КОНЦЕПТ
научно-методический электронный журнал

Саломатина С. Ю. Секьюритизация: терминологический аспект // Концепт. – 2014. – № 08 (август). – ART 14222. – 0,6 п. л. – URL: http://e-koncept.ru/2014/14222.htm. – Гос. рег. Эл № ФС 77-49965. – ISSN 2304-120X.

ART 14222 **УДК 336.74**

Саломатина Светлана Юрьевна,
кандидат экономических наук, доцент кафедры экономической теории ФГБОУ ВПО «Самарский государственный экономический университет», г. Самара
salom771@rambler.ru

Секьюритизация: терминологический аспект

Аннотация*. Статья посвящена обзору определений секьюритизации в западной и отечественной экономической литературе. Рассмотрены основные терминологические аспекты секьюритизации, предложена классификация определений по двум основным признакам: во-первых, что собственно считать секьюритизацией, во-вторых, по отношению к данному явлению, акцентированию на положительных или отрицательных сторонах процесса секьюритизации.*
Ключевые слова*: секьюритизация, секьюритизация активов, базовые активы, обеспеченные ценные бумаги, ипотечные кредиты, оригинатор.*
Раздел: *(04) экономика.*

Получив развитие в 1970-х годах в США механизм секьюритизации привел к своеобразной революции в банковском и финансовом секторах экономики и, по мнению многих исследователей, стал одной из главных инноваций двадцатого столетия, обеспечив мощный импульс для бурного развития финансовых рынков.

В широком смысле под секьюритизацией принято понимать перевод активов в более ликвидную форму своего существования, в узком – трансформацию низколиквидных активов в ценные бумаги, обеспеченные поступлениями денежных средств от исходных активов и, как следствие, перераспределение рисков между первоначальным владельцем данных активов, гарантом и последующими инвесторами.

Объективными причинами, давшими толчок к активному развитию рынка секьюритизации послужили:

– меньшая стоимость заимствования на рынке ценных бумаг по сравнению с банковским рынком;
– неустойчивость процентных ставок кредитного рынка;
– изменение регулятивных стандартов и налоговых норм;
– общая финансолизация экономических отношений;
– упрощение информационного обмена между субъектами финансового рынка и т. п.

Сам термин «секьюритизация» был введен в 1977 году Л. Раниери, главой ипотечного департамента Salomon Brothers в журнале “Wall Street Journal”, предложившего его использование в контексте андеррайтинга первого выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам. В последствии, органично прижившись в академической среде и деловых кругах, термин «секьюритизация» стал активно использоваться не только в отношении исключительно сферы ипотечного кредитования, но и самых разнообразных аспектов предпринимательской деятельности. Главное условие – наличие у инициатора секьюритизации активов, обеспечивающих систематическое поступление денежных средств. Собираемые в единый пул, данные активы и рефинансируются путем выпуска ценных бумаг, а из денежных платежей по данному пулу активов впоследствии осуществляются выплаты, как основной суммы долга, так и процентов по выпущенным ценным бумагам [1].

Круг активов, используемых в процессе секьюритизации, за последние десятилетия заметно расширился. Помимо ипотечных, стали использоваться и другие виды кредитов – потребительских, автомобильных, корпоративных и т. п. Более того, в качестве активов

в процессе секьюритизации в международной практике используются лизинговые активы, денежные требования по лицензионным соглашениям, договорам франчайзинга, будущие страховые премии, поступления от импортеров нефтепродуктов, коммунальных платежей, от абонентов связи, перечисления за телетрансляции и т. п. Показательным примером гибкости инвесторов и других участников финансового рынка по отношению к базисным активам в процессе секьюритизации стало использование в таком качестве авторских прав. Де-факто первым примером послужил выпуск облигаций Боуи (“Bowie bonds”) в 1997 году на сумму 55 млн. долл. на основе авторского вознаграждения (роялти), выплачиваемых британскому музыканту Дэвиду Боуи за использование более чем трехста музыкальных композиций [2].

