

КОНСТРУИРОВАНИЕ ПАРАМЕТРОВ ЦЕННЫХ БУМАГ, ОБЕСПЕЧЕННЫХ АКТИВАМИ, С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ФИНАНСОВОГО ИНЖИНИРИНГА

Е. А. Павельева

Воронежский государственный университет

Поступила в редакцию 20 сентября 2012 г.

Аннотация: в свете кризисного состояния мировой экономики проблема создания финансовых инструментов, способных, с одной стороны, управлять рисками и перераспределять их между множеством участников финансового рынка, а с другой – соответствовать уникальным потребностям эмитентов и инвесторов в доходности, ликвидности, приобрела значительную актуальность. В настоящей статье проанализированы отдельные аспекты использования финансового инжиниринга при конструировании облигаций, обеспеченных активами, дано авторское определение финансового инжиниринга на рынке ценных бумаг, обеспеченных активами, определены его методы и инструменты. Сделан вывод о влиянии основных и второстепенных параметров ценных бумаг, обеспеченных активами, моделируемых в процессе финансового инжиниринга, на генерацию необходимых для эмитента и инвестора денежных потоков, обладающих максимальной инвестиционной привлекательностью.

Ключевые слова: *финансовый инжиниринг, ценные бумаги, обеспеченные активами, облигации, секьюритизация активов.*

Abstract: *in the state of the world economic crisis the problem of financial instruments creation capable of, on the one hand, managing and redistributing of risks between numerous participants of the financial market, and on the other hand, corresponding investors' and issuer's demands for the profitability and liquidity, gained considerable relevance. In the following article certain aspects of the employment of financial engineering to construct bonds have been analyzed, the author's definition of financial engineering in the bond market have been given and its methods and instruments have been estimated. The conclusion has been drawn about the influence of main and secondary characteristics of the bonds, that have been modeled in the process of financial engineering, on the generation of cash flows, which are necessary for an issuer and an investor and which bear maximum investment attractiveness.*

Key words: *financial engineering, asset-backed securities, bonds, asset securitization.*

В настоящее время финансовая картина мира характеризуется тенденцией к деконцентрации, переходу к мультиполярности на фоне постепенного возобновления финансовой глобализации, быстрого роста финансовой глубины и секьюритизации мировой экономики. У этого процесса есть объективные причины: потребность во все большем насыщении экономики деньгами и финансовыми инструментами как условие ее развития и перехода к большей зрелости, доминирование англосаксонской модели финансов, тенденция создания экономного рыночного оборота любых активов и развитие финансового инжиниринга в качестве основы, которая покрывает риски дестабилизации международных рынков и усиления неравномерности экономического развития [1].

Финансовые рынки представляют собой непрерывно и динамично развивающуюся систему, отличительными чертами развития которой являют-

ся перманентное создание и использование инноваций. Конструирование новых финансовых продуктов, соответствующих уникальным потребностям эмитентов и инвесторов в доходности, ликвидности и управлении рисками, – ключевой элемент, обеспечивающий эффективное перераспределение фондовым рынком финансовых ресурсов на цели инвестирования [2, с. 3].

Российский финансовый рынок, как один из формирующихся рынков, является частью глобальных финансов и повторяет фундаментальные тенденции их развития. Инжиниринговая деятельность на российском финансовом рынке имеет огромный нереализованный потенциал. Этот потенциал особенно значим в связи с тем, что международная практика богата готовыми инновационными разработками, доказавшими свою эффективность.

Для существования и развития рынка ценных бумаг, основными функциями которого выступают мобилизация и перераспределение капитала, необ-

ходима заинтересованность как эмитентов финансовых инструментов, целью которых является привлечение ресурсов при минимальных затратах, так и инвесторов, стремящихся найти оптимальные возможности для вложения средств с точки зрения соотношения доходности и риска [2, с. 3].

В рамках данной статьи будут исследованы некоторые аспекты использования финансового инжиниринга при конструировании обеспеченных активами облигаций как одних из продуктов секьюритизации активов. Для этого необходимо, прежде всего, определить содержание финансового инжиниринга на рынке ценных бумаг, обеспеченных активами, его инструментов и методов, а также основные, формируемые в процессе финансового инжиниринга параметры данных ценных бумаг.

