

Секьюритизация как важнейшая функция фиктивного капитала в условиях глобализации

© 2009 К.Н. Ермолаев

кандидат экономических наук, доцент

Самарский государственный экономический университет

Секьюритизация рассматривается автором как важнейшая функция фиктивной формы капитала. Анализируются предпосылки, сущность, преимущества и возможные отрицательные последствия секьюритизации, проявившие себя в условиях глобального экономического кризиса 2007-2009 гг. Формулируются подходы к регулированию процесса секьюритизации.

Ключевые слова: секьюритизация, фиктивный капитал, глобализация, экономический кризис.

Проблемы фиктивного капитала вновь приобретают актуальность в условиях экономической глобализации и сопровождающих ее глубинных изменений в содержании как национальных, так и надгосударственных производственных отношений. Все более утверждает себя позиция, согласно которой фиктивный капитал - это атрибутивная превращенная форма существования и обращения капитала, призванная обеспечить эффективность сделок на рынке капиталов. Эта форма капитала является объективно необходимой и не менее важной, чем его производительная, товарная и денежная формы. Фиктивная форма становится обязательной для обращения любой разновидности капитала, функционирующего как в сфере материального производства, так и на финансовом рынке при достижении им высокой стадии развития, на которой процесс воспроизводства становится невозможным без привлечения капитала с финансового рынка.

Фиктивный капитал в процессе развития начиная с 1980-х гг. все более масштабно проявляет свою важнейшую сущностную особенность, оказывающую определяющее воздействие на функционирование рынков капитала. Мы имеем в виду явление секьюритизации, представляющее собой перевод различных форм капитала и разнообразных активов в обращаемые ценные бумаги. В результате фиктивный капитал реализует себя в качестве всеобщего универсального финансового эквивалента для любых форм капитала в сделках на финансовом рынке. Полагаем, что есть все основания утверждать о существовании особой и важнейшей "секьюритивной" функции фиктивного капитала. В исследованиях, посвященных фиктивному капиталу, не упоминается о подобной его функции. Однако авторское понимание его природы и сущности делает возможным такую постановку вопроса. В нашем понимании "секьюритивность" - это важнейшее имманентное свойство фиктивного ка-

питала, отражающее его глубинную сущность. Она напрямую связана с особой природой такого капитала, его несамостоятельностью, производностью от действительного капитала. Производный по своей природе фиктивный капитал может представлять и замещать на финансовом рынке любой актив, любой капитал. "Секьюритивность" является важнейшей качественной характеристикой фиктивного капитала. Процесс секьюритизации представляет собой объективное вытеснение фиктивным капиталом всех других активов с финансового рынка, сопровождающееся перераспределением, разделением и объединением активов, конвертацией активов из одной формы в другую.

Слово *Securitisation* (секьюритизация) стало самым популярным на финансовых рынках 1980-х гг. Им характеризовалось замещение банковского кредитования новыми схемами финансирования, основанными на выпуске обращаемых на рынке ценных бумаг. Термином "секьюритизация" обозначается преобразование активов в ценные бумаги. Секьюритизация - процесс трансформации активов в рыночные ценные бумаги.

Секьюритизация в широком смысле - способ заемного финансирования посредством эмиссии ценных бумаг. В узком смысле секьюритизация активов - революционный способ, позволяющий рефинансировать неликвидные активы (дебиторскую задолженность) и даже будущие доходы путем эмиссии ценных бумаг.

В литературе отмечается, что секьюритизация является объективным процессом для всех финансовых рынков, но при этом подчеркивается, что масштабы и формы ее проявления очень заметно различаются в разных странах. Причины ее связаны, с одной стороны, с ростом концентрации производства и капитала и увеличением роли крупных компаний (они основные эмитенты), а с другой - с объективной потребностью повышения ликвидности финансовых

рынков в условиях либерализации финансовых рынков, с ростом потребности в решении задач управления финансовыми потоками, которые банковский кредит не всегда в состоянии решить.