Такое широкое отнесение различных форм реинвестирования активов к механизму секьюритизации очевидно связано с отсутствием надлежащего определения понятия секьюритизации как такового. Так, по мнению западных исследователей данного процесса Берри и Франса, возможно, только в Лондоне в настоящее время существует 279 определений секьюритизации [3]. Более того, зачастую финансисты и юристы абсолютно по-разному определяют этот процесс, отмечая, что даже в посткризисном законодательстве Соединенных Штатов определение секьюритизации отсутствует и это не смотря на то огромное влияние, которое процесс секьюритизации оказал на развитие кризиса 2008 года [4].

Понятие «секьюритизация» появилось в русском языке благодаря практической транскрипции термина “securitisation” от английского “securities” ценные бумаги (в англо-американских источниках принято написание термина через “z”, а не через “s”). Аналогичным способом произошло заимствование термина и другими европейскими языками, за редким исключением стран, выработавшим свой понятийный аппарат (так, например, во Франции данное понятие “titrisation” произошло от франц. *le titre* – ценная бумага) или так и не определившимся с данным термином окончательно (например, в немецкоязычной деловой сфере используется целый ряд понятий для обозначения явления секьюритизации, а именно: Kreditverbriefung, Aktivenverbriefung, или Sekuritisierung von Vermögenswerte и т. д.) [5].

В западной экономической литературе проблематике процесса секьюритизации посвящен достаточно широкий круг работ таких авторов как Х. Бэр, Г. Гортон, А. Джобст, К. Джордан, В. Котхари, Л. Лопакки, Б. Кейс, Т. Мухерджи, Дж. Митчел, А. Серу, Г. Тетт, И. Фендер, С. Шварц и др. В российской экономической науке понятию и применению механизма секьюритизации посвящены исследования Н. В. Александровой, А. Д. Батуевой, В. Д. Газмана, А. А. Казакова, Т. В. Качалиной, А. С. Меньшиковой, Я. М. Миркина, Ю. Е. Туктарова и др.

За редким исключением, все исследования касающиеся секьюритизации можно классифицировать по двум основным признакам: во-первых, что собственно считать секьюритизацией, во-вторых, по отношению к данному явлению, акцентированию на положительных или отрицательных сторонах процесса секьюритизации.

Концепции секьюритизации в целом можно свести к следующим направлениям.

1. Секьюритизация как некая общая тенденция развития международного рынка заемного капитала. Это наиболее общее, широкое понимание секьюритизации как тенденции развития мирового финансового рынка по причине его либерализации. Некоторые авторы даже склоняются к возможности полного вытеснения банков из процесса привлечения заемных средств. Например, Х. Бэр выделяет три стадии изменений в отношениях между кредитором и заемщиком:

– на первой стадии банки осуществляют традиционные функции и получают процентную маржу;

Саломатина С. Ю. Секьюритизация: терминологический аспект // Концепт. – 2014. – № 08 (август). – ART 14222. – 0,6 п. л. – URL: http://e-koncept.ru/2014/14222.htm. – Гос. рег. Эл № ФС 77-49965. – ISSN 2304-120X.

– вторая стадия характеризуется вступлением инвесторов и заемщиков в прямые отношения друг с другом, а роль банков сводится к сопровождению сделок;

– для третьей стадии характерно окончательное исключение банков из процесса движения капитала, при этом даже инвестиционные банки, еще присутствовавшие на второй стадии, могут потерять спрос на свои услуги [6].

Очевидно, что в современной экономической практике говорить о полном вытеснении банков из механизма привлечения заемных средств еще очень рано.

2. Секьюритизация как буквальное понимание самого термина, а именно трансформация тех или иных активов в ценные бумаги. Так, например, И. Бланк под секьюритизацией понимает процесс трансформации низколиквидных финансовых активов в ликвидные ценные бумаги, обращающиеся на рынке капитала [7]. Или, например, А. Рачкевич и И. Алексеева определяют секьюритизацию как процесс вовлечения активов в выпуск и обслуживание ценных бумаг [8].

