

АНАЛИЗ ПРОБЛЕМ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ КАПИТАЛОВ В СВЯЗИ С ЭКОНОМИЧЕСКИМ КРИЗИСОМ

© 2010 М. П. Белова

Самарский государственный аэрокосмический университет
(Национальный исследовательский университет)

Рассматриваются последствия кризисных событий, начавшихся в американской финансовой системе во второй половине 2008 г. и отразившихся практически на всех секторах экономики многих стран мира. В том числе и на секторе недвижимости и ипотечного кредитования. В этой связи сегодня на первый план выходят вопросы о новых источниках рисков, стратегии основных экономических участников в изменившейся ситуации, об экономической политике.

Секьюритизация, рефинансирование, ценные бумаги, банк, кризис ликвидности, капитал, кредитный портфель, инвестиции, активы.

Современный рынок капиталов представляет собой сферу отношений, где осуществляется движение ссудного и акционерного капиталов с целью обеспечения потребностей в финансовых ресурсах. Фондовые площадки стран с развитым финансовым рынком успешно адаптировались к проблеме трансформации денежных средств, снижая правовые и финансовые риски, как у продавца, так и у покупателя. От успешности проведения операций по своевременному рефинансированию часто зависит стабильность деятельности экономических субъектов.

Инструментом перераспределения денежных средств и ссудного капитала через инструменты фондового рынка является секьюритизация.

Сегодня в связи с кризисными явлениями в мировой финансовой системе существует огромная потребность в международной координации мер по противодействию рискам и распространению кризиса секьюритизации, по выработке согласованных путей его преодоления.

Под **секьюритизацией** (securitisation от английского - securities, что значит ценные бумаги) следует понимать тенденцию возрастания роли ценных бумаг и инструментов на их основе на рынке капиталов, привлечение финансирования путём выпуска ценных бумаг и

инструментов на их основе вместо привлечения банковских ссуд [1].

Секьюритизация выражается, с одной стороны, в увеличении доли финансирования за счёт выпуска ценных бумаг и инструментов на их основе по сравнению с кредитным финансированием, с другой стороны - в расширении видового разнообразия ценных бумаг и всевозможных производных от них гибридных инструментов.

Основными причинами возникновения и развития секьюритизации послужили:

- меньшая стоимость финансовых средств на фондовых рынках по сравнению с кредитными рынками;
- высокая изменчивость процентных ставок по кредитам;
- изменение банковских регулятивных и налоговых норм;
- ускорение информационного обмена вследствие компьютеризации и технологического усовершенствования средств связи.

Появление секьюритизации активов стало логичным следствием общей тенденции к повышению роли ценных бумаг. Она представляет собой специфическую технику финансирования, сформировавшуюся в рамках общей тенденции к секьюритизации. Если рассматривать секьюритизацию активов с

экономической точки зрения, то она соединила в себе тенденцию к оптимизации источников финансирования с учётом возрастающей роли инструментов рынка ценных бумаг и управления рисками активов за счёт отделения их друг от друга. С юридической точки зрения она явилась воплощением двух многовековых тенденций развития частного права – поиск обеспечения и снижение уровня ответственности. Сделки по секьюритизации активов, в том числе банковских, проводятся в России, начиная с 2004 года. В России распространение получила лишь классическая или традиционная секьюритизация.

Классическая схема секьюритизации (рис. 1) [2], сформированная на ипотечном кредитовании, заключается в следующем.

1. Банк-оригинатор (originator) предоставляет заемщику ипотечные кредиты, под обеспечение залога недвижимости. Права требования продаются банком-оригинатором юридическому лицу SPV.

2. SPV выпускает ценные бумаги, как правило, ипотечные облигации, обеспеченные правами требования по кредиту. Облигации приобретаются инвесторами у SPV за определенную плату.

3. Из полученного SPV вознаграждения часть перечисляется банку-оригинатору, в качестве платы за приобретенные права требования.

4. Банк-оригинатор берет на себя права по обслуживанию секьюритизируемых активов, управляет ими и при необходимости обеспечивает взыскание дебиторской задолженности. Функции по обслуживанию дебиторской задолженности могут делегироваться на договорных условиях иному юридическому лицу.

