

ОСОБЕННОСТИ РАЗВИТИЯ РЫНКОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В США И СТРАНАХ ЗАПАДНОЙ ЕВРОПЫ

А. В. Ремнёв

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»

Поступила в редакцию 2 июня 2017 г.

Аннотация: в статье рассмотрены динамика и структура рынков секьюритизации США и Западной Европы. Проанализированы особенности функционирования данных рынков, определившие основные направления развития глобального рынка секьюритизации. Выявлены факторы, повлиявшие на структуру секьюритизируемых активов. Проанализированы взаимосвязь и причины различного поведения рынков секьюритизации США и Западной Европы в условиях кризиса 2008 г.

Ключевые слова: секьюритизация финансовых активов, ценные бумаги, финансирование, лизинг, оригинатор.

Abstracts: the article examines the dynamics and structure of securitization markets in the USA and Western Europe. The features of the functioning of these markets which determine the main directions of development of global securitization market are highlighted. The factors that influence the structure of the securitized assets are discovered. The article also contains the analysis of relationship and reasons for the different behavior of the securitization markets, the US and Western Europe, during the 2008 crisis.

Key words: securitization of financial assets, securities, financing, leasing, originator.

Основной тенденцией современной мировой экономики является стремительное развитие процессов глобализации. Свободное движение капитала способствует ускорению инвестиционных процессов, развитию конкуренции и экономической интеграции между странами. Практически любой национальный рынок вследствие присутствия на нем иностранных компаний становится частью глобального рынка. В этих условиях для России крайне важно найти конкурентоспособные механизмы и инструменты для активизации своего влияния на развитие глобальных экономических процессов. Одним из таких инструментов является секьюритизация активов.

Секьюритизация активов – это эмиссия долговых ценных бумаг, по которым погашение основного долга и выплата процентов осуществляется за счет денежных потоков, генерируемых определенным пулом финансовых активов. Основная цель секьюритизации заключается в том, чтобы отделить финансовый актив, генерирующий денежные потоки, от рисков компании-оригинатора.

Секьюритизация активов позволяет минимизировать риски и существенно снизить стоимость заимствований. Помимо этого оригинаторы полу-

чают публичную кредитную историю, диверсифицируют источники финансирования, высвобождают капитал и т. д. Как было отмечено С. Л. Шварцем [1], секьюритизация не только снижает прямые затраты оригинатора на финансирование, но и обеспечивает значительные дополнительные выгоды.

Характерными особенностями секьюритизации являются большое количество участников, сложная структура сделки и длительные сроки организации процесса финансирования. В течение нескольких десятилетий механизм секьюритизации трансформировался из перспективного инновационного инструмента в один из основных способов финансирования.

Роль секьюритизации в преобразовании финансовых рынков и рынков капитала постоянно возрастает. Стремительное развитие данного инструмента в США и странах Западной Европы подтверждает актуальность данной работы.

Первые ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, были выпущены американской правительственной национальной ипотечной ассоциацией GNMA в феврале 1970 г.

На начальном этапе развития секьюритизация должна была стать одной из значимых операций на рынке, так как позволяла банкам получать до-

ходы из разных источников одновременно и обеспечивала удобные условия для организации контроля и управления собственным балансом и рисками [2, с. 429–430].

Термин «securitization» впервые предложил использовать Л. Раниери (глава ипотечного департамента компании Salomon Brothers) в 1977 г. в период организации выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам. Данная сделка получила название Bank America issue.

Необходимо отметить, что секьюритизация активов изначально была мерой поддержки строительной индустрии США и не являлась самостоятельным финансовым инструментом.

Первая сделка по секьюритизации неипотечных кредитов была проведена лишь в 1985 г. лизинговой

компанией Sperry Lease Finance. Обеспечением по сделке стали денежные потоки по контрактам на поставку компьютерного оборудования. После секьюритизации лизинга последовали сделки по секьюритизации автокредитов, кредитных карт, розничных кредитов и других классов активов.