В настоящее время финансовый инжиниринг как деятельность по созданию новых финансовых продуктов еще недостаточно изучена в России. Зарубежные исследования в этой области носят, в основном, прикладной характер, но не направлены на формирование целостной научной концепции с логически выстроенным понятийным аппаратом.

Финансовый инжиниринг – одна из составляющих инжиниринга как деятельности, целью которой является преобразование имеющегося в лучшее. Финансовый инжиниринг – это постоянно развивающаяся деятельность, которая адаптирует существующие финансовые инструменты и процессы, а также создает новые, позволяющие субъектам финансового рынка наиболее эффективно приспособиться к изменяющейся окружающей среде.

Для того чтобы дать авторское определение финансового инжиниринга на рынке ценных бумаг, обеспеченных активами, необходимо сделать ряд замечаний.

Во-первых, финансовый инжиниринг – это процесс, имеющий цель создания финансовых инструментов с не существующими ранее денежными потоками, обусловленный рядом факторов и формирующий экономический интерес у потребителей его результатов.

Во-вторых, результатом финансового инжиниринга является новый финансовый продукт, удовлетворяющий, по крайней мере, одному из следующих критериев:

1) он должен быть создан для управления уникальным денежным потоком и впервые применен на финансовом рынке;

2) в целом финансовый продукт существовал, но отдельные его параметры были изменены уникальным для данного рынка способом;

3) появление нового продукта, представляющего собой комбинацию двух и более уже существующих продуктов, но ранее никогда не совмещаемых в одном продукте [2].

В-третьих, финансовый инжиниринг на рынке ценных бумаг, обеспеченных активами, должен обеспечить создание таких финансовых инструментов, которые являются предпочтительными по сравнению с другими инструментами для эмитентов при выборе вариантов финансирования и для инвесторов при выборе альтернатив вложения средств.

По нашему мнению, финансовый инжиниринг на рынке ценных бумаг, обеспеченных активами, – процесс конструирования параметров создаваемых облигаций, условий их выпуска и структуры на основе анализа и оценки пула активов, формирующихся для удовлетворения экономических интересов эмитентов и инвесторов, основной целью которого является создание желаемых денежных потоков, обладающих максимальной инвестиционной привлекательностью.

Основная цель финансового инжиниринга на рынке ценных бумаг, обеспеченных активами, – конструирование таких параметров облигации, которые бы приводили к генерированию желаемых денежных потоков, обладающих максимальной инвестиционной привлекательностью для инвестора и эмитента. Достижение этой цели возможно путем обоснованного выбора и моделирования каждого отдельного параметра облигации с помощью применения методов финансового инжиниринга и использования его инструментов.

Методы финансового инжиниринга на рынке ценных бумаг обеспеченных активами, – совокупность приемов и способов формирования необходимой конфигурации параметров облигаций, обеспечивающих генерацию желаемых денежных потоков. Рассмотрим основные методы финансового инжиниринга.

Первым методом финансового инжиниринга является метод модификации параметра, который заключается в конструировании одного или нескольких параметров облигации, изменяющихся в зависимости от определенных условий. Этот метод появился в связи с тем, что финансовым рынкам присущи неопределенность и риск, стремление их минимизировать или получить дополнительную прибыль. Основным методом управления рисками, как известно, – использование деривативов. В свете вышесказанного, модификация параметра означает придание этому параметру свойств, характерных

для того или иного дериватива, что приводит к формированию требуемых инвестором или эмитентом денежных потоков. Стоит, однако, отметить, что реального выпуска деривативов не происходит, следовательно, не учитываются связанные с их приобретением издержки. Метод модификации иначе можно назвать методом комбинирования финансовых продуктов, или методом строительных блоков, или методом LEGO [8, р. 2].

Примером использования метода модификации при выпуске ценных бумаг, обеспеченных активами, служит эмиссия облигаций с плавающей ставкой со встроенным кэп-опционом, фиксирующим верхний предел дохода по облигации.

Вторым методом финансового инжиниринга является метод декомпозиции облигации [2]. Результатом применения этого метода на рынке ценных бумаг, обеспеченных активами, могут служить так называемые стриппированные ценные бумаги (**Separate TRading of Interest and Principal**), которые характеризуются более привлекательными для отдельных групп инвесторов показателями доходности.

