

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ КАК ФАКТОР РАСШИРЕНИЯ ГРАНИЦ КРЕДИТА

УДК 336.77

Татьяна Михайловна Костерина,
к.э.н., профессор, проф. кафедры
Финансов, кредита и банковского дела
Московского государственного универ-
ситета экономики, статистики и инфор-
матики (МЭСИ)
Тел.: 8 (495) 442-24-93
Эл. почта: TKosterina@mesi.ru

Татьяна Александровна Панова,
доцент кафедры Финансов, кредита и
банковского дела
Московского государственного универ-
ситета экономики, статистики и инфор-
матики (МЭСИ)
Тел.: 8 (495) 442-24-93
Эл. почта: TPanova@mesi.ru

В статье рассматривается проблема влияния финансового рынка на границы кредита посредством использования секьюритизации активов. Авторы анализируют ее сущность, функции, виды и кредитную практику банков-участников рынка кредитных деривативов. Основное внимание акцентируется на его противоречиях, воздействующих на масштабы банковского кредитования.

Ключевые слова: границы кредита, секьюритизация, кредитные деривативы, традиционная и синтетическая секьюритизация, финансовый рынок.

Tatiana M. Kosterina,
PhD in Economics, Professor, the De-
partment of Finance, credit and banking
Moscow State University of Economics,
Statistics and Informatics (MESI)
Tel.: 8 (495) 442-24-93
E-mail: TKosterina@mesi.ru

Tatyana A. Panova,
Associate Professor, the Department of
Finance, credit and banking
Moscow State University of Economics,
Statistics and Informatics (MESI)
Tel.: 8 (495) 442-24-93
E-mail: TPanova@mesi.ru

SECURITIZATION AS A FACTOR OF THE BORDER CREDIT EXTENSION

The article discusses the problem with financial market influence on the border credit through the use of the asset securitization. The authors analyze its nature, functions, types and credit practices of the banks-participants in credit derivatives market. Too much emphasis is focuses on its contradictions affecting the scale of the bank lending.

Keywords: border credit, securitization, credit derivatives, traditional and synthetic securitization, financial market.

1. Введение

В современной экономике кредит вновь оказался в центре внимания. Финансовый экономический кризис, начавшийся на Западе в кредитной сфере, выявил необходимость более глубоких исследований кредита и его влияния на экономическую среду. Общество в еще большей степени оказалось заинтересованным не только в преодолении экономического спада, но и в том, чтобы найти возможность избежать прежних заблуждений и ошибок в денежно-кредитном регулировании. Вопрос о новых экономических конструкциях, мерах обеспечения стабильного и устойчивого развития, в том числе с помощью кредитных инструментов, стал наиболее востребованным как в научном, так и практическом отношении.

2. Границы кредита и факторы их определяющие

Согласно Большой советской энциклопедии «экспансия» происходит от латинского *expansion* и означает расширение, распространение. В литературе о денежно-кредитных отношениях кредитная экспансия трактуется как разновидность экономической экспансии. Кредитная экспансия как экономический процесс не является случайной, она выступает как выражение закономерностей экономического развития, отражения роста материальных благ и реальных накоплений. Порожденная интересами кредиторов и заемщиков, кредитная экспансия характеризует развитие денежно-кредитной системы.

Экономические границы кредита являются определяющим элементом кредитной экспансии. По мнению О.И.Лаврушина, границы кредита – это некий водораздел (линия, рамки), за пределами которых кредит превращается в свою противоположность, перестает существовать как процесс, имеющий специфическую сущность [1]. Таким специфическим свойством, ограничивающим функционирование кредита, является его возвратность. Нарушение возвратности как базового предела неизбежно приводит к потере кредитом его специфических качеств, превращает кредит в иное, не свойственное его природе отношение. Кредит, выходящий за рамки возвратного движения, превращается в свою противоположность, перестает существовать.