Секьюритизация в широком смысле вызвала к жизни глубокими изменениями на финансовых рынках в начале 80-х гг. XX в. Это замещение классического банковского кредитования финансированием, основанным на выпуске ценных бумаг. Такую тенденцию большинство авторов даже ставит на первое место среди новых существенных перемен последних лет: дерегулирования финансовых рынков, глобализации, интернационализации, внедрения новых информационных технологий. Инвестиционные и кредитные сделки стали замещаться сделками международного финансового посредничества на рынке ценных бумаг. Прежние заемщики начали напрямую обращаться к инвесторам средств, минуя банки, тем самым работая без посредников и снижая стоимость заимствования. То есть финансирование стало осуществляться непосредственно на рынке капиталов. Взамен ограниченного круга банков работать стали через биржу с широким кругом обезличенных инвесторов. А для инвесторов появилась возможность вложить свободные средства на более выгодных условиях, чем банковский вклад. Традиционные задачи, решавшиеся банком (трансформация денежных средств по объемам, срокам и видам рисков), были решены прямым образом на рынке ценных бумаг, а не косвенным, через посредничество банков как аккумуляторов финансовых ресурсов и источников кредита. Крупные предприятия из заемщиков превратились в самостоятельных участников и продавцов финансовых услуг на международных рынках, потеснив в этом смысле банки.

С начала 80-х гг. XX в. характер международных банковских сделок начал кардинально меняться: наметился отказ от традиционного банковского кредита в пользу обращаемых на рынке ценных бумаг. В результате существенных экономических изменений и появления разнообразных финансовых инноваций произошел стремительный рост международного рынка ценных бумаг. Данные трансформационные процессы в целом отражают множественные изменения в экономических отношениях. Изменился круг заемщиков и инвесторов, структура рынка. Все эти разнородные изменения способствовали появлению секьюритизации. Если в конце 1970-х гг. большая часть международного финансирования предоставлялась в форме синдицированного кредита, то в период с 1980 по 1986 г. заметным явлением стала экспансия рынка ценных бумаг.

За этот период объем синдицированного кредита снизился с 80 до 52 млрд. долл. США, объем международного рынка ценных бумаг увеличился с 39 до 239 млрд. долл. США, или в 6 раз. В результате в 1983 г. объем эмиссий финансовых инструментов, выпускаемых в рамках секьюритизации, впервые превысил объем вновь выдаваемых синдицированных кредитов.

Тенденции развития международного финансового рынка (дерегулирование, либерализация, компьютеризация, интернационализация, внедрение финансовых инноваций и глобализация) создали условия для изменения возможностей должников и инвесторов по вовлечению в секьюритизацию новых видов требований.

Всеобщая либерализация финансового сектора привела к снятию административных барьеров на международных финансовых рынках. Благодаря упразднению соглашений, ограничивающих конкуренцию между участниками рынка (либерализация), и ослаблению или устранению государственных и надзорных ограничений (дерегулирование) были стерты границы между отдельными финансовыми рынками. В результате принятия ряда мер, направленных на либерализацию, таких, как отмена ограничений по вхождению на рынок, облегчение движения капитала, допуск на рынок новых продуктов и финансовых инструментов, облегчение правил надзора, сокращение налоговых препятствий, были созданы условия для международной мобильности капитала. Либерализация регулирования способствовала возникновению глобального рынка капитала, интеграции финансовых рынков, стиранию границ между коммерческими и инвестиционными банками, между банками и предприятиями нефинансового сектора. Участниками международных финансовых рынков все чаще становились финансовые подразделения крупных компаний.

Помимо изменившихся институциональных условий (либерализации и дерегулирования, снятия экономических, надзорных и налоговых ограничений в банковском секторе) в начале 1970-х гг. распространению секьюритизации способствовали такие сложные экономические процессы, как международный долговой кризис, высокий уровень инфляции, увеличившаяся волатильность процентных ставок и валютных курсов и др.