5. Денежные средства, полученные банком-оригинатором от заемщиков, передаются SPV для расчетов с инвесторами.

6. SPV в установленный срок уплачивает инвесторам проценты по ипотечным облигациям и сумму основного долга.

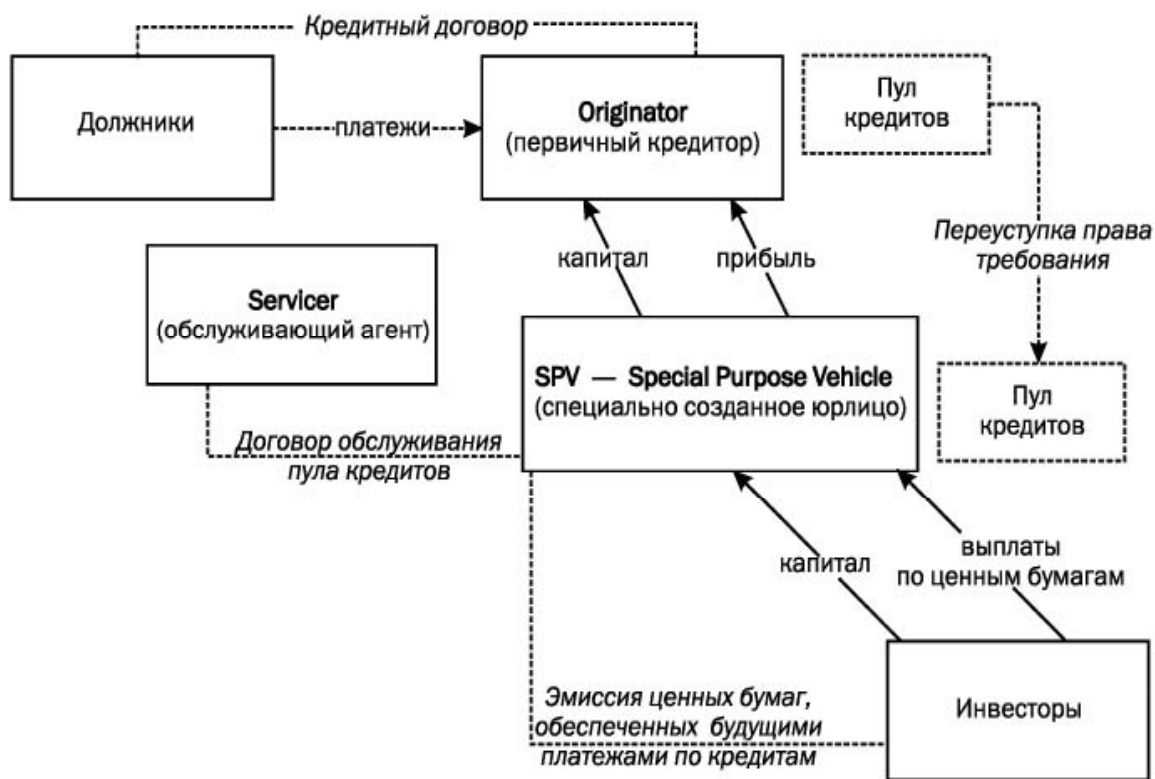


Рис. 1. Классическая схема секьюритизации

Необходимость присутствия в сделке SPV обусловлена обособлением активов, которые обеспечивают платежи по ценным бумагам, приобретаемым инвесторами. Одновременно осуществляется обеспечение ценных бумаг и интересов владельцев ценных бумаг, при этом гарантии на имущество сохраняются и могут быть использованы «...только для удовлетворения требований по данным ценным бумагам» [3].

Анализ текущих проблем адаптации секьюритизации к российской действительности, показал, что многие российские аналитики сходятся во мнении о высоком уровне потенциала нового инструментария современного финансового рынка в российской экономической действительности. Так, исследователь рынка капиталов Г. Суворов выделяет следующие преимущества актуальности схемы секьюритизации активов для России [3]:

- развитие программ кредитования населения;
- динамичное развитие рынка ипотечных кредитов;
- вследствие низкой капитализации и требований по фондам обязательного резервирования российским коммерческим банкам невыгодно держать большие портфели

потребительских кредитов у себя на балансе;

- отсутствие возможности у некоторых банков, не удовлетворяющих требованиям ЦБ к ипотечным банкам, выпускать ипотечные облигации и др.