Участники рынка достаточно быстро оценили все преимущества инновационного способа финансирования. Для оригинаторов секьюритизация стала эффективным способом привлечения финансирования, а для инвесторов действенным механизмом инвестирования средств в низкорискованные обеспеченные активы.

По данным агентства ABS Alert [3], крупнейшими банками на рынке структурного финансирования являются J. P. Morgan, Citigroup, Bank of America и др. (рис. 1).

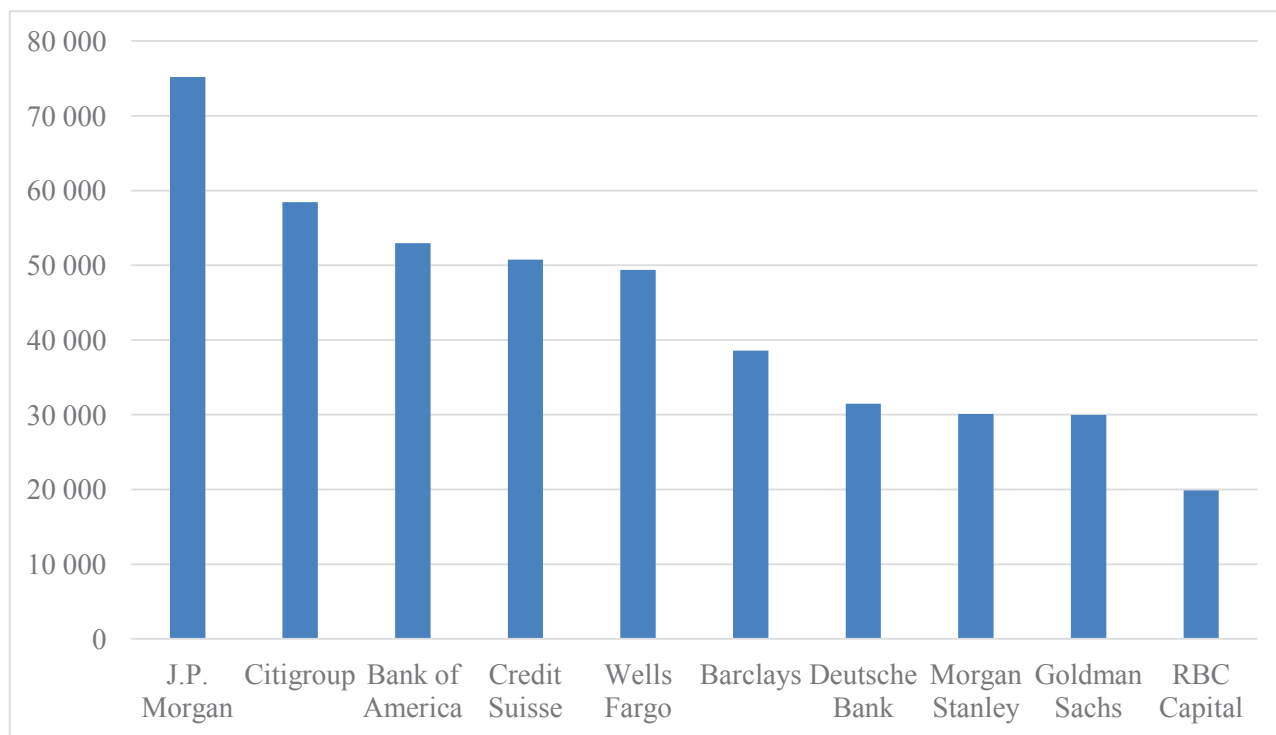


Рис. 1. ТОП-10 инвестиционных банков по объемам структурного финансирования в 2016 г., млн дол.

С момента возникновения данного инструмента бесспорным мировым лидером на рынке секьюритизации остаются США. Американские банки активно участвуют в организации эмиссии обеспеченных ценных бумаг не только на внутреннем рынке, но и в других странах, в том числе в странах Западной Европы. Из 10 крупнейших банков по объемам организации структурного финансирования 7 банков являются американскими. Как правило, крупнейшие банки-андеррайтеры являются

глобальными игроками на мировом рынке секьюритизации.