Значительные изменения на финансовых рынках стали результатом долгового кризиса 1982 г., из-за которого развивающиеся страны столкнулись с проблемой выплаты процентов по международным кредитам. Поэтому привлечение новых кредитов стало невозможным, а избыточная ликвидность существенно превысила спрос

со стороны кредитоспособных заемщиков, что повлияло на кредитные рейтинги крупных банков и повлекло за собой низкую доходность банковских вкладов по сравнению с доходами от вложений на рынке ценных бумаг. Это послужило причиной сжатия кредитного рынка и возникновения сверхликвидных фондовых рынков. В результате раскручивания инфляции, увеличения волатильности процентных ставок и валютных курсов, наблюдавшихся во многих странах, возникли объективные предпосылки для появления финансовых инноваций. Многие из них возникли как реакция на возросшую рыночную волатильность с целью страхования таких колебаний, придав дополнительный импульс секьюритизации.

Современные компьютерные и коммуникационные технологии создают возможность для существенного повышения прозрачности рынка и производительности финансовых посредников. Поскольку новые технологии предоставляют возможности немедленного доступа к информации и реализуют быстрый, надежный и низкочрезвычайно затратный способ осуществления операций с ценными бумагами, они, по существу, способствуют повышению эффективности вторичного рынка. Поэтому технологический процесс оказался важной предпосылкой развития секьюритизации, так как из-за упрощения обработки информации появилась возможность осуществления наблюдения и контроля за сложными структурами и рисками и принятия соответствующих мер по управлению ими. Помимо возникновения множества инновационных продуктов, возрастающая технологичность финансового сектора вызвала появление нововведений в области финансовых процессов. С помощью компьютерного анализа и прогнозных моделей стало возможным реализовывать на практике сложные многокомпонентные финансовые стратегии.

Таким образом, секьюритизация стала естественным следствием ряда причин и условий. Она представляет собой реакцию участников финансового рынка либо на изменившееся регулирование, либо на перемены, произошедшие в характере спроса и предложения на международных финансовых рынках. Взаимодействие комплекса причин, таких, как изменение географии и характера сберегательных операций, перемещение финансовых потоков из-за международного долгового кризиса и нефтяных шоков, отмена предписаний, ограничивающих конкуренцию, ужесточение требований к собственному капиталу, повышение волатильности ставок и курсов, технический прогресс, привело к существенному росту эмиссий обращающихся на рын-

ке бумаг, утрате значения кредитного финансирования.

В условиях интернационализации финансовых рынков границы между рынками денег, кредита и капитала становились все более размытыми, что облегчило осуществление секьюритизации. Банки перестали выступать кредиторами и нести соответствующие риски, а оказывались промежуточным звеном (если вообще в них сохранялась потребность) в прямых отношениях “должник - кредитор”, складывающихся на рынке обращаемых долговых обязательств. Процесс утраты банковским сектором роли главного финансового посредника обозначается термином “дезинтермедиация”¹, который отражает смещение акцентов с кредита на выпуск ценных бумаг, изъятие депозитов для их помещения на рынке ценных бумаг, уход кредитных ресурсов за пределы банковской системы.

Весь финансовый мир уже давным-давно воспринимает секьюритизацию как один из наиболее практичных способов привлечения средств. Причем даже не самые привлекательные заемщики имеют шанс занять деньги подешевле и на приемлемых условиях. В США выпускаются облигации, обеспеченные ипотечным покрытием, лизинговыми платежами, поступлениями по кредитным картам, автокредитам, студенческим кредитам.