Граница это, однако, не только то, что отделяет предмет от других предметов, но и то, что связывает его с ними. Такую роль связующего звена, как известно, выполняют законы, которые, выражая существенное, отражают отношение между сущностями. Такими законами, как отмечалось ранее, являются законы возвратности кредита, равновесия между высвобождаемыми и перераспределяемыми на началах возвратности ресурсами, сохранение ссужаемой стоимости и временного функционирования. Их нарушение – это нарушение границ кредита, неизбежно приводящее к вовлечению кредита в покрытие потребностей, не отвечающих его природе, возникновению диспропорций и противоречий.

Расширение кредита, характеризуя кредитную экспансию, может отражать процесс более широкого его использования в условиях неразвитости сложившейся кредитной практики, процесс «утоления голода» с помощью использования кредитных ресурсов экономическими субъектами, испытывающими острую потребность в заемных капиталах. Расширение кредитования в этих условиях возникает не на фоне избытка ссудных капиталов, а в условиях существенного неудовлетворенного спроса на дополнительные кредитные ресурсы.

В научной литературе к факторам, влияющим на границы кредита, как правило, относят: тип экономики и степень ее устойчивости, законодательное регулирование кредитных отношений, уровень развития кредитной

системы и финансового рынка, направленность денежно-кредитной и налоговой политики, кредитоспособность заемщиков, уровень кредитных рисков и многое другое. В последние годы появились новые, мало исследованные факторы, среди которых существенную роль играет секьюритизация.

3. Секьюритизация финансовых активов: понятие, функции, виды

Как таковой термин «секьюритизация» впервые появился в колонке «Слухи со Стрит» («Rumors from Street») Wall Street Journal в 1977 г. Он был предложен Л. Раниери, главой ипотечного департамента инвестиционного банка Salomon Brothers, в статье, посвященной описанию андеррайтинга первого выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам.

В настоящее время в научной и специальной литературе встречается множество определений понятия секьюритизации, что лишний раз подчеркивает всю сложность описываемого явления.

Под секьюритизацией понимается «...тенденция возрастания роли ценных бумаг и инструментов на их основе на рынке капиталов, привлечение финансирования путем выпуска ценных бумаг и инструментов на их основе вместо привлечения банковских ссуд» [2].

По мнению Э. Дэвидсона, секьюритизация – это упаковка в пул кредитов или дебиторской задолженности с использованием механизмов повышения кредитного качества и последующая продажа упакованных активов инвесторам. Инвесторы покупают переупакованные активы в форме ценных бумаг или кредита, которые обеспечены этим пулом активов. Секьюритизация, таким образом, превращает неликвидные активы в ликвидные [3].

Единого мнения по поводу определения секьюритизации в научном сообществе нет, что, в свою очередь, влечет достаточно негативные последствия для развития института секьюритизации в целом. Так, К. Кеттеринг утверждает, что сделки

секьюритизации, структурированные в «классической манере», не имеют какой-либо другой цели и эффекта, кроме как обход нормативов, касающихся банкротства [4].

По мнению Кроливецкой В.Э., одним из способов решения проблемы банков с долгосрочными кредитными ресурсами является развитие системы рефинансирования банковских активов на основе секьюритизации [5].

Термин «секьюритизация» охватывает широкий круг сделок особого рода, создающий некий комплекс достаточно сложных юридических действий. И этот комплекс в зависимости от пожеланий организаторов секьюритизации может сильно варьировать, изменяться, дополняться. В этом случае специалисты говорят о структурировании сделки секьюритизации. При этом принцип секьюритизации является довольно простым. В истории финансовой индустрии он используется давно и применялся в различных ее областях. Ипотечные банки, например, столетиями рефинансируют свою задолженность на рынках капиталов посредством закладных. Новшеством секьюритизации как таковой является распространение данного принципа на разнообразные формы кредитов и использование при этом всех преимуществ глобализации.

Процесс секьюритизации охватывает различные сферы деятельности. В настоящее время, по мнению Н.И. Берзона, секьюритизацию следует рассматривать в широком и узком смысле протекания этого процесса [6].

