

ТЕМА 2.

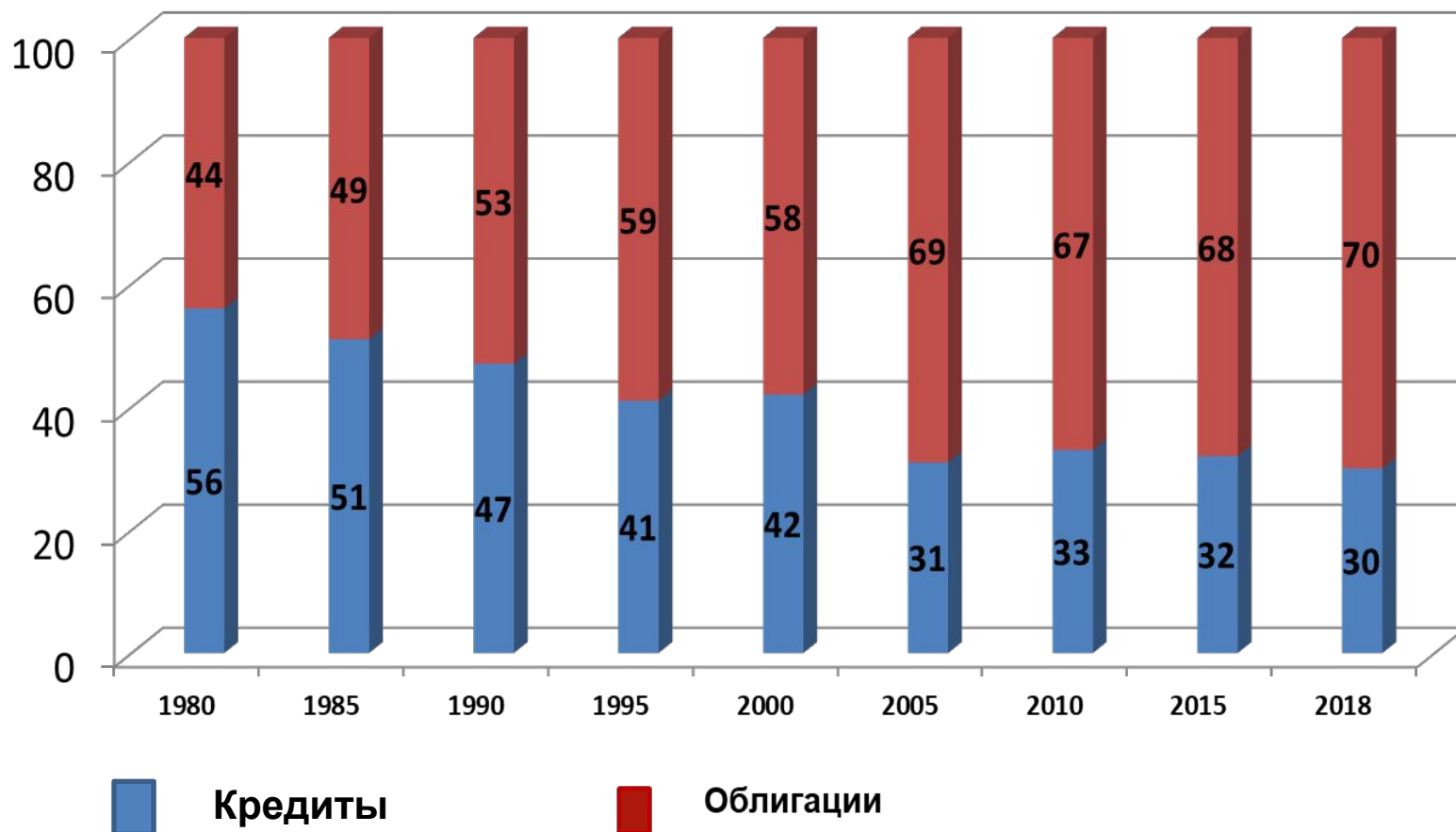
СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ И ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ: ЗА И ПРОТИВ

ПРОЦЕСС СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ



СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ: КРЕДИТ ИЛИ ОБЛИГАЦИОННЫЙ ЗАЕМ?