По данным Ассоциации участников индустрии ценных бумаг и финансовых рынков SIFMA [4], за весь период наблюдения объем секьюритизации активов в США достиг максимального значения в 2003 г. и составил 2 914,5 млрд дол. (рис. 2).

Анализируя динамику изменения объемов секьюритизации, целесообразно выделить два этапа развития рынка секьюритизации в США: с

2001 по 2007 гг. и с 2008 по 2015 гг. До начала ипотечного кризиса в период 2001–2007 гг. ежегодный объем рынка секьюритизации составлял приблизительно 2–3 трлн дол. Столь значительные объемы были обеспечены в основном за счет двух основных факторов: активного роста ипотечного рынка в США и секьюритизации ипотечных активов, аккумулированных в предыдущие периоды. После достижения пиковых значений в 2003 г. на рынке секьюритизации США наступила стагнация, обусловленная снижением рынка MBS (Mortgage-

Back Securities), в то время как рынок ABS (Asset-Backed Securities) продолжил рост до начала ипотечного кризиса в 2007–2008 гг. В 2008 г. объемы секьюритизации снизились более чем в два раза и составили менее 1 трлн дол. В дальнейшем инвесторы значительно переоценили имеющиеся риски. Начиная с 2009 г., рынок секьюритизации начал медленное восстановление, тем не менее ежегодные объемы секьюритизации оставались примерно на 40–50 % ниже чем в докризисный период (рис. 3).

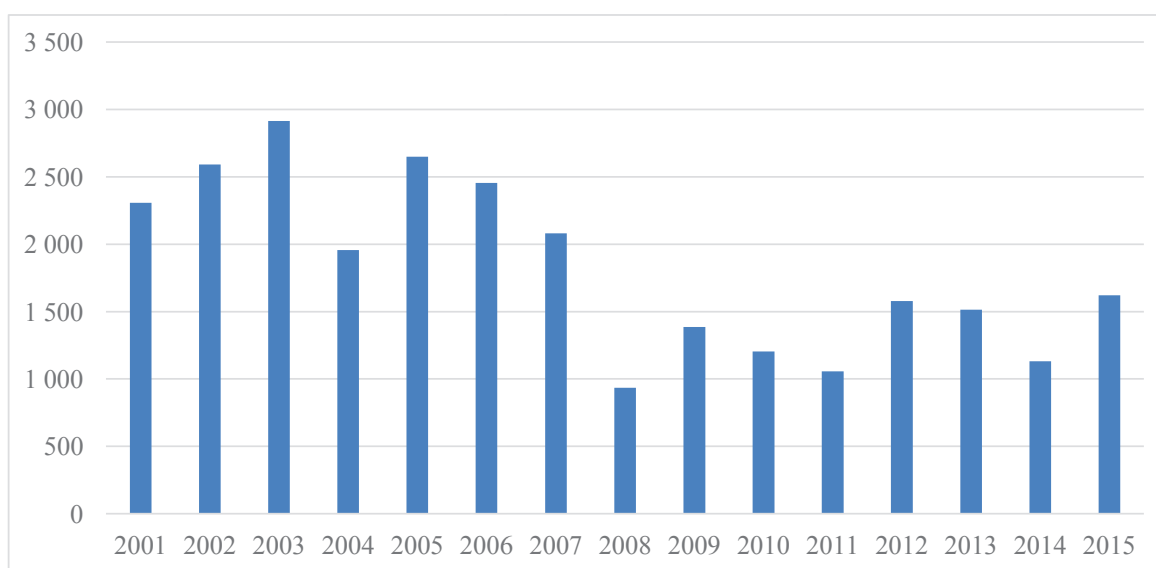


Рис. 2. Динамика объемов секьюритизации активов в США в период с 2001 по 2015 гг., млрд евро