В широком смысле под секьюритизацией понимают постепенное замещение классического банковского кредитования финансированием, основанным на выпуске ценных бумаг. В узком смысле под секьюритизацией понимают инновационную технику финансирования, в рамках которой выделяют два направления ее развития:

- традиционная (классическая) секьюритизация финансовых активов, предполагающая трансформацию неликвидных активов в высоколиквидные ценные бумаги и имеющая несколько разновидностей;

- синтетическая секьюритизация, предусматривающая выпуск инструментов (обычно в виде кредитных деривативов), платеж по которым обусловлен наступлением кредитного события базового актива, а также обеспечивающих перераспределение рисков внутри одного пула базовых активов.

Между традиционной и синтетической секьюритизацией существует принципиальная разница. Во-первых, традиционная секьюритизация является внебалансовым механизмом финансирования, тогда как синтетическая секьюритизация – балансовым. Синтетическая секьюритизация не позволяет оригинатору (инициатор сделки) снять активы с баланса. С этой точки зрения синтетическая секьюритизация не улучшает коэффициент соотношения задолженности и капитала. В случае, если компаниям не разрешено уступать свои активы, или они не могут позволить себе традиционную секьюритизацию, или просто хотят привлечь новых инвесторов (например, некоторые юрисдикции не разрешают страховым компаниям инвестировать в корпоративные облигации, даже если компания имеет высокий кредитный рейтинг) – тогда используется синтетическая секьюритизация для финансирования и хеджирования кредитного риска.

Во-вторых, при традиционной секьюритизации всегда создается *SPV* (Special Purpose Vehicle – специально созданный финансовый посредник), но это не обязательно наблюдается в синтетической секьюритизации. Для того чтобы создать продажу (в юридическом смысле), необходим контрагент по сделке (покупатель). Такой покупатель должен быть изолирован от оригинатора и ограничен в возможности осуществления каких-либо экономических операций для того, чтобы снизить вероятность банкротства. Этим целям наилучшим образом отвечает создание *SPV*, которое учреждается специально лишь для покупки актива оригинатора, при этом оно не осуществляет никаких операций. Некоторые сделки синтетической секьюритизации

оказываются дешевле по сравнению с традиционной секьюритизацией, в том числе в связи с тем, что не создаются *SPI*, и специальная структура для обеспечения условий продажи.

В-третьих, главная функция традиционной секьюритизации состоит в получении более дешевых ресурсов, тогда как основная функция синтетической секьюритизации – хеджирование кредитных рисков. Традиционная секьюритизация имеет много правовых ограничений и потому более дорогостоящая по сравнению с синтетической секьюритизацией. Между тем традиционная секьюритизация позволяет оригинаторам получить более дешевое финансирование путем обособления риска определенного актива от рисков, которые характерны для оригинатора и других его активов. С другой стороны, синтетическая секьюритизация в основном используется для управления кредитными рисками и направлена на их хеджирование, хотя некоторые компании используют ее и как способ финансирования. Итак, синтетическая секьюритизация имеет свои преимущества и недостатки по отношению к традиционной секьюритизации. Общее мнение специалистов таково, что необходимо правовое регулирование для реализации обоих типов секьюритизации.

4. Место и роль секьюритизации в развитии финансовых рынков

Секьюритизация начала приобретать широкое распространение в конце 1970-х, и последующее распространение этой техники финансирования по всему миру изменило философию кредитования. Появление рынка секьюритизированных активов стало одним из важнейших новшеств финансовой индустрии последних десятилетий. С микроэкономической точки зрения оно означает новый виток развития традиционных банковских сделок по кредитованию. С точки зрения макроэкономики секьюритизация представляет собой эффективную форму трансформации сбережений в инвестиции. При этом традиционному распределению функций меж-

ду предпринимателями, банками и лицами, имеющими сбережения, придается значительно меньшее значение. Таким образом, секьюритизация знаменовала начало новой фазы финансового посредничества. Ее бурное развитие, прежде всего, в сегменте кредитных деривативов, на западных рынках относится к началу 90-х годов XX века. Особенно высокие темпы роста наблюдались в США, где существенным источником финансирования банков является фондовый рынок, что позволяет некоторым авторам характеризовать экономику этой страны, как финансовый капитализм [7]. Поскольку этот рынок не поддается регулированию, то вторая функция секьюритизации – хеджирование рисков может быть блокирована, что продемонстрировал финансовый кризис 2007–2009 годов.