3. Секьюритизация как выпуск ценных бумаг, обеспеченных определенными активами. Так, например, Л. Гаврилова под данными активами подразумевает портфель конкретных активов[9], а С. Гончаров, В. Селюков – пул ипотечных кредитов [10].

Определения второй и третьей групп отражают процесс секьюритизации активов, представляющий собой трансформацию низколиквидных необращающихся активов в ликвидную форму, способную обращаться на денежных и капитальных рынках.

4. Секьюритизация как способ достижения участником данного процесса какой-либо поставленной цели, причем это может быть: привлечение недорогого финансирования с фондовых рынков путем отделения всей или части дебиторской задолженности организатора секьюритизации от рисков, присущих организатору секьюритизации в целом (С. Шварц) [11]; инвестирование финансовыми посредниками в активы выбранной компании без приобретения ее целиком (В. Тарачев) [12]; увеличение доходов банками и выполнение норматива по обеспечению собственным капиталом (В. Усоскин) [13]; хеджирование кредитных рисков за счет производных финансовых инструментов (М. Залесова)[14] и т.д.

5. Секьюритизация как процесс, состоящий из ряда обязательных этапов. Так, по мнению Н. Александровой, «секьюритизация активов – это инновационный способ финансирования, при котором происходит выделение и передача определенных активов, имеющихся у инициатора секьюритизации, в дифференцированный пул финансовых активов, который списывается с баланса инициатора и передается новой специально создаваемой организации, которая в дальнейшем выпускает ценные бумаги, обеспеченные данными активами, и размещает их среди широкого круга инвесторов» [15]. Таким образом, секьюритизация активов понимается автором как «инновационный способ финансирования». Или, например, Х. Бэр определяет секьюритизацию активов как инновационную технику (способ) финансирования, состоящую из ряда последовательных этапов, при которой: диверсифицированный пул активов выделяется (списывается) с баланса банка или иного предприятия; пул активов приобретает юридическую самостоятельность, путем передачи, специально созданному юридическому лицу (SPV); юридическое лицо осуществляет его рефинансирование на международном рынке капиталов или денежном рынке посредством выпуска ценных бумаг [16]. Как следует из определения, Х. Бэр акцентирует внимание не на способности финансовых активов генерировать денежные потоки, используемые для погашения обязательств по выпускаемым инструментам, а на исключительно процессуальном характере секьюритизации активов.

Большая часть научных публикаций, посвященных понятию секьюритизации, акцентирует внимание на позитивных сторонах данного явления. Среди очевидных достоинств секьюритизации как экономического явления обычно называют следующие.

1. Расширение круга потенциальных инвесторов за счет рассредоточения круга потенциальных держателей активов. Организатор процесса секьюритизации (оригинатор) за счет получения возможности конструирования инвестиционных инструментов, которые в каждом отдельном случае удовлетворяют потребности конкретной группы инвесторов, расширяет возможности собственного финансирования.

2. Удешевление привлечения финансирования. Как показывают эмпирические данные, выпуск и обслуживание обеспеченных ценных бумаг на сумму более пятидесяти миллионов в долларовом эквиваленте меньше затрат на выплату процентов по кредитам.

3. Управление рисками. В процессе секьюритизации происходит частичная или даже полная передача рисков к инвесторам за счет структурирования потоков платежей и перераспределения обязательств по эмитируемым ценным бумагам. Секьюритизация как небалансовый метод финансирования снижает нагрузку на собственный капитал компании.

4. Рейтинговый арбитраж. Инициатор секьюритизации может зачастую рассчитывать на более высокий рейтинг по выпускаемым им долговым ценным бумагам, чем его собственный. Данное обстоятельство объясняется возможностью выделения для секьюритизации и обособления от рисков инициатора только наиболее надежных активов, которые продаются инвесторам в виде ценных бумаг. Инвестиционная привлекательность этих ценных бумаг может повышаться с помощью механизмов повышения кредитного качества и ликвидности.

5. Улучшение экономической отчетности секьюритизирующей компании (показателей рентабельности, ликвидности, оборачиваемости, нагрузки на собственный капитал и пр.) и улучшение структуры баланса.

