бумаг и устойчивость ипотечного рынка / Рынок ценных бумаг, №17, 2004;
16. Исеев Р. Секьюритизация ипотечных кредитов: экономика сделки // Рынок ценных бумаг, №24, 2004;
17. Маслов Д., Либкинд Н. Секьюритизация ипотечных кредитов: реалии и перспективы // Рынок ценных бумаг, №23, 2004;
18. Казаков А. Создание синтетических активов – выход из тупика // Рынок ценных бумаг, №16, 2003;
19. Слекеничс А. Типичные проблемы ипотечных кредитных продуктов // Рынок ценных бумаг, №13, 2004;
20. Казаков А. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг, №19, 2003;
21. Клепикова Е. Ипотечный «Экстрим» // Рынок ценных бумаг, №19, 2003;
22. Суворов Г. И ещё раз об ипотечных ценных бумагах... // Рынок ценных бумаг, №19, 2003;
23. Лузин И. Международный опыт развития ипотечного кредитования // Рынок ценных бумаг, №17, 2004;

24. Рубцов Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов // Рынок ценных бумаг, №6, 2001;
25. Барейша И Секьюритизация: причины успеха // Рынок ценных бумаг, №4, 2004;
26. Багданов А., Суханов М. О секьюритизации активов банками // Банковские технологии, №10, 2002.

Литература на английском языке:

1. Steven L. Schwarcz. Structured Finance: A Guide o the Principle of Asset Securitization (3rd ed., N.Y. City: Practicing Law Institute Press, 2002);
3. Armin Lindtner. Asset Backed Securuties – Ein Cash flow-Modell / Sternenfels - Vert. Wiss. Und Praxis, 2001;
4. Tamar Frankel. Securutization: Structured Financing, Financial Assets Pools, and Asset-Backed Securities (1991 & Supp. 2002);
5. Securitisation of Financial Assets (2nd ed., Jason H. P. Kravitt ed., and Publishers, Inc., 1996);
6. Christopher W. Frost. Asset Securitisation and Corporate Risk Allocation. – 72 Tul. L. Rev. 101 (1997);
7. Claire A. Hill, Securitisation: A Low-Cost Sweetener for Lemons. – 74 Wash. U. L. Q. 1061 (1996);
8. Steven L. Schwarcz. The Alchemy of Asset Securitization. – 1 Stan. J. L. Bus & 133 (1994).

Интернет-ресурсы:

1. www.securitization.net
2. www.americansecuritization.com
3. www.eurofinas.org
4. www.opec.ru
5. www.cbr.ru
6. www.budjetrf.ru

ПРИЛОЖЕНИЕ 1.***Соотношение количества и объёмов эмиссий ABS, выпущенных в странах Западной Европы в 2004 г.***

Актив	Франция		Италия		Португалия		Великобритания	
	Количество сделок	Объём обращающихся обязательств в (EUR)	Количество сделок	Объём обращающихся обязательств в (EUR)	Количество сделок	Объём обращающихся обязательств в (EUR)	Количество сделок	Объём обращающихся обязательств в (EUR)
Займы на покупку автомобиля	1	1,597,060,993	3	2,531,374,473	10	747,166,603	2	296,942,270
Прочие потребительские займы	6	1,302,730,393	3	1,349,484,618	3	902,138,523	3	489,143,433
Задолженность по кредитным картам	-	-	1	310,758,000	-	-	27	9,192,984,286

Источник: www.fitchratings.com

ПРИЛОЖЕНИЕ 2.

Доля страны в общем объёме обращающихся в Европе обязательств, обеспеченных потребительскими кредитами (Consumer ABS)

Страна	Доля (%)
Великобритания	49.0
Италия	20.6
Франция	14.2
Португалия	8.0
Испания	4.2
Нидерланды	1.9
Австрия	1.1
Бельгия	0.5
Германия	0.4
Итого	100.0

Источник: www.fitchratings.com

ПРИЛОЖЕНИЕ 3.

Доля обязательств, обеспеченных определённым видом актива в общем объёме обращающихся в Европе обязательств, обеспеченных потребительскими кредитами (Consumer ABS)

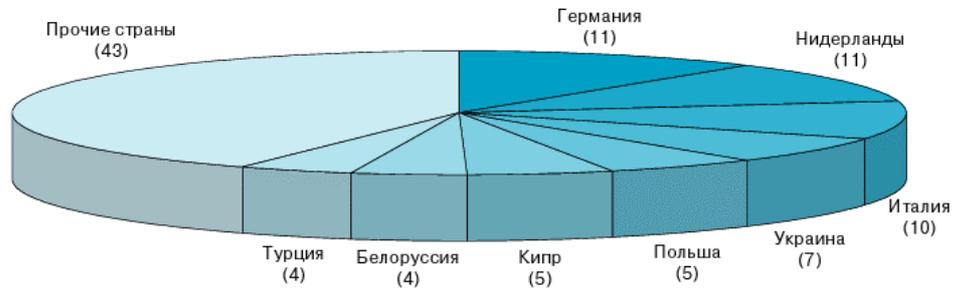
Актив	Доля (%)	Объём обращающихся обязательств (EUR)	Количество сделок	Fitch DI	Fitch GLI	Fitch NLI	Fitch ESI
Задолженность по кредитным картам	46.7	9,503,742,286	28	2.6	3.7	3.7	6.8
Займы на приобретение автомобиля	29.3	5,953,029,407	21	1.1	1.7	0.6	4.0
Прочие потребительские кредиты	24.9	4,893,848,950	16	1.8	1.9	1.1	4.1
Итого	100.0	20,350,620,643	65				