Структура долгового рынка США

Финансирование инвестиций за счет банковских кредитов и облигационных займов в России

	01.01.2007		01.01.2019		Темп роста
	млрд. руб.	%	млрд . руб.	%	
Объем инвестиционных кредитов (более 1 года)	1 786	66,2	12 232	50,4	Рост в 6,8 раза
Объем рынка корпоративных облигаций (без учета еврооблигаций)	913	33,8	12 051	49,6	Рост в 13,2 раза
Всего	2 699	100	24 283	100	

Понятие секьюритизации

Секьюритизация (от англ. *securities* — «ценные бумаги») — **финансовый термин**:

А) в широкой трактовке - это усиление роли и влияния ценных бумаг на финансовом рынке,

Б) в узком смысле – это техника привлечения финансирования путём выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами, генерирующими стабильные денежные потоки (например, портфель ипотечных кредитов, автокредитов, лизинговые активы, коммерческая недвижимость, генерирующая стабильный рентный доход и т. д.).

Развитие процессов секьюритизации

Несмотря на то что о секьюритизации активов, которая, возможно, является одной из самых важных инноваций на финансовых рынках 20-го века, до сих пор написано не так много, она революционным образом изменила способы осуществления заимствований предприятиями и их клиентами.

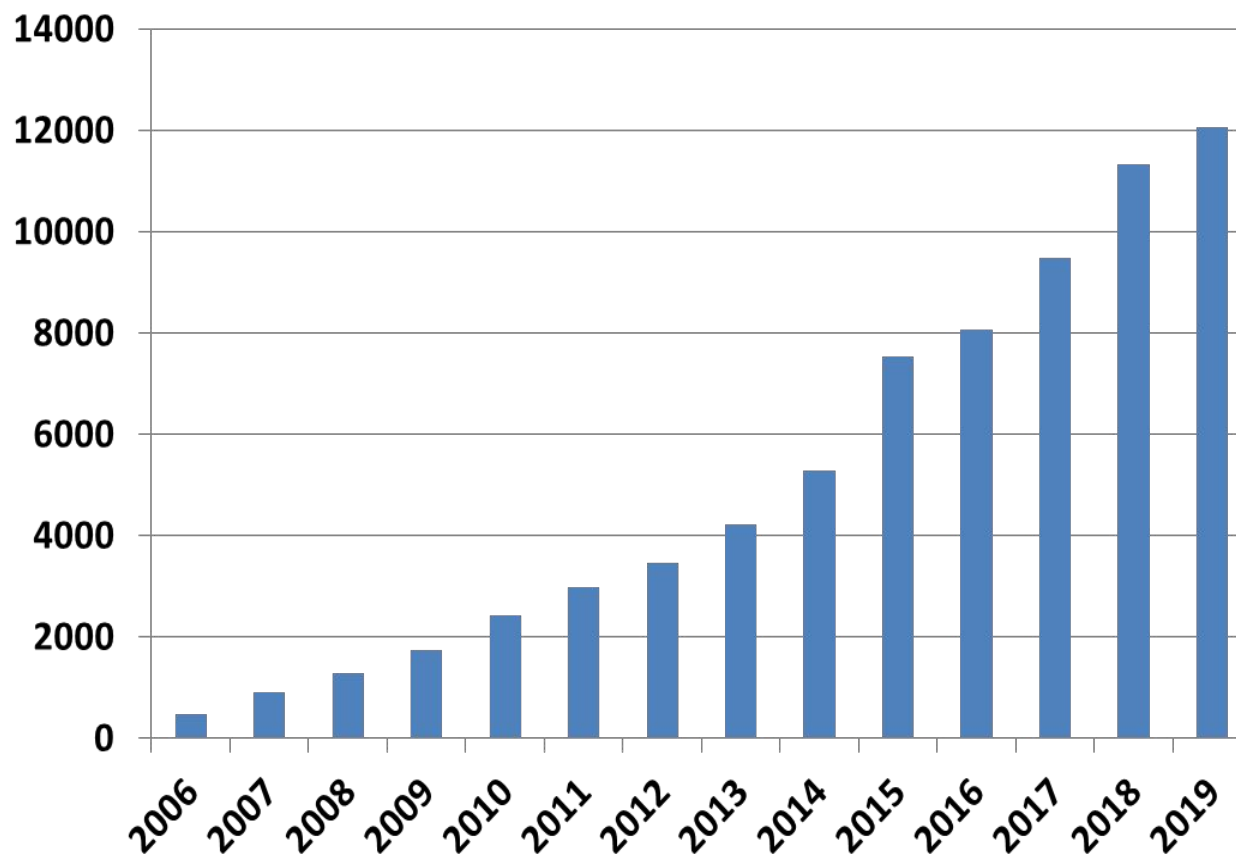
(Л. Кендалл, М. Фишман)