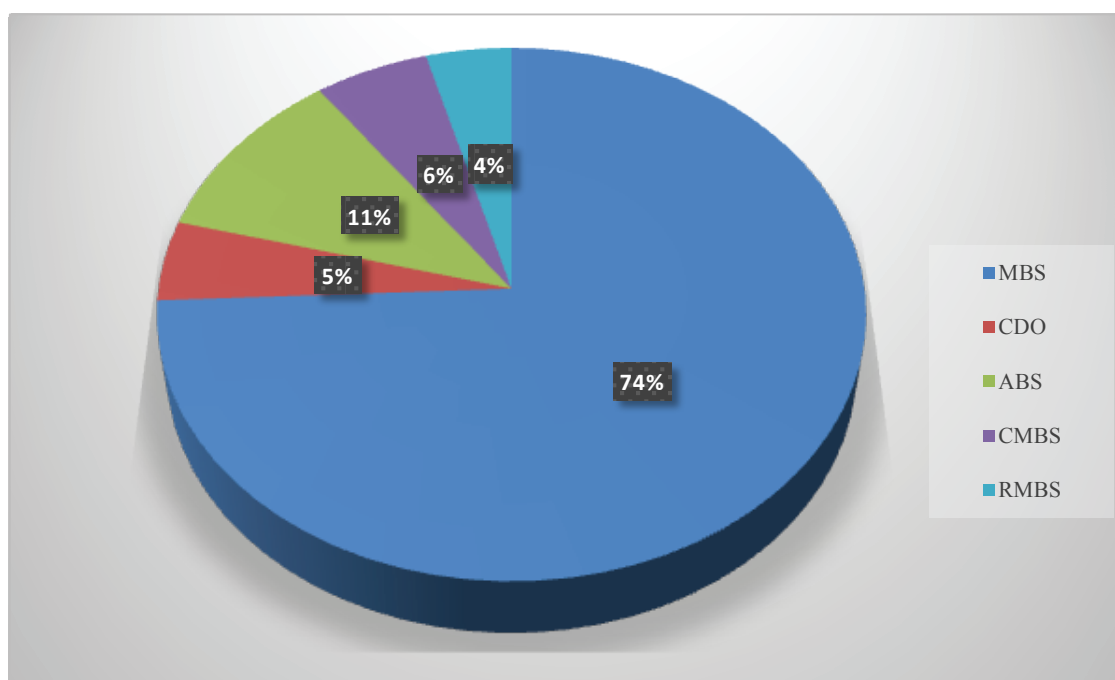


Рис. 3. Структура сделок по секьюритизации в США в 2015 г.

В последние годы широкое распространение получил выпуск ценных бумаг, обеспеченных широким кругом активов, не имеющих прямого отношения к строительной отрасли и рынку ипотеки США. Однако до настоящего времени доля бумаг, связанных с недвижимостью в общей структуре секьюритизируемых активов, стабильно превышала 80 %. Несмотря на то, что финансовый кризис был связан с ипотечным рынком США, рынок ABS упал значительно сильнее, чем рынок MBS. Для

сравнения в 2010 г. объем секьюритизации ABS был в шесть раз меньше по сравнению с предкризисным 2006 г., в то время как рынок MBS снизился всего в полтора раза. Восстановление рынка ABS также происходило более активными темпами, чем MBS. Можно сделать вывод, что рынок ABS сильнее подвержен колебаниям на финансовых рынках, чем рынок MBS ввиду более высоких рисков. По итогам 2015 г. доля ABS в структуре сделок по секьюритизации составила 11 % (рис. 4).