Наиболее распространенным типом стриппированных ценных бумаг являются **IO и PO стриппы**. Они были созданы путем дробления денежных потоков от пула ипотек или ипотечных ценных бумаг и направления определенной части процентных платежей и платежей в счет погашения основного долга держателям каждой новой ценной бумаги. Держатели стрипов **IO получают все процентные платежи** от соответствующего обеспечения и не получают платежей по возврату основного долга. Держатели **PO получают весь основной долг** и не получают никаких процентов.

Третьим методом финансового инжиниринга является сочетание комбинирования и декомпозиции. Примером использования метода сочетания модификации и декомпозиции при конструировании ценных бумаг, обеспеченных активами, служит создание облигаций с плавающей и обратной плавающей купонной ставкой путем разделения денежных потоков по пулу, который является обеспечением по данным ценным бумагам и имеет фиксированную процентную ставку на два вида облигаций с плавающей и обратной плавающей купонной ставкой. Облигации с обратной плавающей ставкой позволяют защитить облигации с плавающей ставкой от неблагоприятного изменения процентных ставок.

Инструментами финансового инжиниринга на рынке ценных бумаг, обеспеченных активами, вы-

ступают разнообразные деривативы (опционы, фьючерсы, свопы и др.), позволяющие учитывать конъюнктуру данного сегмента рынка ценных бумаг, управлять возникающими рисками и преобразовывать параметры прямой облигации в желаемые параметры выпускаемой облигации, учитывающие интересы инвесторов и эмитентов.

Основные факторы, которые необходимо идентифицировать при выборе инструмента финансового инжиниринга: характер риска, возникающего при выпуске того или иного вида ценных бумаг, обеспеченных активами, отношения к риску со стороны эмитента и предполагаемой группы инвесторов, источник риска и др.

При конструировании ценных бумаг, обеспеченных активами, следует исходить из принципа сочетания стандартности выпускаемых ценных бумаг, которая обеспечивает их ликвидность, относительной простоты структуры денежных потоков для облегчения их анализа и понимания инвесторами необходимости придания обеспеченным ценным бумагам индивидуальных свойств, что позволяет использовать данные инструменты для решения конкретных финансовых задач эмитентов и инвесторов. Этот подход в американской практике получил название метода «колокольчиков и свистков».

В качестве исходного объекта для финансового инжиниринга на рынке ценных бумаг, обеспеченных активами как долговыми инструментами, выступает так называемая прямая облигация (**straight bond**). Прямая облигация – это облигация с фиксированной процентной ставкой, которая не предусматривает возможности досрочного погашения, не имеет специального обеспечения и не конвертируется в акции [3].

При конструировании ценных бумаг, обеспеченных активами, с помощью использования инструментов и методов финансового инжиниринга происходит преобразование основных параметров прямой облигации в желаемые параметры облигации, обеспеченной активами (рис. 1).

Рассмотрим основные формируемые в процессе финансового инжиниринга параметры облигации, обеспеченной активами. Однако предварительно стоит отметить, что при конструировании одного из параметров облигаций на основе финансового инжиниринга необходимо учитывать порядок формирования иных параметров. При этом наиболее значимыми параметрами, в соответствии с которыми структурируется весь выпуск, по нашему мнению, являются объем и срок привлечения средств, определяемые самим эмитентом.



Рис. 1. Схема конструирования ценных бумаг, обеспеченных активами, с использованием финансового инжиниринга

Кроме того, все моделируемые параметры можно разделить на две группы: основные и второстепенные (рис. 2). Вначале рассмотрим параметры облигации, относящиеся к основной группе параметров выпускаемых ценных бумаг.

1) Объем выпуска ценных бумаг – его суммарная номинальная стоимость. Объем выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами, должен соответствовать пулу активов, секьюритизировать которые намерен эмитент.