У банков как участников рынка деривативов появилась возможность формировать кредитный портфель не только для себя, но и для инвесторов. В этой связи они должны учитывать интересы инвесторов, конъюнктуру рынка кредитных деривативов и, конечно, рыночные риски. Однако у банка имеются и собственные интересы. Причиной секьюритизации активов, как правило, является ограниченность возможностей традиционного фондирования, обусловленная следующим:

- сложное финансово-экономическое положение банка (недостаточная ликвидность, дефицит собственного капитала и т.п.);
- невозможность привлечения средств на денежном рынке или рынке капитала от собственного имени банкам, которые по разным причинам (размер, рейтинг, региональная замкнутость, политические и страновые риски) не могут заимствовать напрямую;
- состояние рынка и отрасли (например, кризис в секторе недвижимости в 90-х гг. XX века в Великобритании вызвал значительный отток денежных средств, что заставило банки искать альтернативные инструменты привлечения капитала);
- нормативные требования надзорных органов (норматив достаточности собственного капитала

и нормативы кредитных рисков), ограничивающие кредитную активность банка [8].

Считаем обязательным добавить к этим факторам необходимость формирования резервов под возможные потери банков. Чем выше уровень кредитных рисков, тем жестче нормативные требования и тем больший резерв приходится создавать, снижая объем кредитных ресурсов. Чем большая доля капитала находится в резерве, тем дороже кредиты. Рост процентных ставок, как известно, приводит к снижению спроса на банковские кредиты. Анализ мирового опыта развития секьюритизации показывает, что банки, осуществляя традиционные операции, в том числе кредитование, решают проблемы фондирования и обеспечения доходности не только в качестве посредника, но и агента финансового рынка. Значение этой функции в последнее время возрастает и в банковском секторе России, хотя масштабы отечественной секьюритизации не сопоставимы с зарубежными аналогами. Надо учитывать и специфику национальных банковских систем. Например, в США коммерческие банки законодательно отделены от инвестиционных банков и финансовых институтов долгосрочного кредитования.

С точки зрения инвесторов сами банки могут выступать источником рисков на финансовых рынках, поскольку при сделках секьюритизации учитывается риск конкретных активов и платежных потоков, а финансовая устойчивость самого банка обычно не принимается во внимание.

Развитие рынка секьюритизации в последние десятилетия имеет огромное влияние на мировые рынки капитала. Благодаря секьюритизации появились новые классы долговых инструментов, и был обеспечен доступ на рынок новых участников, в том числе корпораций, что способствовало его расширению и углублению. Наблюдается рост объемов операций и расширение их географии. Меняются структура и состав рынка, а также качественные характеристики реализуемых сделок. Секьюритизация занимает