6. Нивелирование влияния рецессии. Эмпирические данные демонстрируют рост рынка секьюритизации даже в периоды рецессии экономики, что очевидно свидетельствует о стимулировании финансовыми рынками роста потребительских расходов.

В отличие от многочисленных позитивных оценок сделок секьюритизации, предполагающих их очевидную эффективность в качестве инновационных технологий привлечения финансирования, критический подход высказывается ограниченным числом зарубежных авторов, среди которых наиболее известны работы К. Кеттеринга, К. Купмана, К. Ракеша, Б. Кейза, Т. Мукхерджи, А. Серу и некоторых других. В отечественной экономической литературе данный подход практически не представлен.

Так, например, К. Кеттеринг в своей работе «Недостатки секьюритизации» выступает с жесткой критикой данного инструмента, отмечая, что сделки секьюритизации, структурированные в «классической манере», не имеют иной цели и эффекта, кроме как обход нормативов, касающихся банкротства, а понятия «секьюритизация» и «структурное финансирование» используются на рынке в широком ряде случаев, в основном не имеют ничего общего собственно с секьюритизацией. Отсутствие же критического подхода к процессу секьюритизации К. Кеттеринг объясняет тем фактом, что абсолютное большинство исследований было проведено практиками и для практиков с целью описания механизма наиболее эффективного осуществления сделок при восприятии их надежности и эффективности как некой неоспоримой данности [17]. Сам институт секьюритизации еще очень слаб, но стал "слишком велик, чтобы провалиться". А в отношении компании, признанной слишком большой, чтоб провалиться, кредиторы склоны продолжать финансирование в надежде на то, что правительство не допустит ее банкротства, невзирая на ее формальную неспособность обслуживать

возрастающий объем долга. Менеджмент такой компании, желая сохранить свою деловую репутацию и получить доступ к дешевому финансированию, позволяющему скрыть недостатки в управлении, склонен привлекать «неподъемный» для компании объем финансирования, что влечет за собой критические последствия, связанные с нарастанием рисков и проблемой «риска недобросовестности».

Или, например, К. Купман в своей работе «Конфликты интересов в секьюритизации: поправки стимулов» акцентирует внимание на различных противоречиях, конфликтах интересов различных участников сделки секьюритизации [18]:

1. Конфликт интересов инициаторов. В ходе процесса секьюритизации инициатор получает комиссию по результатам реализации пула активов, «авансом» вне зависимости от итоговых финансовых результатов проданного пула и как следствие заинтересован генерировать все большие объемы базовых активов не зависимо от их качественных характеристик.

2. Конфликт интересов организаторов. Так же как инициаторы, организаторы получая комиссионное вознаграждение по итогам выпуска соответствующих бумаг, зачастую теряют заинтересованность в добросовестном исполнении своих агентских функций и пренебрегают качеством секьюритизируемых активов. Инвесторы в свою очередь, осознавая, что секьюритизируемые активы могут быть более низкого качества, чем они полагали, склоны снижать цену в отношении приобретаемых ценных бумаг, что в свою очередь окончательно вытесняет качественные бумаги с рынка. На практике развитие данной тенденции привело к кризису ипотечного рынка и потенциальной угрозе секьюритизации любого другого рода активов.

3. Конфликты интересов сервисных агентов. Получение сервисным агентом комиссии по факту поступления средств на его счет, а также возможность инвестировать временно свободные средства, создают стимулы к неоперативной с точки зрения передачи денежных средств работе сервисного агента в интересах инвестора.

4. Конфликт интересов рейтинговых агентств. Присвоение рейтинга ценным бумагам в ходе секьюритизации оплачивается организатором, который склонен выбирать рейтинговое агентство, готовое присвоить наивысший возможный индикативный рейтинг для данного выпуска. Как следствие, наличие тенденции к завышению рейтинга в угоду получения сиюминутных выгод.