При определении объема выпуска ценных бумаг необходимо учитывать следующие факторы:

1) наличие законодательных ограничений. В соответствии со ст. 7 Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ года «Об ипотечных ценных бумагах» в России эмитентами облигаций с ипотечным покрытием могут быть только ипотечные агенты и кредитные организации [4]. При проведении балансовой секьюритизации, когда непосредственным эмитентом является сам банк, он должен согласно ст. 2.4 Инструкции Центрального банка Российской Федерации от 31 марта 2004 г. № 112-И «Об обязательных нормативах кредитных организаций, осуществляющих эмиссию облигаций с ипотечным покрытием» соблюдать норматив минимального соотношения размера ипотечного покрытия и объема эмиссии облигаций с ипотечным покрытием (Н18) при

осуществлении эмиссии облигаций с ипотечным покрытием [5]:

$$Н18 = \frac{ИП}{Обл} \times 100 \%, \quad (1)$$

где ИП – размер ипотечного покрытия; Обл – объем эмиссии облигаций с ипотечным покрытием, который определяется как сумма номинальной стоимости облигаций с ипотечным покрытием и сумма процентов по этим облигациям.

Минимально допустимое числовое значение норматива минимального соотношения размера ипотечного покрытия и объема эмиссии облигаций с ипотечным покрытием кредитной организации – эмитента – установлено в размере 100 %. Это означает, что пул ипотечных активов должен быть равен или больше, чем объем эмиссии облигаций;

2) финансовая целесообразность выпуска с точки зрения затрат на его проведение. При выпуске ценных бумаг, обеспеченных активами, достаточно велики затраты по организации выпуска, которые включают оплату услуг организатора выпуска, андеррайтера, финансового консультанта, юриста, рейтингового агентства, издержки на создание специального юридического лица и пр. Вследствие этого целесообразно проводить размещение облигаций объемом выпуска от 3 млрд руб.;

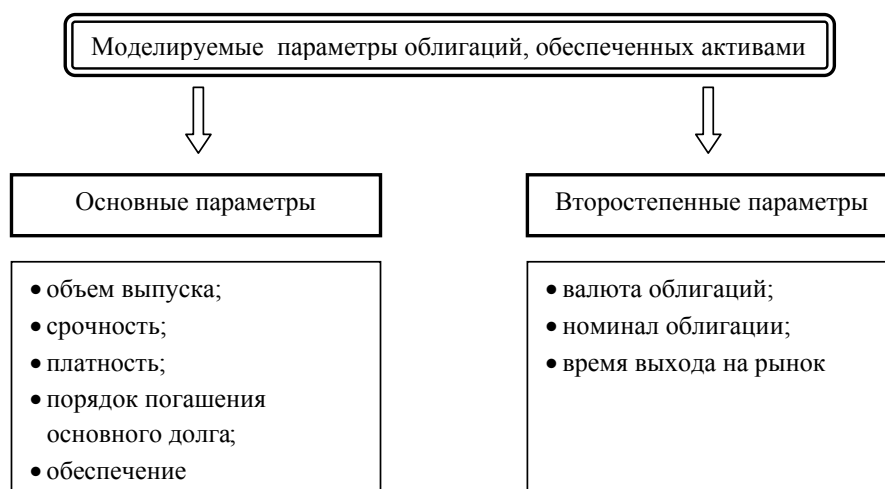


Рис. 2. Моделируемые параметры облигаций, обеспеченных активами

3) соблюдение минимального объема выпуска для формирования ликвидного рынка. Недостаточный объем выпуска может вызвать опасения инвесторов, что облигации останутся неликвидными, что может потребовать от эмитента платы за возможную неликвидность и, соответственно, приведет к требованию о повышении доходности.

2. Параметр срочности – управляемый параметр, который должен удовлетворять как интересам эмитента при привлечении финансирования, так и инвестора, осуществляющего вложения средств в тот или иной инструмент и располагающего альтернативными вариантами их использования.

При конструировании этого параметра выпуска необходимо соблюдать несколько правил. Во-первых, чем продолжительнее срок обращения, тем выше должна быть доходность. Во-вторых, срок обращения инструмента должен соответствовать условиям, сложившимся на рынке. При нестабильности и кризисных явлениях на рынке долгосрочные облигации будут приобретаться со значительным дисконтом или не будут выкуплены вообще.