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ

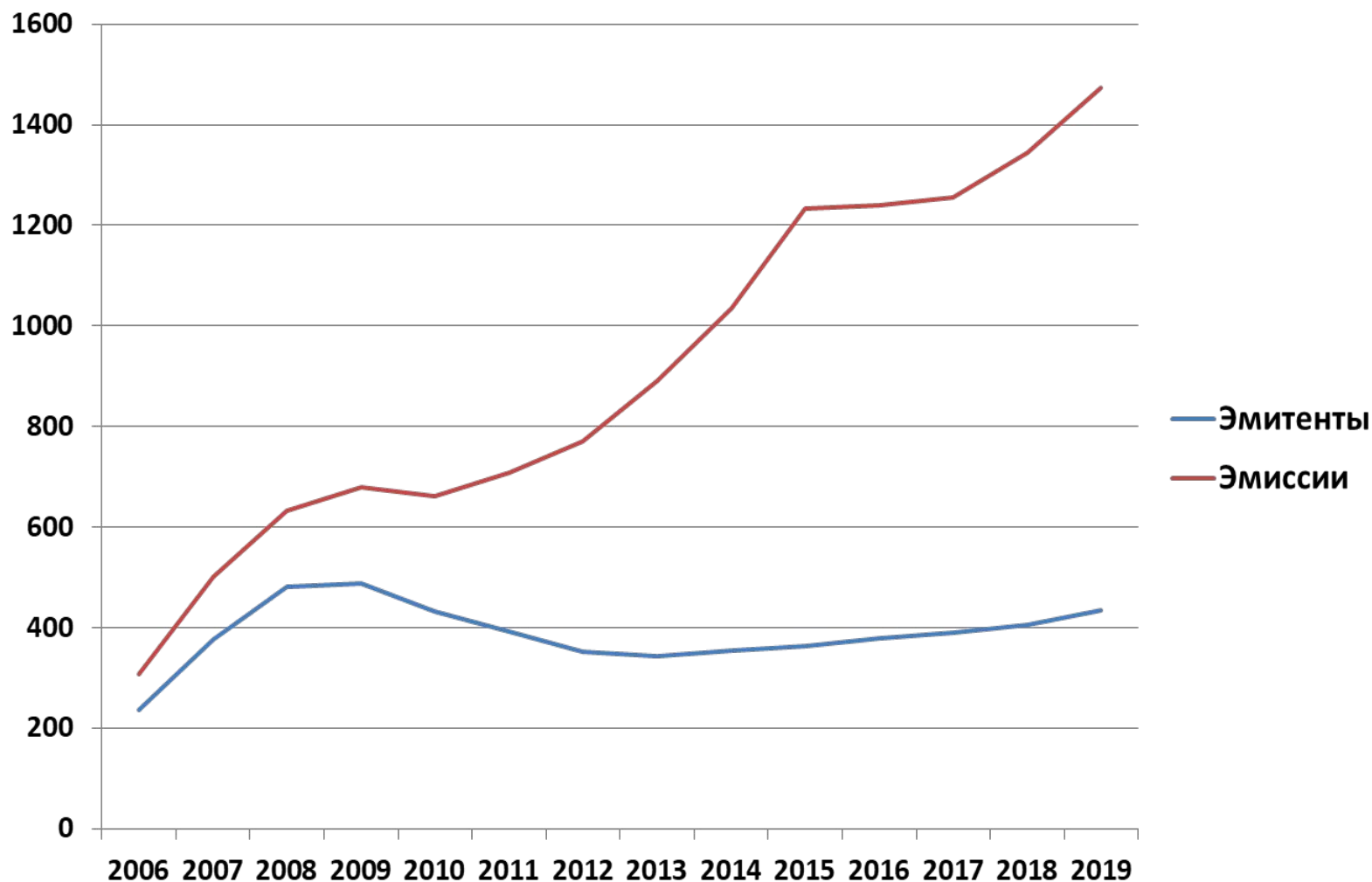
Динамика номинального объема корпоративных облигаций, находящихся в обращении на начало года