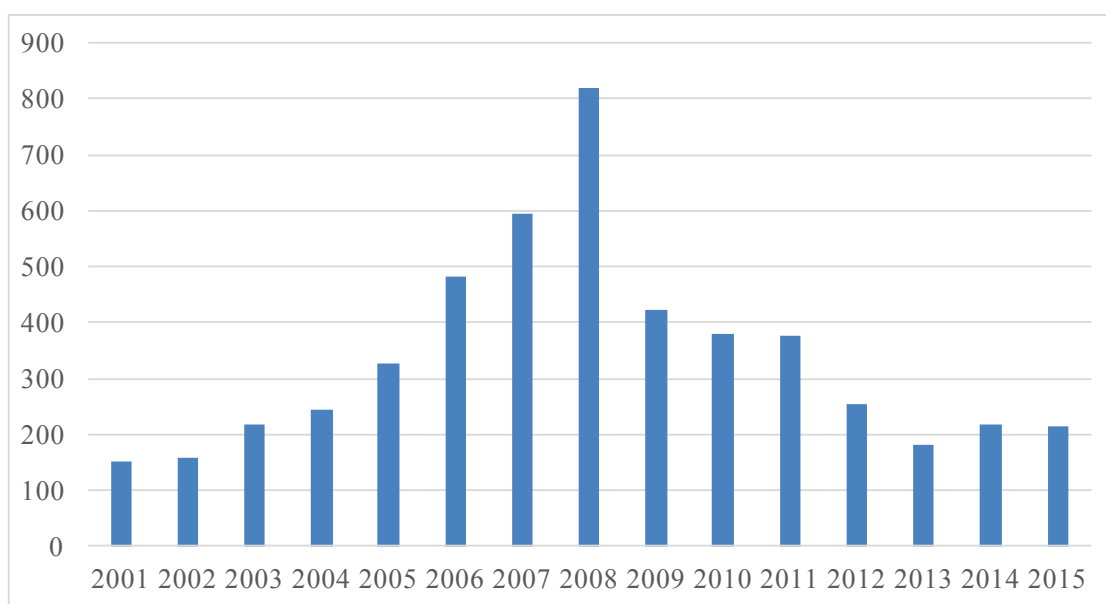


Рис. 4. Динамика объемов секьюритизации в Европе в период с 2001 по 2015 гг., млрд евро

Стоит отметить, что динамика рынка секьюритизации в Европе совершенно отличается от динамики в США. Если в США стагнация рынка секьюритизации началась уже в 2004 г., то рынок секьюритизации Европы демонстрировал стремительный рост и в кризисном 2008 г. В США после резкого снижения практически сразу началось плавное восстановление рынка. В Европе после падения рынка секьюритизации в 2009 г. продолжился ниспадающий тренд вплоть до 2013 г. По сравнению с пиковым значением объемы секьюритизации упали более чем в четыре раза.

Несмотря на то, что европейский рынок секьюритизации уверенно рос в предверии кризиса, он резко сократился, хотя большинство секьюритизированных продуктов выглядели лучше в сравнении с аналогичными продуктами в США [5].

Можно выделить следующие основные причины столь различного поведения рынков США и Европы.