Существуют два основных метода установления срока обращения – фиксированный и переменный. Фиксированный срок погашения означает, что дата погашения известна инвесторам заранее и погашение инструмента досрочно невозможно. Таким сроком обращения характеризуется прямая облигация. При включении в структуру прямой облигации опциона, предполагающего возможность досрочного погашения/выкупа облигации, получается облигация с переменным сроком обращения. В случае, если условиями эмиссии указана возможность предоставляется эмитенту, то это

означает использование колл-опциона, если инвестору – пут-опциона.

При конструировании облигаций, обеспеченных активами, возможно использование более сложных инструментов финансового инжиниринга – «зависимых от пути» опционов. В этом случае момент погашения облигаций по инициативе инвестора или эмитента определяется не в виде временного периода, как в случае простого опциона, а поставлен в зависимость от наступления определенных условий. Такие облигации носят название облигаций «со спусковым крючком». Например, структура сделки может предусматривать возможность полного досрочного погашения облигаций в случае, если непогашенный остаток основного долга по облигациям составит менее 30 % от номинала облигации. Аналогичный механизм был использован в структуре одной из сделок секьюритизации активов банка ОАО АБ «ГПБ-Ипотека».

Наличие в структуре облигаций, обеспеченных активами, колл-опциона не выгодно для держателя облигации по двум причинам [6, с. 556]:

1) возможность отзыва облигации подвергает их держателя риску реинвестирования, поскольку эмитент может отозвать облигации, когда рыночная доходность по ним станет ниже купонной ставки;

2) возможность повышения цены отзывной облигации в случае снижения процентных ставок ограничена по сравнению с сопоставимыми по другим характеристикам неотзывным облигациям. Это происходит из-за роста уверенности участников рынка в том, что выпуск облигаций будет досрочно погашен по цене отзыва, если процентные ставки будут снижаться (так называемое ценовое давление).

По этим причинам инвесторы требуют дополнительную компенсацию за риск отзыва облигации эмитентом в форме более высокой потенциальной доходности подобных облигаций.

Представляется, что при формировании параметра срочности при выпуске облигации, называемого сроком обращения, необходимо:

1) определить потребности эмитента, проанализировав пул активов, для рефинансирования которого осуществляется выпуск облигаций, чтобы выявить предполагаемый срок возврата средств;

2) соотнести прогнозируемый срок заимствований и сроки рыночных заимствований с учетом кредитного качества пула активов, которые будут подвергнуты секьюритизации, а также финансового положения и кредитоспособности потенциального эмитента.

В случае незначительного отклонения сроков следует использовать методы и приемы финансового инжиниринга для повышения инвестиционной привлекательности выпускаемого инструмента (например, включение в структуру выпуска опционов, применение инструментов повышения надежности ценных бумаг) или увеличение доходности.

В случае значительного несоответствия сроков можно применить концепцию сегментации рынков, т.е. поиск целевой группы инвесторов с ориентацией выпуска или его части на них [2]. Указанная концепция широко используется на рынке ценных бумаг, обеспеченных активами, поскольку при выпуске облигаций эмитенты часто выбирают структуры с управляемыми платежами, предполагающие выпуск нескольких траншей ценных бумаг, ориентированных на разные группы инвесторов.

Ценные бумаги, обеспеченные активами, относятся к долгосрочным ценным бумагам. Минимальный номинальный срок обращения этих инструментов составляет 5 лет – для балансовой секьюритизации, от 20 до 40 лет – для классической. Для облигаций, обеспеченных активами, выпускаемых при секьюритизации активов, наиболее целесообразным является переменный срок обращения. Это улучшает инвестиционные характеристики подобных инструментов за счет того, что эмитент или инвестор могут погасить/продать облигации при изменении рыночных условий и тем самым использовать альтернативные варианты вложения/привлечения средств.

3. Платность (доход по облигациям) – параметр, который позволяет путем формирования размера и способа расчета купона в зависимости от разно-

образных показателей рынка управлять рисками, привлекать средства той или иной группы инвесторов.

В зависимости от способа расчета купона ценные бумаги, обеспеченные активами, могут выпускаться следующих видов:

- облигации с фиксированным купоном;
- облигации с плавающей ставкой;
- облигации с переменной ставкой.