Млрд. руб.





ЧИСЛО ЭМИТЕНТОВ И КОЛИЧЕСТВО ЭМИССИЙ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА НАЧАЛО ГОДА



НЕДОСТАТКИ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ

- Преобладание коротких кредитов
- Высокая стоимость обслуживания кредитных ресурсов
- Необходимость предоставления обеспечения по инвестиционным кредитам
- Невозможность управления долгом

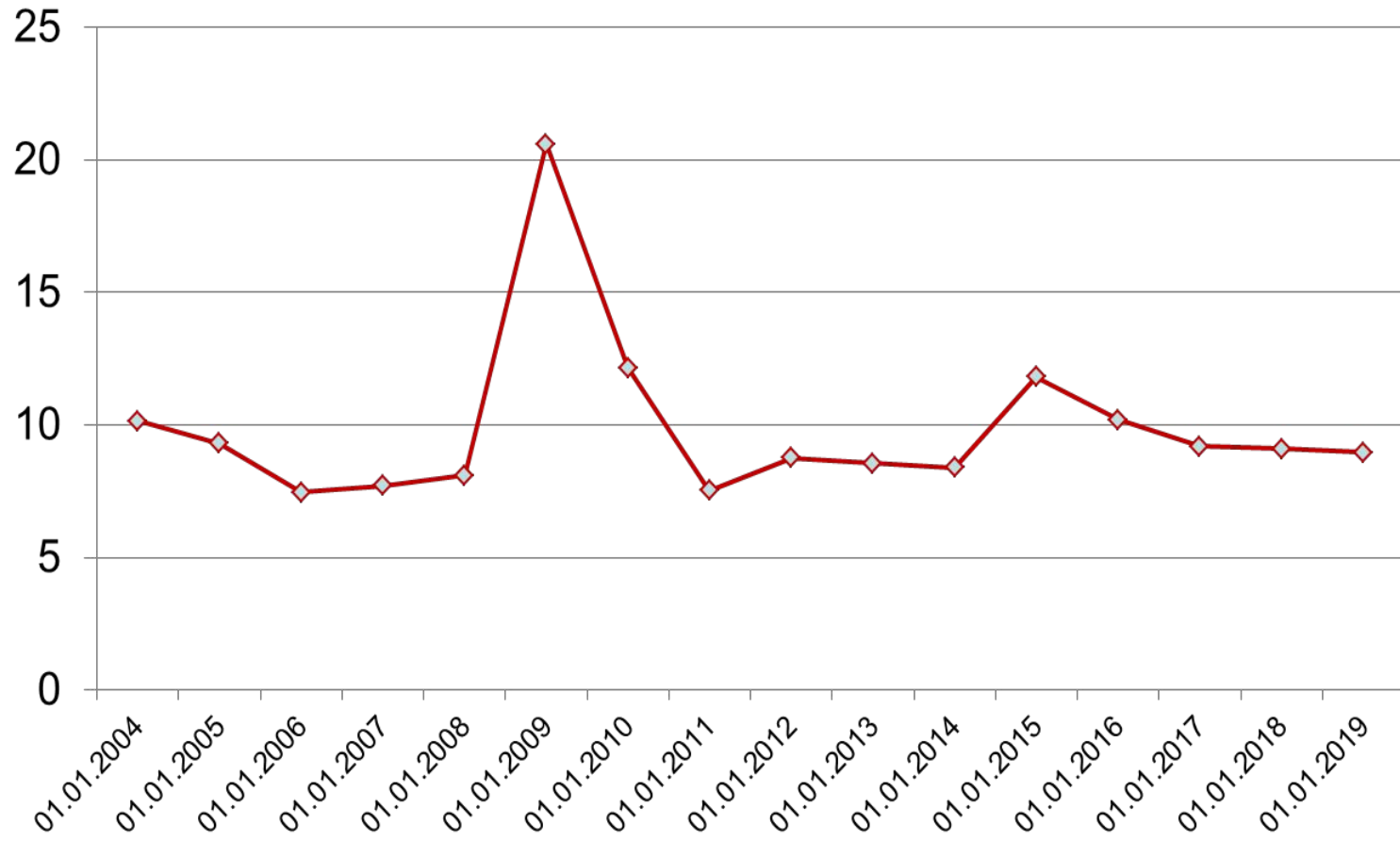
**Временная структура кредитов,
предоставленных российскими банками
юридическим лицам
(по состоянию на декабрь 2019)**