5. Конфликт интересов управляющих инвестиционными фондами. Снижение ставок по низкорисковым инструментам способствует росту интереса к структурированным продуктам со стороны управляющих компаний и получению доходов ценой повышения риска вложений. И если изначально обеспеченные ценные бумаги не были высокорисковыми, отсутствие надлежащей проверки их инвестиционных качеств, полагаясь на присвоенные рейтинги, зачастую делает их таковыми.

Таким образом, критический подход к процессу секьюритизации, опирающийся на конфликты интересов участников сделки, их сложность и зачастую непрозрачность, недостаточный анализ базовых активов со стороны инициаторов, завышение рейтингов, ставящих инвесторов в ситуацию информационной деформации, говорит о высокой степени несовершенства данного способа финансирования.

Однако, рынок секьюритизации, в том числе и российский, уже «слишком большой, чтобы провалиться», что требует дальнейшего обстоятельного и подробного терминологического определения, в том числе и правоприменительного совершенствования – практика применения механизма секьюритизации зачастую в значительной степени отличается от классических моделей подобных сделок, разработанных в экономической литературе.

КОНЦЕПТ
научно-методический электронный журнал
Саломатина С. Ю. Секьюритизация: терминологический аспект // Концепт. – 2014. – № 08 (август). – ART 14222. – 0,6 п. л. – URL: http://e-koncept.ru/2014/14222.htm. – Гос. рег. Эл № ФС 77-49965. – ISSN 2304-120X.
ART 14222 УДК 336.74

Ссылки на источники

1. Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков. – М.: Волтерс Клувер, 2007. – С. 28.
2. Молотников А.Е. Правовое регулирование рынка ценных бумаг. – М.: Стартап, 2013. – С. 209.
3. Бэр Х. П. Указ. соч. – С. 37.
4. Lipson J. C. Defining securitization. – URL:http://ssrn.com/abstract=1996017.
5. Улюкаев С. Секьюритизация активов и секьюритизация банковских активов: как отличать, понимать и трактовать?// Экономическая политика.- 2010.- № 1-эл
6. Бэр Х. П. Указ. соч. – С. 21.
7. Бланк И. А. Основы инвестиционного менеджмента. В 2 тт. Т. 2. – Киев: Эльга-Н, Ника-Центр, 2001. – С. 448.
8. Рачкевич А. Ю., Алексеева И. А. Секьюритизация: характерные признаки и определение // Деньги и кредит. – 2008. – № 8.
9. Гаврилова Л. Как использовать кредитные деривативы // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 7. – С. 40.
10. Селюков В. К., Гончаров С. Г. Управление финансовыми рисками на рынке жилищного ипотечного кредитования // Менеджмент в России и за рубежом. – 1999. – № 4. – С. 110.
11. Schwartz S. L. The Alchemy of Asset Securitization, 1 Stan. J. L. Bus. & Fin. p. 133. 1994.
12. Тарачев В. А. Кредитные риски и развитие банковской системы // Деньги и кредит. – 2003. – № 6. – С. 25.
13. Усоскин В. М. Современный коммерческий банк: управление и операции. – М.: ВАЗАР-ФЕРРО, 1994. – С. 292.
14. Залесова М. Г. Процесс секьюритизации как механизм совершенствования системы долгосрочного кредитования // Банковское дело. – 2004. – № 12. – С. 51.
15. Александрова Н. В. Понятие и виды секьюритизации // Финансы и кредит. – 2007. – № 5.
16. Бэр Х. П. Указ. соч.
17. Kettering, Kenneth C., Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development. Cardozo Law Review, Vol. 29, p. 1553, 2008; NYLS Legal Studies Research Paper No. 07/08-7
18. Kumpan, Christoph, Conflicts of Interest in Securitisation: Adjusting Incentives (July 1, 2009). Journal of Corporate Law Studies, Vol. 9, p. 261, 2009.

Salomatina Svetlana,
Candidate of Economic Sciences, Associate Professor at the chair of economic theory, Samara State Economic University, Samara
salom771@rambler.ru

ISSN 2304-120X
08
9 772304 120142

Securitization: Terminology Aspect

Abstract. The article focuses on the review of securitization definitions in the foreign and national economic literature. The author has reviewed the main terminology aspects of securitization, offered a definition classification by two main characteristics: first, what can be considered securitization, and second, in respect of this phenomena, focus on positive or negative aspects of the securitization process.