Облигации с фиксированным купоном, как известно, представляют собой облигации, размер выплачиваемого купона по которым не изменяется в течение всего срока обращения. В России при выпуске ценных бумаг, обеспеченных активами, в большинстве случаев использовалась именно фиксированная ставка купона, что объясняется относительной простотой анализа подобных облигаций и достаточно стабильной макроэкономической обстановкой. Однако в мировой практике считается, что выпуск облигаций с указанным видом купона целесообразен в случае, если срок обращения облигации составит до 3–4 лет. При более длительных выпусках эмитент может нести риск выплаты больших сумм относительно рыночных ставок, а инвестор – риск недополучения дохода. Проанализировав выпуски российских ипотечных ценных бумаг, мы можем отметить следующую закономерность: в 100 % выпусков, размещенных на территории России, использовалась фиксированная ставка купона по облигациям; при внешнем размещении, наоборот, лишь два выпуска характеризовались применением фиксированной ставки, а во всех остальных была использована плавающая ставка.

Облигации с переменной ставкой купона предполагают, что ставка может изменяться (повышаться или понижаться) в течение срока обращения облигации, но является фиксированной внутри отдельных периодов.

Для средне- и долгосрочных выпусков в процессе управления рисками представляется целесообразным усложнение структуры выпуска путем использования плавающей ставки купона. Например, для хеджирования процентного риска используются облигации с плавающим купоном, который имеет прямую или обратную зависимость от используемой базовой ставки (например, LIBOR).

Облигации с плавающей ставкой – долговые инструменты с периодически корректирующейся ставкой купона, отражающей изменения той ставки, к которой он привязан (например, LIBOR, EURIBOR, ставка рефинансирования Центрально-

го банка РФ). Кроме того, возможно использование для ограничения амплитуды колебаний ставки купона опционов. Кэп-опцион фиксирует верхний предел дохода, флор-опцион – нижний предел, а коллар-опцион применяется для формирования коридора изменения ставки купона [2].

Немаловажным фактором при определении размера купона по облигации является учет разнонаправленных интересов эмитента и инвестора, т.е. расчет минимальной ставки, при которой инвесторы будут заинтересованы купить облигации, а эмитенты будут в состоянии нести расходы по обслуживанию займа. При этом размер ставки должен соответствовать текущей доходности финансовых инструментов с сопоставимыми инвестиционными характеристиками.

Для повышения кредитного качества облигаций, обеспеченных активами, путем снижения рисков, связанных с пулом активов, лежащим в обеспечении облигаций, следует размер купона по облигациям устанавливать в размере равном или меньшем средневзвешенной ставки процента по пулу активов, уменьшенной на величину спреда обслуживания. Это обеспечит высокое значение коэффициента покрытия процентных расходов процентными доходами по сделке.

При определении ставки купона необходимо учитывать и другие параметры облигации, такие, как объем выпуска. При небольших объемах инвесторам должна быть предложена премия за будущую неликвидность, в случае предоставления инвестору пут-опциона на досрочный выкуп – размер дохода может быть снижен.

Для создания инвестиционно привлекательных облигаций при конструировании параметра «платность» следует, по нашему мнению, учесть фактор частоты выплаты купонного дохода. Частота выплаты купонного дохода должна соответствовать принятым на рынке показателям для облегчения анализа облигаций инвестором. Необходимо использовать единую частоту выплаты купонного дохода на протяжении всего периода обращения облигации. В целях упрощения определения размера купонного дохода продолжительность купонного периода должна составлять удобную для анализа часть года (3 или 6 месяцев).

4. Порядок погашения основного долга. Для большинства облигаций характерно единовременное и в полном объеме погашение основного долга по облигации в конце периода обращения. При выпуске большинства видов ценных бумаг, обеспеченных активами, часто применяют модифика-

цию указанного параметра – использование частичного погашения на периодичной основе (постепенная амортизация долга), что приводит к существенному изменению денежных потоков указанных облигаций и приемов их инвестиционного анализа и оценки.

5. Такой параметр, как обеспечение при выпуске облигаций, является одним из способов снижения кредитных рисков для инвесторов, что повышает инвестиционную привлекательность облигаций и, соответственно, уменьшает цену привлечения капитала на рынке ценных бумаг.