Несмотря на ряд очевидных преимуществ реализации секьюритизации, схема, отображенная на рисунке 1, в России не получила широкого применения.

Ускорение роста глобальной задолженности стало одной из причин финансового кризиса 2007 – 2009 годов, который еще справедливо называют «первым кризисом секьюритизации».

Первый этап этого кризиса – лето 2007 года – лето 2008 года – это начало и развитие ипотечного кризиса, первые банкротства. Только за время этого этапа мировая финансовая система понесла убытки в сумме не менее 800 млрд. долларов США (рис. 2) [4].

Второй этап – кризис ликвидности. Он начался летом 2008 года и продолжается до настоящего времени. Лавинообразно банкротство инвестиционных банков, потеря доверия к национальным банковским системам.

Третий этап - с лета 2009 года. Это этап паралича кредита, следствие недоверия к банковской системе.

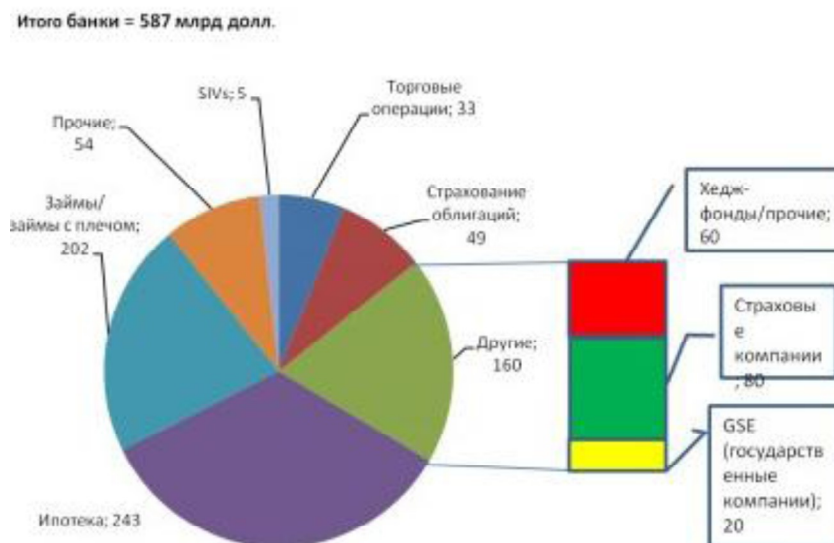


Рис. 2. Объем убытков в мировой финансовой сфере по типу секторов и видам операций июль 2007 - август 2008, млрд долл.

Проблемы, с которыми инвесторы столкнулись в результате кризиса на рынке ипотечных кредитов subprime, оказались довольно серьезными. Банковские портфели были перегружены инвестициями в ценные бумаги с залогом ипотечными и потребительскими кредитами. Отсутствие ликвидного банковского капитала потребовало рекапитализации банков в ряде стран, включая крупнейшие банки США и Великобритании. Динамика выпуска ценных бумаг с залогом в 2007 и 2008 годах показана на рис. 3.

Цифры свидетельствуют, что объем новых выпусков ценных бумаг с залогом снизился на 79% с 2 138 миллиардов долларов США в 2008 году до 441 миллиарда долларов США в 2009 году, но предварительные результаты по первому кварталу 2010 года показывают активизацию деятельности в этом сегменте [5].

Кризис ликвидности ресурсов второй половины 2007 года отразился и на российском банковском секторе экономики ограничением поступления средств от зарубежных партнеров. Банковский сектор испытывает дефицит ресурсов. Вместе с тем, по статистическим данным, на начало 2008 года наблюдается рост ипотечного и потребительского кредитования. Поэтому в настоящее время российский финансовый

рынок, с одной стороны, находится в условиях недостатка ресурсов, с другой, - возрастающего предложения денежных средств.