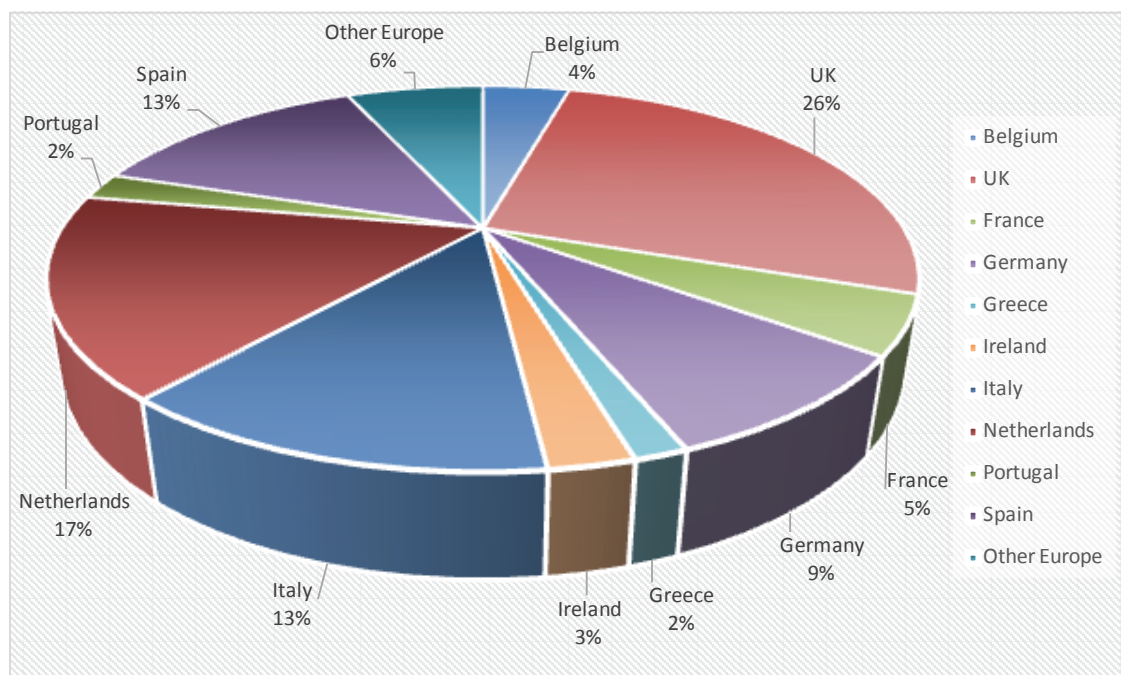
1. Более высокий уровень развития рынка секьюритизации в США. Объем секьюритизации в США и Европе в начале 2000-х гг. отличался на порядок. Рынок секьюритизации США достиг своего насыщения уже в 2003–2005 гг., а европейский рынок в этот период находился в стадии активного развития института секьюритизации.

2. В 2004 г. в США началась стагнация. Кроме того, стали стремительно нарастать риски на рынке недвижимости США, что в определенной степени охладило рынок секьюритизации. И если на рынке США тревожные сигналы стали появляться уже в 2005 г., то на рынке Европы вплоть до 2008 г. не было значимых предпосылок для отказа от секьюритизации активов.

3. Региональное разделение Европы. Уровень использования секьюритизации в странах Европы различный в силу ряда причин, в том числе нюансов законодательной базы, потребности в привлечении финансирования за счет секьюритизации,

уровня развития института секьюритизации в каждой конкретной стране и т. д. Например, объемы секьюритизации в Англии и Франции с сопо-

ставимыми экономиками различались в 2015 г. более чем в пять раз (рис. 5).



4. В Америке доминировали три ипотечных агентства: FannieMae, FreddieMac, GinnieMae, на которые приходилась большая часть всех сделок по секьюритизации в США. Следствием этого является высокая доля недвижимости в структуре сделок по секьюритизации в Америке. В Европе не было единых операторов.

5. Различная структура активов. Объемы секьюритизации в США в разы выше чем в Европе, од-

нако в Европе структура секьюритизированных активов более диверсифицирована. По итогам 2015 г. в Европе на ипотечные бумаги приходилось менее половины от общего объема эмиссии (в США больше 80 %), доля ABS составила 30 %, секьюритизация денежных поступлений по кредитам, выданным малому и среднему бизнесу, – 13 % (рис. 6).

Механизм секьюритизации был разработан и впервые использован для поддержки ипотечного