Обеспечение ценных бумаг, обеспеченных активами, может предоставляться в нескольких видах как отдельно, так и в сочетании друг с другом.

Во-первых, ценные бумаги, выпускаемые в результате секьюритизации активов, носят название ценных бумаг, обеспеченных активами, и, как следует из названия, всегда являются обеспеченными пулом активов, лежащим в их основе. Именно от кредитного качества этого пула и зависит надежность указанных ценных бумаг.

Во-вторых, для повышения надежности ценных бумаг, обеспеченных активами, могут быть использованы гарантии и поручительства третьих лиц. В этом случае происходит перенос части или полной ответственности за осуществление выплат по облигациям на третьих лиц в ситуации, если эмитент не сможет осуществить выплаты по облигациям самостоятельно. Такими гарантами могут выступать как частные компании, так и государство в лице, например, АИЖК в России и Ginnie Mae в США. Так, ценные бумаги, выпущенные корпорацией Ginnie Mae, имеют государственную гарантию своевременной выплаты основной суммы долга и процентов по жилищным ипотечным ценным бумагам. Примером использования гарантий частных компаний является гарантированный кредит (Letter of credit) – обязательство сторонней финансовой организации (банка) выплатить полностью основную сумму долга и проценты в случае дефолта эмитента. Однако в России существует немного организаций с высоким кредитным рейтингом, чьи гарантии могли бы повысить, а не понизить рейтинг ценных бумаг (при наличии нескольких участников в транзакции в общем случае рейтинг определяется по принципу слабого звена, т.е. рейтинг будет не выше самого низкого рейтинга среди участников транзакции). Помимо этого, невелик и общий объем гарантий, которые эти организации могут предоставить.

В-третьих, при конструировании выпусков ценных бумаг, обеспеченных активами, часто при-

меняются инструменты повышения надежности ценных бумаг. Задача эмитента или организатора эмиссии ценных бумаг, обеспеченных активами, – минимизировать риски, присущие секьюритизируемым активам, и, таким образом, достичь более высокого кредитного рейтинга облигаций. Это делает их более привлекательными для инвесторов и выгодными для эмитентов, что достигается благодаря использованию инструментов повышения надежности ценных бумаг.

Под инструментами повышения надежности ценных бумаг понимаются такие инструменты, которые позволяют повысить кредитное качество денежного потока от пула активов и призваны обеспечить защиту инвесторов от потерь по обеспечиваемым активам, по средствам стабилизации порождаемого ими потока платежей.

Примерами использования на практике инструментов повышения надежности ценных бумаг, обеспеченных активами, служат структурирование эмиссии в несколько траншей, формирование специального резервного фонда, использование турбамортизации.

Другим видом инструментов повышения надежности, используемым при выпуске ценных бумаг, обеспеченных активами, является применение мер обеспечения дополнительной ликвидности. Меры обеспечения ликвидности компенсируют временную несогласованность поступлений и платежей, например, в случае длительных задержек выплат по кредитам или затягивания процедуры обращения взыскания на имущество. Примеры такого вида инструментов, применяемых при выпуске ипотечных ценных бумаг: использование страховки непрерывности процентных платежей по ценным бумагам, использование резервного фонда для покрытия разрывов ликвидности в случае возникновения просрочек по ипотечным кредитам, использование аккредитивов, кредитных линий и резервных счетов.

Использование кредитной поддержки, которая позволяет изолировать инвестора от большинства возможных рисков, которым подвержены пул активов и облигации, вместе с юридической защитой и мерами обеспечения дополнительной ликвидности способствуют созданию ценных бумаг, принципиально отличных от других финансовых инструментов, и обладают кредитным рейтингом, близким к рейтингу суверенного долга. При этом доходность по ценным бумагам, обеспеченным активами, выше доходности по суверенным долговым бумагам, что должно стимулировать вкладывать в эти облигации

институциональных инвесторов (пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные банки, ПИФы и хедж-фонды).

К второстепенной группе параметров ценных бумаг относятся следующие:

1. Валюта займа. Сумма основного долга и купонные платежи по облигациям могут быть номинированы в российской и иностранной валюте. Однако, по нашему мнению, при выпуске ценных бумаг, обеспеченных активами, которые планируется размещать на внутреннем рынке, использование номинированных в иностранной валюте облигаций нецелесообразно. Это повлечет за собой возникновение дополнительных издержек и препятствий при осуществлении сделки. В случае необходимости хеджирования валютных рисков удобнее и эффективнее при конструировании параметра платности и способа погашения использовать валютную индексацию купонного дохода и суммы основного долга.