Сегодня секьюритизация - наиболее распространенная техника рефинансирования. Она позволяет первоначальному собственнику снизить стоимость финансирования, расширить круг инвесторов, улучшить структуру баланса, освободив его от неликвидных активов и связанных с ними рисков. Механизм секьюритизации используется по всему миру для рефинансирования самых различных активов. Секьюритизации подверглись практически все виды финансовых активов: кассовые сборы, дебиторская задолженность и т.д. Дойче Банк и ВТБ объявили о секьюритизации факторинговых платежей. Секьюритизировать иные активы, кроме ипотеки в России, пока сложно, это можно делать на внешнем рынке (CLN), законопроект о секьюритизации активов пока не принят. Первые платиновые облигации выпустил в Лондоне швейцарский Zuercher Kantonbank, одна облигация дает право на обладание 10-й частью тройской унции платины. Существует понятие “секьюритизированная маржа”: процент по обеспеченным бумагам меньше, чем доходность актива, лежащего в основе бумаги. Кроме того, процент, уплачивае-

¹ Бэр Х.-П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов - инновационная техника финансирования банков: Пер. с нем. М., 2006. С. 23.

мый инвесторам при секьюритизации, обычно ниже, чем, например, по кредиту.

Секьюритизация - это процесс создания ценных бумаг, обеспеченных денежными потоками, обособленных от первоначального собственника. Есть прецедент проведения секьюритизации лизинговых контрактов в марте 2006 г., заключенных ОАО "РЖД" и лизинговыми компаниями. Банк Москвы выпустил еврооблигации, обеспеченные лизинговыми платежами компании "Бизнес Альянс" (актив остался на балансе компании, произошла продажа денежных потоков, но их движение осталось прежним - *equitable true sale*). Выпускаются бумаги, обеспеченные доходами от коммерческой недвижимости (*commercial mortgage backed securities, CMBS*). АДР тоже своеобразная секьюритизация, повышающая имидж, ликвидность, ограничивающая инвесторов от рисков развивающихся рынков. Основная часть золота торгуется через безличные электронные счета и срочные контракты. Более 97% всех сделок осуществляются при помощи финансовых инструментов, имеющих в своей основе золотое обеспечение. Сберегательный сертификат секьюритизирует деньги, делая вклад обеспечением кредита.

Альфа-банк осуществил секьюритизацию будущих диверсифицированных платежей корпоративных клиентов, лежащих в основе еврооблигаций. Такие сделки популярны на развивающихся рынках, но трудоемки, требуют длительного, детального изучения клиентских потоков, однако удешевляют заимствования.

Важнейшей отличительной чертой секьюритизации активов является передача риска. При предоставлении кредита, обеспеченного традиционным образом, его получатель, с точки зрения инвестора, становится источником кредитного риска. При секьюритизации, благодаря разделению качества активов и надежности самого должника, кредитный риск определяется качеством выделенных активов. Здесь есть и еще одно отличие. Если при выдаче обеспеченного кредита обеспечение используется лишь в случае нарушения кредитного договора, то в случае секьюритизации активов оно непосредственно передается инвесторам. Но отсутствует возможность использовать любое другое имущество оригинатора для обеспечения кредитного риска. Кроме того, ликвидность имущества, используемого в качестве обеспечения кредита, значительно ниже ликвидности свободно обращающихся ценных бумаг, обеспеченных секьюритизированными активами. Секьюритизация в широком смысле - конверсия долговых обязательств в ценные бумаги, в узком - продажа кредитов, оформлен-

ных как ценные бумаги и именно в таком качестве проданных инвесторам. Данные бумаги называются переходными. Передача риска, однако, означает, что некто является окончательным держателем риска. Большинство стран используют секьюритизацию для финансирования и защиты от кредитных рисков (*хеджирование*). Вексель - это первая форма секьюритизации кредита. Кредитный дериватив - это финансовый продукт, стоимость которого поставлена в зависимость от кредитоспособности третьего лица или группы таких лиц. Кредитный дериватив позволяет кредитору решить проблему риска, принадлежащего ему права требования без уступки этого требования. То есть за счет передачи кредитного риска и уменьшения требований к достаточности капитала синтетическая секьюритизация без лишних сложностей достигает таких же результатов, как и более традиционная форма секьюритизации.