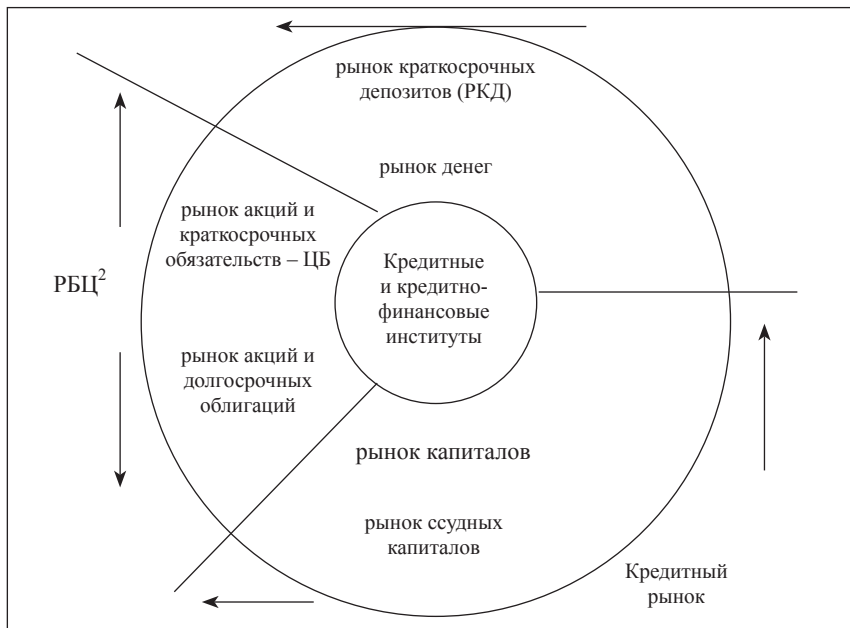


Рис. 1. Финансовые рынки

ведущее место в рейтинге инструментов структурированного финансирования. В странах с развитыми финансовыми рынками, прежде всего в США, традиционная модель банковской деятельности «выдавай и держи кредиты» сменилась на модель «выдавай и продавай кредиты». Очевидно, что банки не могут финансировать всю экономику со своего баланса. Рынок производных финансовых инструментов является важным источником финансирования деятельности субъектов бизнеса. В этом смысле секьюритизация существенно расширяет границы кредита.

Финансовый рынок – это рынок, на котором осуществляется перераспределение свободных денежных капиталов и сбережений между различными субъектами экономики путем совершения сделок с финансовыми активами. Его базовая сегментация основана на таком признаке, как цели перераспределения, и предполагает выделение в составе финансового рынка денежного рынка и рынка капиталов[9].

Денежный рынок – это рынок относительно краткосрочных операций (не более одного года), на котором происходит перераспределение ликвидности, т. е. свободной денежной наличности. Основными участниками денежного рынка яв-

ляются банки, в том числе Центральный банк.

На рынке капиталов происходит перераспределение свободных капиталов и их инвестирование в различные доходные финансовые активы. На этом рынке совершаются относительно долгосрочные операции, обеспечивающие формирование собственного (акционерного) капитала компаний и корпораций, привлечение инвестиций и перераспределение корпоративного контроля. Строгой границы между денежным рынком и рынком капиталов не существует: одни и те же инструменты могут обращаться как на денежном рынке, так и на рынке капиталов (например, облигации первоклассных эмитентов). Различие между этими секторами финансового рынка заключается в выполняемых ими функциях.

Основной функцией денежного рынка является поддержка ликвидности всех участников рынка и экономики в целом. Функциями рынка капиталов состоит в их формировании и перераспределении между экономическими агентами, осуществление корпоративного контроля (через движение цен на акции, отражающих рыночную стоимость компаний), инвестирование капиталов на цели развития и проведение спекулятивных операций, которые

представляют собой инструмент достижения динамичной сбалансированности рынка.

Исключая из процесса привлечения финансовых ресурсов банки, компании путем выпуска ценных бумаг и непосредственной их продажи инвесторам обеспечивают значительную экономию денежных средств. Характеризуя процесс секьюритизации в широком смысле, американские специалисты подчеркивают: «Благодаря смещению акцентов от индивидуальных отношений с кредитной организацией и иными институциональными кредиторами к широкому взаимодействию с обезличенными заимодавцами, осуществляемому при посредничестве биржи, кредитной олигополии, которая раньше могла диктовать собственные условия, была найдена замена в лице более сговорчивых институциональных инвесторов, оперирующих на рынке капиталов»[Hielcher, Ohl, 1994].

Из этого следует вероятность сокращения объемов банковского кредитования, то есть, появляется возможность сжатия границ кредита. Однако в широком смысле, если финансовый инструмент представляет интерес для инвесторов, банки получают недепозитный источник привлечения денежных средств и, следовательно, расширения объемов кредитования. Эмиссия ценных бумаг, как инструментов секьюритизации, включает облигации, обеспеченные реальными активами (ипотекой, другими залоговыми кредитами, депозитами) и обеспеченные долговыми обязательствами, например, дефолтными swapами. Такое привлечение средств широкого круга инвесторов дает не только большие суммы заимствований, но и определенную независимость от отдельно взятого кредитора, отсутствие дополнительных условий с его стороны, привлечение ресурсов на длительный срок, возможность управлять своим долгом, формирование публичной кредитной истории и т.д.

Рассмотренные преимущества облигационных займов по сравнению с банковским кредитованием способствуют тому, что в общем

объеме финансирования инвестиций облигации начинают играть решающую роль.