Таким образом, российский денежный рынок, обладая высоким потенциалом, испытывает трудности по повышению оборачиваемости ссудного и акционерного капиталов. В этой связи представляется необходимым определить основные препятствия на пути секьюритизации российских финансовых активов и обозначить проблемы реализации нового инструмента рефинансирования.

С началом кризиса, время для создания и развития институтов и инструментов развития, укрепления рынка корпоративных облигаций в России упущено. Вместо этого сложилась система вывоза капитала, вывода активов за рубеж, увеличения объемов заимствования за рубежом портфельного капитала. Развивающиеся затруднения с портфельными заимствованиями в условиях отсутствия национальных институтов механизмов реинвестирования, сделали систему накопления в России очень неустойчивой. Зарубежные заимствования выросли в 2007 году до 100 млрд. долларов США, в пять раз больше, чем объем привлечения внутренних инвестиций.

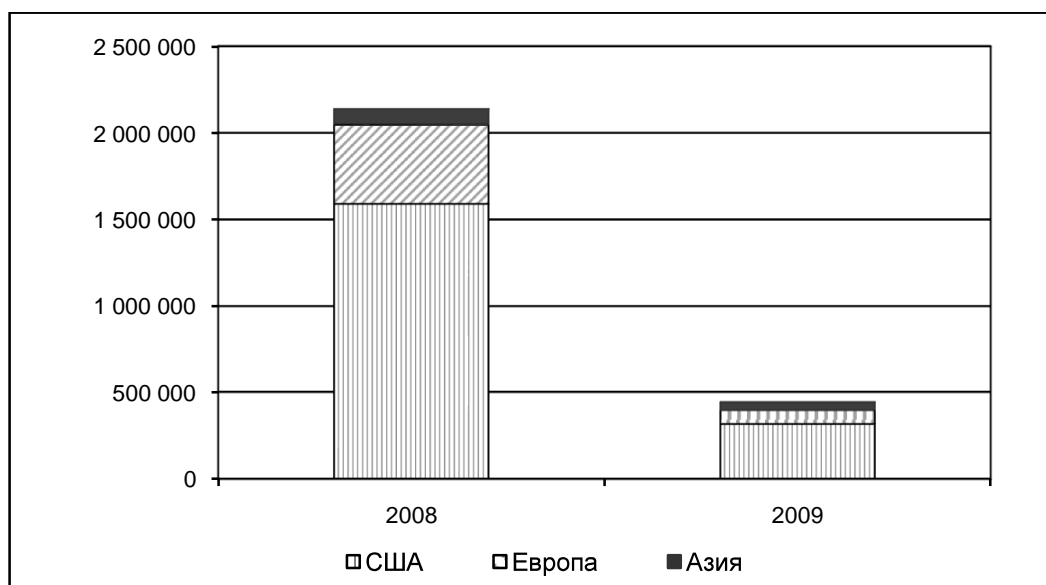


Рис. 3. Динамика выпуска ценных бумаг с залогом (не включая выпуски, не размещенные выпускающими банками на публичном рынке), млрд. долл.

В результате российские регуляторы были вынуждены принять ряд мер по расширению ликвидности на рынке (снижение ФОР, возможность использовать бюджетные средства на покупку ряда акций, снижение экспортных пошлин на нефть и др.). Было также объявлено о возможном использовании части средств Фонда национального благосостояния и пенсионных накоплений для вложений в российские акции с целью поддержки рынка [6].

Однако меры оперативной антикризисной поддержки должны сочетаться с целенаправленной и системной политикой по созданию необходимых структурных основ на самом рынке, которые сделали бы его менее подверженным воздействию внешних шоков. Кризис высветил слабости российского фондового рынка, подчеркнув актуальность вопросов о формировании его более широкой национальной основы, об уменьшении спекулятивной направленности, увеличении внутренних источников фондирования, способных обеспечить его устойчивость в условиях внешней нестабильности и ограничений международной ликвидности.