Существует два базовых типа секьюритизации: традиционная и синтетическая, различие между которыми состоит в осуществлении или неосуществлении продажи соответствующих активов². Синтетической секьюритизацией называют структуру, которая объединяет свойства обычной секьюритизации и кредитных деривативов. Целью синтетической секьюритизации является использование кредитных деривативов для того, чтобы синтезировать эффект традиционной секьюритизации. Любой дериватив позволяет создавать гибридные или синтетические инструменты. Кредитный дериватив отличается от обычного тем, что сопряжен с кредитным риском, в то время как традиционные производные соотносятся с рыночным риском - валютным, ценовым, процентным. При полной уступке кредитного риска создается так называемый синтетический актив: он остается на балансе банка, а риски его уступаются рынку³. Синтетическая секьюритизация обеспечивает, по крайней мере, часть экономических выгод обычной секьюритизации, но при этом без передачи активов как таковых, для этого при синтетической секьюритизации банк (покупатель защиты) передает кредитный риск конкретного обязательства или портфеля обязательств другому лицу (продавцу защиты). Механизм передачи может представлять собой выпуск CLN, привязанных к кредитному риску, либо соглашение о свопе на случай неисполнения CDS (*credit default swap*), либо о свопе на полный возврат (*Total return swap*), либо дру-

² Туктаров Ю. Синтетическая секьюритизация // Рынок ценных бумаг. 2007. № 13. С. 28-31.

³ Казаков А. Создание синтетических активов - выход их тупика // Рынок ценных бумаг. 2003. № 16. С. 18.

гой кредитный дериватив. Структурирование сделки традиционной секьюритизации встречает больше правовых барьеров по сравнению с синтетической секьюритизацией, поэтому в ряде стран (например, Германии) на рынке доминируют сделки синтетической секьюритизации. Синтетическая секьюритизация похожа на структурное финансирование, использующееся в США более 20 лет. Структурированное финансирование начало использоваться в США, оно было разработано для ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами (закладными). Обязательства структурированы таким образом, что их держатель получает определенную долю доходов, генерируемых пулом закладных.

Сегодня, в 2008-2009 гг., мировая экономика расплачивается за инновации последнего десятилетия на рынке капитала, такие как секьюритизация кредитных продуктов. С одной стороны, они удешевили стоимость заимствований, увеличили конкуренцию на финансовых рынках, стимулировали экономическую активность, а с другой - привели к чрезмерному усложнению многих финансовых продуктов и транзакций. В результате, когда выявились проблемы с довольно сложными продуктами - ипотечными облигациями по кредитам *subprime*, инвесторы стали терять доверие к любым финансовым продуктам, даже традиционным финансовым инст-

рументам. Переоценка рисков в мировой финансовой системе, начавшаяся с лета 2007 г., привела в 2008-2009 гг. к потерям ведущих финансовых институтов и спровоцировала глобальное падение стоимости большинства финансовых активов.

Дж. Липски не считает весь процесс секьюритизации на финансовых рынках неудачным. Любая инновация всегда подвергается стресс-тесту, кризис стал испытанием для секьюритизации рисков по частным кредитам, рынка свопов "кредит - дефолт", рынок их проверил. Не все выдержали испытание - например, CDO-squared (CDO, обеспеченные выпусками других CDO). Но секьюритизация частного долга принимает различные формы, во многих случаях это будет полезная инновация при условии ее использования для надежных активов, а не так, как это было сделано по кредитам *subprime*⁴.

Таким образом, большие потенциальные возможности секьюритизации, а также глобальные негативные последствия некорректного ее применения в последние годы на финансовом рынке США и других развитых стран, являющиеся результатом специфической природы фиктивного капитала, требуют качественного совершенствования управления этим процессом, повышения его прозрачности, усиления контроля за рисками активов, являющихся объектом секьюритизации.

Поступила в редакцию 04.06.2009 г.

⁴ Липски Дж. Мы прошли самый трудный период // Ведомости. 2008. 28 июля.