2. Определение номинала облигации. В большинстве случаев номинал облигаций на рынке является стандартным, что обусловлено стремлением эмитентов и финансовых консультантов обеспечить возможность простого сравнения облигаций по их инвестиционным характеристикам. На современном этапе развития рынка ценных бумаг в России оптимальным номиналом ценных бумаг, обеспеченных активами, выступает стандартизированная сумма в 1 тыс. руб. Применение меньшего номинала, по нашему мнению, не оправдано, более крупного – целесообразно в случае использования при выпуске ценных бумаг концепции «сегментирования рынков», т.е. при эмиссии, ориентированной на квалифицированных и коллективных инвесторов и при объеме эмиссии более 5 млрд руб.

3. Немаловажным параметром выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами, в России является выбор времени выхода на рынок в связи с высокой волатильностью и небольшой «глубиной» российского рынка ценных бумаг. Под «глубиной рынка» понимается мера, в которой данный рынок способен расширять куплю и продажу ценных бумаг без значительного изменения цен на них [7, с. 87].

При определении времени выпуска облигаций необходимо учитывать, что при растущих показателях доходности на рынке выпуск облигаций с фиксированным доходом может грозить неполным его размещением или установлением слишком высоких для эмитента ставок в случае применения плавающей ставки купонного дохода [2].

Кроме того, стоит помнить о проблеме небольшой «глубины» рынка, которая может проявиться в случае одновременного выхода на рынок эмитентов с крупными объемами займов и сходными инвестиционными характеристиками размещаемых инструментов, что может привести к риску неполного размещения или превышения расчетной ставки купонного дохода.

Таким образом, нами были рассмотрены основные аспекты применения финансового инжиниринга с использованием его инструментов и методов при формировании отдельных параметров выпуска при конструировании ценных бумаг, обеспеченных активами. Моделирование основных и второстепенных параметров облигаций позволяет сконструировать необходимые для эмитента и инвестора денежные потоки и обеспечить приемлемое сочетание риска, доходности и ликвидности. Выбор специфических параметров оказывает влияние на технические аспекты выпуска и обращения ценных бумаг, обеспеченных активами, определение уровня материальных и временных затрат. Избыточное применение финансового инжиниринга может снизить инвестиционную привлекательность ценных бумаг, обеспеченных активами, из-за повы-

шенной сложности и непрозрачности структуры выпуска для инвесторов.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Миркин Я.* Аналитический прогноз «Мировая финансовая система-2012» / Я. Миркин. – Режим доступа: http://www.eufn.ru/download/analytics/special/mirkin_prognoz2012.pdf
2. *Воробьева З. А.* Финансовый инжиниринг на рынке корпоративных облигаций : дис. ... канд. экон. наук / З. А. Воробьева. – М., 2004.
3. Словарь бизнес-терминов «Академик». – Режим доступа: <http://dic.academic.ru/dic.nsf/business/10986>
4. Об ипотечных ценных бумагах : федер. закон от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/>
5. Об обязательных нормативах кредитных организаций, осуществляющих эмиссию облигаций с ипотечным покрытием : инструкция ЦБ РФ от 31 марта 2004 г. № 110-И. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/>
6. *Фабоцци Ф. Дж.* Управление инвестициями / Ф. Дж. Фабоцци. – М., 2000.
7. *Райзберг Б. А.* Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – 5-е изд., перераб. и доп. – М., 2007.
8. *Kolb R. W.* Financial derivatives / R. W. Kolb, J. A. Overdahl. – Wiley, New York, 2003.

Воронежский государственный университет

Павельева Е. А., аспирант кафедры финансов и кредита

E-mail: sabrina11@mail.ru

Тел.: 8 (473)266-08-81

Voronezh State University

Paveljeva E. A., Post-graduate Student of the Finance and Credit Department

E-mail: sabrina11@mail.ru

Tel.: 8 (473)266-08-81