Key words: securitization, asset securitization, basic assets, asset-backed securities, mortgage credits, originator.

References

1. Ber H.P. Sekyuritizatsiya aktivov: sekyuritizatsiya finansovyih aktivov – innovatsionnaya tehnika finansirovaniya bankov. – M.: Volters Kluver, 2007. – P. 28. (in Russian).
2. Molotnikov A.E. Pravovoe regulirovanie ryinka tsennyih bumag. – M.: Startap, 2013. – P. 209. (in Russian).
3. Ber H.P. Sekyuritizatsiya aktivov: sekyuritizatsiya finansovyih aktivov – innovatsionnaya tehnika finansirovaniya bankov. – M.: Volters Kluver, 2007. – P. 37.(in Russian).
4. Lipson J.C. Defining securitization [Electronic recourse]// Southern California Law Review. 2012. (in English).
5. Ulyukaev C. Sekyuritizatsiya aktivov i sekyuritizatsiya bankovskih aktivov: kak otlichat, ponimat i traktovat?// Ekonomicheskaya politika.- 2010.- # 1-el (in Russian).
6. Ber H.P. Sekyuritizatsiya aktivov: sekyuritizatsiya finansovyih aktivov – innovatsionnaya tehnika finansirovaniya bankov. – M.: Volters Kluver, 2007. – P. 21. (in Russian).
7. Blank I. A. Osnovyi investitsionnogo menedzhmenta. T. 2. – K.: Elga-N, Nika-Tsentr, 2001. – P. 448. (in Russian).
8. Rachkevich A.Yu., Alekseeva I.A. Sekyuritizatsiya: harakternyie priznaki i opredelenie // Dengi i kredit. – 2008. – # 8. . (in Russian).
9. Gavrilova L. Kak ispolzovat kreditnyie derivativyi // Ryinok tsennyih bumag. – 2000. – # 7. – P. 40. (in Russian).
10. Selyukov V. K., Goncharov S. G. Upravlenie finansovyimi riskami na ryinke zhilischnogo ipotechnogo kreditovaniya // Menedzhment v Rossii i za rubezhom. – 1999. – # 4. – P. 110. (in Russian).
11. Schwartz S. L. The Alchemy of Asset Securitization, 1 Stan. J. L. Bus. & Fin. p. 133. 1994. (in English).

12. Tarachev V . A. Kreditnyie riski i razvitie bankovskoy sistemyi // Dengi i kredit. – 2003. – # 6. – P. 25.
13. Usoskin V. M. Sovremennyiy kommercheskiy bank: upravlenie i operatsii. – M.: VAZAR-FERRO, 1994. – P. 292. (in Russian).
14. Zalesova M. G. Protsess sekyuritizatsii kak mehanizm sovershenstvovaniya sistemyi dolgosrochnogo kreditovaniya // Bankovskoe delo. – 2004. – # 12. – P. 51. (in Russian).
15. Aleksandrova N.V. Ponyatie i vidyi sekyuritizatsii // Finansyi i kredit. – 2007. – # 5. (in Russian). (in Russian).
16. Ber H.P. Sekyuritizatsiya aktivov: sekyuritizatsiya finansovyih aktivov – innovatsionnaya tehnika finansirovaniya bankov. – M.: Volters Kluver, 2007. (in Russian).
17. Kettering, Kenneth C., Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development. Cardozo Law Review, Vol. 29, p. 1553, 2008; NYLS Legal Studies Research Paper No. 07/08-7 (in English).
18. Kumpan, Christoph, Conflicts of Interest in Securitisation: Adjusting Incentives (July 1, 2009). Journal of Corporate Law Studies, Vol. 9, p. 261, 2009. (in English).

Рекомендовано к публикации:
Горевым П. М., кандидатом педагогических наук, главным редактором журнала «Концепт»