Сегодня можно констатировать, что финансовый кризис в России реализуется в трех основных областях:

- падение цен на нефть и связанное с этим «охлаждение» российской экономики;
- потеря части капитала банковской системы и возможное кредитное сжатие;
- перегруженность российской экономики краткосрочными внешними займами при невозможности рефинансирования.

Последние два направления непосредственно связаны с возможностями и технологиями секьюритизации. Российские банки в условиях кризиса будут вынуждены размещать большую долю своих активов в наименее рискованные инструменты за счет сокращения вложений с более высоким уровнем риска, при этом

значительно сократив объемы своих кредитных портфелей. При этом у них сегодня практически отсутствует механизм рефинансирования своих кредитных портфелей в силу отсутствия в стране механизмов секьюритизации и культуры использования этих технологий. Не говоря уже о правовой, институциональной и организационной инфраструктуре – её практически нет.

В условиях кризиса, когда банки не могут дать длинные и дешевые средства и сами банки стоят перед необходимостью реструктурировать свою задолженность, наиболее актуальным становится развитие институтов и технологий секьюритизации. Механизмами секьюритизации могут быть:

- выкуп кредитных портфелей банков, состоящих из долгосрочных ссуд предприятий несырьевого сектора экономики;
- замещение долгосрочных кредитных портфелей банков облигациями, которые могут быть размещены на рынке капиталов;
- получение долгосрочных облигационных займов для развития инфраструктуры, в том числе дорожной, организационной, социальной.

Сегодня существует огромная потребность в международной координации мер по противодействию рискам и распространению кризиса секьюритизации, по выработке согласованных, основанных на едином понимании природы кризиса и путей его преодоления. С этой целью автором предлагаются следующие направления, которые остро нуждаются в развитии:

- сосредоточить усилия на анализе усложнившихся финансовых продуктов, рынков и инноваций;
- адаптировать привычную архитектуру финансовых институтов к изменившимся условиям;
- выработать единый подход к оценке рисков, активов, регуляционных мер в выпуске ценных бумаг и производных финансовых инструментов;

- наладить регулярный обмен информации о рисках, инвестиционных проектах, законодательных и регуляторных мерах;
- осуществить систему мер по повышению доверия инвесторов к выпускаемым ценным бумагам.

Таким образом, на основе выполненного исследования автором можно однозначно констатировать, что секьюритизация – один из наиболее перспективных инструментов привлечения финансирования и прогнозировать дальнейший рост рынка. Секьюритизация изначально являлась механизмом диверсификации источников финансирования банковского портфеля активов, а также механизмом передачи кредитного риска от банка к инвестору, желающего предпринять такой риск. Тем не менее, этот рост будет происходить с поправками исходя из уроков кризиса секьюритизации: в основном для

секьюритизации будут использоваться реальные материализованные активы в отраслях промышленности, ужесточение мер оценки рисков, пересмотр критериев оценки рейтингов доходов, компаний и стран происхождения проектов. В 2010-м году самыми значительными препятствиями, сдерживающим дальнейшее оздоровление рынка, будут являться продолжающаяся неопределенность в регулировании рынка и изменения правил бухгалтерского учета.

Практическая значимость проведенного в статье исследования заключается в оценке текущих проблем секьюритизации финансовых активов на российском рынке капиталов с учетом глобальных экономических процессов в сфере ипотечного кредитования в условиях кризиса. Помимо этого, обозначены необходимые, с точки зрения автора, меры по выработке согласованных, основанных на едином понимании природы кризиса шагов и путей его преодоления.

Библиографический список:

1. Глоссарий терминов секьюритизации: <http://www.standardandpoors.ru/>
2. Дерягин, С. Н. Текущие проблемы секьюритизации финансовых активов / С.Н. Дерягин // Вопросы экономики. – 2010. - №1. – С. 14-16
3. Нехаев, С. Уроки первого кризиса секьюритизации / С. Нехаев // Ипотека в России: <http://www.rusipoteka.ru/articles/2009/nehayev/>
4. Бакланова, В. Состояние мирового рынка секьюритизации: итоги 2009 года и взгляд в будущее / В. Бакланова // Рынок ценных бумаг. - 2009. - № 11. – С. 19-21
5. Иванкина, Е.И. Проблемы ипотеки в России / Е.И. Иванкина // Общество и экономика. - 2008. - №1. - С. 90-92
6. Туктаров, Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды / Ю. Туктаров // Рынок ценных бумаг. – 2005. - № 16. – С.8-11
7. Об ипотечных ценных бумагах: Федеральный закон Российской Федерации от 11 ноября 2003 № 152-ФЗ // Российская газ. – 2003. – 14.11. – С. 3
8. Вагапова, Д.З. Моделирование финансовых потоков в процедуре амортизации ипотечного кредита с постоянными по величине выплатами / Д.З. Вагапова // Управление большими системами: сборник трудов, 2004. - № 8. - С. 106-116
9. Белова, М.П., Гаков, Д.Ю. Ипотечный брокеридж как перспективное направление в сфере ипотечного кредитования / М.П. Белова, Д.Ю. Гаков // Сборник трудов научного семинара студентов и аспирантов факультета экономики и управления. Управление организационно-экономическими системами. - СГАУ. - 2010. - №10 С. 177-181
10. Прогноз финансовых рисков. Составитель Институт экономической безопасности: <http://www.bre.ru/>

References:

1. A glossary of terms секьюритизации: <http://www.standardandpoors.ru/>
2. Derjagin, S. N. Current problems of securitisation financial actives / S.N.Derjagin // The Questions of Economics. - 2010. - №1. - P. 14-16
3. Nehaev S. The lessons of the first crisis of securitization / S.Nehaev // The Mortgage in the Russia: <http://www.rusipoteka.ru/articles/2009/nehav/>
4. Baklanova, V. A world market condition of securitisation: results of 2009 and a prospecton / V.Baklanova // The Securities market. - 2009. - № 11. - P. 19-21
5. Ivankina, E.I. Mortgage Problems to Russia / E.I. Ivankina // The Society and economy. - 2008. - №1. - P. 90-92
6. Tuktarov, J. Securitisation and investment funds / J.Tuktarov// The Securities market. - 2005. - № 16. - P. 8-11
7. About hypothecary securities: the Federal law of the Russian Federation from November, 11th 2003 № 152-FZ // Russian paper. - 2003. - 14.11. - P. 3
8. Vagapova, D.Z. Modelling of financial streams in procedure of amortisation of the hypothecary credit with constants on size payments / D.Z.Vagapova // Management of the big systems: the collection of works. - 2004. - № 8. - P. 106-116
9. Belova, M. P, Gakov, D.U. Hypothecary brokerage service as a perspective direction in sphere of hypothecary crediting / M.P.Belova, D.U.Gakov // The Collection of works of a scientific seminar of students and post-graduate students of faculty of economy and management. Management of organizational-economic systems. - SSAU. - 2010. - №10 - P. 177-181
10. The forecast of financial risks. The composer Institute of economic safety: <http://www.bre.ru/>

THE ANALYSIS OF PROBLEMS SECURITISATION OF FINANCIAL ACTIVES IN THE RUSSIAN MARKET OF CAPITALS IN CONNECTION WITH THE ECONOMIC CRISIS

© 2010 M. P. Belova
Samara State Aerospace University
(National research university)

In this article are analyzed the crisis events begun in the American financial system in second half of 2008 and reflected practically on all sectors of economy of many countries of the world are considered. Including on sector of the real estate and hypothecary crediting. Thereupon today on the foreground there are questions on new sources of risks, strategy of the basic economic participants in the changed situation, about economic policy.

Securitisation, refinancing, securities, bank, liquidity crisis, the capital, a credit portfolio, investments, actives

Информация об авторах

Белова Марина Петровна, аспирант кафедры Финансы и кредит Самарского государственного аэрокосмического университета, электронная почта: sky09@bk.ru. Область научных интересов: современный рынок недвижимости, механизмы согласованного взаимодействия в системе ипотечного кредитования.

Belova Marina Petrovna, the post-graduate student of the Finance and the credit department of Samara State Aerospace University, E-mail: sky09@bk.ru. Area of scientific interests: the modern market of the real estate, mechanisms of the co-ordinated interaction in system of mortgage lending.