Источник: www.fitchratings.com

ПРИЛОЖЕНИЕ 4.***Крупнейшие эмитенты SLABS в США в 2004 г.***

Эмитент	Количество эмиссий	Общий объём эмиссий (млн. долларов)
Sallie Mae (SLM Student Loan Trust)	12	25,940
Nelnet Education Loan Funding, Inc.	4	5,404
Northstar Education Finance, Inc.	3	2,320
Access Group Inc.	3	2,288
SLC Student Loan Trust	1	1,486
College Loan Corporation Trust	1	1,300
KeyCorp Student Loan Trust	1	1,200
Collegiate Funding Services	1	1,113

Источник: Asset Securitization Report, MCM, Bloomberg, Nomura Securities International

ПРИЛОЖЕНИЕ 5.***Основные импортёры топливно-энергетических товаров из России
в 2004 г., % к итогу***

Источник: www.budgetrf.ru

ПРИЛОЖЕНИЕ 6.**ФЕДЕРАЛЬНЫЙ ЗАКОН****О ВАЛЮТНОМ РЕГУЛИРОВАНИИ И ВАЛЮТНОМ КОНТРОЛЕ №173-ФЗ
от 10 декабря 2003 г.**

Принят
Государственной Думой
21 ноября 2003 года

Одобен
Советом Федерации
26 ноября 2003 года

(в ред. Федерального закона от 29.06.2004 N 58-ФЗ)

**Глава 3. РЕПАТРИАЦИЯ РЕЗИДЕНТАМИ ИНОСТРАННОЙ
ВАЛЮТЫ И ВАЛЮТЫ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ И ОБЯЗАТЕЛЬНАЯ
ПРОДАЖА ЧАСТИ ВАЛЮТНОЙ ВЫРУЧКИ****Статья 19. Репатриация резидентами иностранной валюты и валюты
Российской Федерации**

1. При осуществлении внешнеторговой деятельности резиденты, если иное не предусмотрено настоящим Федеральным законом, обязаны в сроки, предусмотренные внешнеторговыми договорами (контрактами), обеспечить:

1) получение от нерезидентов на свои банковские счета в уполномоченных банках иностранной валюты или валюты Российской Федерации, причитающейся в соответствии с условиями указанных договоров (контрактов) за переданные нерезидентам товары, выполненные для них работы, оказанные им услуги, переданные им информацию и результаты интеллектуальной деятельности, в том числе исключительные права на них;

2) возврат в Российскую Федерацию денежных средств, уплаченных нерезидентам за неввезенные на таможенную территорию Российской Федерации (неполученные на таможенной территории Российской Федерации) товары, невыполненные работы, неоказанные услуги, непереданные информацию и результаты интеллектуальной деятельности, в том числе исключительные права на них.

2. Резиденты вправе не зачислять на свои банковские счета в уполномоченных банках иностранную валюту или валюту Российской Федерации в следующих случаях:

1) при зачислении валютной выручки на счета юридических лиц - резидентов или третьих лиц в банках за пределами территории Российской Федерации

Федерации - в целях исполнения обязательств юридических лиц - резидентов по кредитным договорам и договорам займа с организациями-нерезидентами, являющимися агентами правительств иностранных государств, а также по кредитным договорам и договорам займа, заключенным с резидентами государств - членов ОЭСР или ФАТФ на срок свыше двух лет;

2) при оплате заказчиками (нерезидентами) местных расходов резидентов, связанных с сооружением резидентами объектов на территориях иностранных государств, - на период строительства, по окончании которого оставшиеся средства подлежат переводу на счета резидентов, открытые в уполномоченных банках;

3) при использовании иностранной валюты, получаемой резидентами от проведения выставок, спортивных, культурных и иных аналогичных мероприятий за пределами территории Российской Федерации, для покрытия расходов по их проведению - на период проведения этих мероприятий;

4) при проведении зачета встречных требований по обязательствам между нерезидентами и резидентами, являющимися транспортными организациями, или между нерезидентами и резидентами, осуществляющими рыбный промысел за пределами таможенной территории Российской Федерации.

3. Иностранная валюта, зачисленная в соответствии с пунктами 1 и 3 части 2 настоящей статьи на счета резидентов или третьих лиц в банках за пределами территории Российской Федерации, должна быть использована в целях исполнения резидентами своих обязательств, предусмотренных соответственно пунктами 1 и 3 части 2 настоящей статьи, либо переведена на счета резидентов, открытые в уполномоченных банках.

ПРИЛОЖЕНИЕ 7.

*Дебютные выпуски ABS, обеспеченные потоками по кредитным картам
(только международные выпуски из развивающихся стран.*

Страна	Оригинатор выпуска	Год выпуска	Объём, млн. долл.
Бразилия	Visanet	2003	500
Мексика	Banamex	1996	150
	Bancomer	1996	200
Турция	Garanti	1998	175
Перу	Banko De Credito	1998	100
ЮАР	First Rand	2000	250
Индонезия	Bank Indonesinal Indonesia	1997	140

Источник: Росбанк