Процесс секьюритизации носит глобальный характер и охватывает как развитые, так и развивающиеся рынки. В России объемы выпуска корпоративных облигаций постоянно увеличиваются и растут опережающими темпами по сравнению с банковскими кредитами. Если исходить из размера компании, то молодым и небольшим компаниям предпочтительней использовать банковский кредит, а крупным компаниям – облигационные займы. Безусловно, крупные компании помимо облигаций прибегают к банковскому кредитованию, и в дальнейшем будут привлекать банковские кредиты, диверсифицируя источники финансирования.

5. Заключение

Развитие денежно-кредитной системы характеризуется в зависимости от макроэкономической ситуации кредитной экспансией или снижением кредитной активности. Пределы того и другого определяются, как границы кредита. Анализ факторов, влияющих на границы кредита, позволил выявить новые, обусловленные уровнем развития финансового рынка, факторы, среди которых мы выделяем секьюритизацию. Научный анализ секьюритизации позволил раскрыть ее сущность, функции и перспективы развития. Показана противоречивость влияния секьюритизации на развитие кредита. С одной стороны, свободный доступ к ресурсам финансового рынка расширяет границы кредита, а с другой стороны, – клиенты банков получают прямой доступ к этим ресурсам посредством выпуска облигаций и производных финансовых инструментов, что ве-

дет к снижению спроса на банковские кредиты. Для России, как страны с банковско-ориентированной кредитно-финансовой системой, для эффективного использования секьюритизации принципиальное значение имеет нормативно-правовое регулирование ее применения.

Литература

1. Кредитная экспансия и управление кредитом: учебное пособие / коллектив авторов; под ред. О.И.Лаврушина. – М.: KNORUS, 2013, 264 с.
2. Финансово-кредитный энциклопедический словарь // Под ред. А.Г.Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2002, – с. 884.
3. Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структура и анализ / Пер. с англ. – М.: Вершина, 2009.
4. 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*.
5. Кроливецкая В.Э. О секьюритизации банковских активов // Проблемы современной экономики, № 1/2009.
6. Инновации на финансовых рынках: коллект. моногр. / Н.И.Берзон, Е.А. Буянова, В.Д. Газман и др.; под научн. ред. Н.И.Берзона, Т.В.Тепловой. – Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». – М.: Изд. дом Высшей школы экономики, 2013, – с. 13.
7. Cioffi J. W. Corporate Governance Reform, Regulatory Politics, and the Foundations of Finance Capitalism in the United States and Germany // *7 German Law Journal*. 2006. № 6. June 1.
8. Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная тех-

ника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006.

9. Костерина Т.М. Банковское дело. – М: Издательство Юрайт, 2013.

References

1. Credit Expansion and Credit Management: tutorial / kolektiv avtorov; pod red. O.I.Lavrushina. – M.: KNORUS, 2013, 264 s.
2. Finansial-Credit Encyclopedic Dictionary // Pod red. A.G.Gryaznovoij. – M.: Finansy i statistika, 2002, – s. 884
3. Davidson E. Mortgage Securitization: World Experience, structure and analysis. / Per. s angl. – M.: Ver-shina, 2009
4. 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*
5. Krolivetskaya V.E. About Securitization of Bank Assets // *Problemy sovremennoj ekonomiki*, № 1/2009.
6. Innovation in Financial Markets: the collective monograph. / N.I.Berzon, E.A. Buyanova, V.D. Gazman i dr.; pod nauchn. red. N.I.Berzona, T.V.Teplovoj. – Nac. issled. un-t «Vysshaya shkola ekonomiki». – M.: Izd. dom Vyshej shkoly ekonomiki, 2013, – s. 13.
7. Cioffi J. W. Corporate Governance Reform, Regulatory Politics, and the Foundations of Finance Capitalism in the United States and Germany // *7 German Law Journal*. 2006. № 6. June 1.
8. Baer J.P. Asset Securitization: Securitization of Financial Assets – Innovative Technology Financing Banks / Per. s nem. – M.: Volters Klu-ver, 2006.
9. Kosterina T.M. Banking. – M: Izdatelstvo Yurajt, 2013.