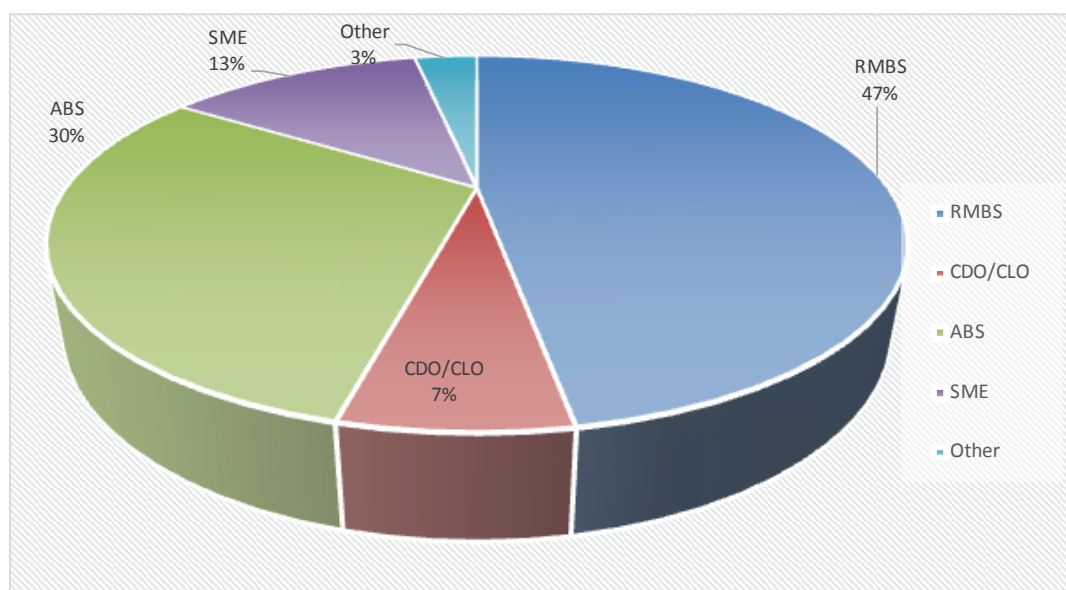


Рис. 6. Структура сделок по секьюритизации в Европе в 2015 г.

рынка США еще в 70-х гг. XX в. Впоследствии данный инструмент получил более широкое применение и был успешно адаптирован на другие классы активов. Несмотря на наличие взаимосвязи рынков секьюритизации США и Европы, становление и развитие данных рынков протекало по-разному.

В США инструмент секьюритизации существует более длительное время, однако данный механизм применялся в значительной степени как фактор поддержки ипотечного рынка и до настоящего времени не претерпел кардинальных изменений. Большинство сделок в США осуществляются по схеме «классической» секьюритизации. Крупнейшие операторы рынка – ипотечные агентства. Три четверти всего рынка секьюритизации в США приходится на MBS. Таким образом, можно сделать вывод, что секьюритизация в Америке используется в основном как элемент функционирования ипотечного рынка. Хотя рынок секьюритизации США ориентирован в основном на ипотеку, он остается крупнейшим на глобальном рынке секьюритизации.

Отличительной особенностью рынка секьюритизации Европы является большое количество стран-участниц. В значительной степени данный фактор предопределил качественное развитие рынка секьюритизации Европы. Несмотря на то, что инструмент секьюритизации внедрен в Европе намного позже, чем в Америке, он был расширен и успешно адаптирован применительно к широкому классу активов, что подтверждается более высоким уровнем диверсификации.

Различный уровень законодательной базы и страновые особенности стимулировали участников европейского рынка секьюритизации на создание более сложных финансовых продуктов. Значительная доля сделок в Европе в настоящее время реализуется по схеме «синтетической» секьюритизации, в результате которой происходит уступка прав требования на дебиторскую задолженность SPV без передачи прав собственности на секьюритизируемый актив. В Италии широкое применение получили сделки по секьюритизации лизинговых портфелей, имеющих в своем составе неоднородные активы. Также имеются случаи секьюритизации, при которых срок жизни лизинговых активов не совпадает с дюрацией облигаций, обеспеченных лизинговыми платежами. Активное использование преимуществ секьюритизации и реализация сложных схем финансирования свидетельствуют о высоком уровне развития данного механизма.

Резюмируя, необходимо отметить, что несмотря на существование взаимосвязи рынков секьюритизации США и Европы, динамика и качественное развитие механизма секьюритизации в данных регионах сильно отличаются. Особенно наглядно это видно в период с 2005 по 2008 гг., в то время как рынок США снижался, объемы секьюритизации в Европе стремительно росли.

Многие страны Европы не используют в полной мере те возможности, которые предоставляет данный механизм. В ряде стран объемы секьюритизации остаются небольшими либо отсутствуют совсем. Таким образом, существует определенный потенциал для роста данного рынка в количественном выражении. Кроме того, рынок секьюритизации еще не в полной мере восстановился после кризиса 2008 г., что также будет оказывать положительное влияние на динамику рынка.

Особенности законодательства и региональное разделение Европы являются, с одной стороны, сдерживающим фактором для роста объемов эмиссии, с другой – мощным стимулом, способствующим диверсификации секьюритизируемых активов и усложнению механизма секьюритизации.

Российский рынок качественно и количественно отстает от рынков секьюритизации США и Западной Европы. Однако это позволяет внедрять финансовые инновации в более короткие сроки, так как многие механизмы уже реализованы на других рынках и требуется только их адаптация с учетом российской специфики. Кроме этого, существует возможность оценить эффект от внедрения тех или иных финансовых решений.

Создание крупных государственных операторов способствует стремительному развитию отраслевых рынков. В последние годы в России сформировалась тенденция, направленная на стимулирование рынка секьюритизации через институты развития, в частности АИЖК. Стоит отметить, что поддержка отдельных отраслей может приводить к определенным диспропорциям в экономике и повышенным рискам. Модель развития рынка секьюритизации в России имеет сходство с американской моделью. На обоих рынках присутствуют крупные операторы в сфере жилищного кредитования. Основные объемы секьюритизации приходятся на ипотеку. Коррекция цен на недвижимость в США негативно сказалась на стоимости обеспечения по секьюритизированным облигациям и стала причиной полномасштабного финансового кризиса в 2007–2008 гг. Низкая доля альтернативных классов активов не позволила сгладить эффект

от падения цен на жилье. В настоящее время в условиях стагнации строительного рынка аналогичная ситуация имеет место на российском рынке. Однако в масштабах российской экономики объемы секьюритизации являются не столь значительными.

Необходимость диверсификации структуры секьюритизируемых активов обусловлена не только снижением рисков. Российская экономика нуждается в модернизации. Требуется привлечение значительных инвестиций в различные отрасли экономики. В таких условиях действенным механизмом развития отечественной экономики является стимулирование процессов по секьюритизации лизинговых, факторинговых активов, кредитов малому и среднему бизнесу. Использование итальянского опыта секьюритизации неоднородных лизинговых активов может привлечь значительные инвестиции в капиталоемкие отрасли российской экономики. Важным фактором развития механизма секьюритизации в Европе также является прямой выкуп секьюритизированных активов Европейским центральным банком. Реализация данного инструмента в России может привести к быстрому росту

рынка секьюритизации и позволит ЦБ РФ управлять структурой секьюритизируемых активов.

Мировой опыт показывает, что системное развитие рынка секьюритизации позволяет не только снизить существующие риски, но и стимулировать масштабные инвестиционные процессы в экономике.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Schwarcz S. L.* The Alchemy of Asset Securitization. *Stanford Journal of Law, Business and Finance*. 1994. Vol. 1. P. 154
2. *Бэр Х. П.* Секьюритизация активов / Х. П. Бэр. – М. : Волтерс Клувер, 2007. – с. 429–430.
3. *ABS Alert*. – Mode of access: <https://www.abalert.com/rankings.pl?Q=93>
4. *SIFMA Data Bank, AFME Securitisation Data Report, Fourth Quarter, 2015*. – Mode of access: <http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=8589959288>
5. *European Parliamentary Research Service, Understanding Securitisation, 2015, P.1*. – Mode of access: http://www.europarl.europa.eu/Reg_Data/etudes/IDAN/2015/569017/EPRS_IDA%282015%29569017_EN.pdf

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»

Ремнёв А. В., аспирант кафедры экономики

E-mail: aleksey_remnev@mail.ru

Тел.: 8-926-571-89-08

National Research University Higher School of Economics

Remnev A. V., Post-graduate Student of Economics Department

E-mail: aleksey_remnev@mail.ru

Tel.: 8-926-571-89-08