Срок кредитования	Удельный вес в общем объеме кредитования, %
До 1 года	68,4
От 1 года до 3 лет	15,5
Более 3 лет	16,1
Всего	100

ПРЕИМУЩЕСТВА ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ

- Более длительный срок, на который привлекаются финансовые ресурсы
- Возможность привлечения значительных объемов денежных средств для реализации крупных инвестиционных проектов
- Отсутствие залога при осуществлении облигационного займа
- Отсутствие зависимости от банка-кредитора
- Возможность управлять своим долгом
- Более низкая стоимость заимствования
- Формирование публичной кредитной истории, создание предпосылок для проведения IPO

ДИНАМИКА ИЗМЕНЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ ПО РОССИЙСКИМ КОРПОРАТИВНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ, %



Сравнительный анализ затрат по обслуживанию кредита и облигационного займа

Банковский кредит

Текущие платежи

- Процентные платежи $r_n = 12\%$
(эффективная процентная ставка) =
12,68%

Единовременные расходы

- Залог (оценка, страхование, регистрация и др.)
- Комиссии банка (за открытие счета, за ведение счета и др.)
- Расходы по оформлению проекта

Облигационный заем

Текущие платежи

- Купонные выплаты, $r_n = 8\%$
(эффективная процентная ставка) ~
8,16%

Единовременные расходы

- Организатор выпуска
- Андеррайтер
- Реклама
- Госпошлина
- Комиссия биржи
- Комиссия депозитария

ЭФФЕКТИВНАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА

$$r_{\text{Э}} = \left[\left(1 + r_H / m \right) \right]^m \cdot 100$$

Где: $r_{\text{Э}}$ – эффективная процентная ставка

r_H – номинальная процентная ставка

m – частота процентных выплат

Для $r_H = 12\%$ $r_{\text{Э}} = [(1 + 0,12/12)^{12} - 1] \cdot 100 = 12,68\%$

Для $r_H = 8\%$ $r_{\text{Э}} = [(1 + 0,08/2)^2 - 1] \cdot 100 = 8,16\%$

Эквивалентность процентных ставок

Номинальная
процентная ставка = 12%
годовых
Частота процентных
выплат = 12 раз в году

=

Номинальная
процентная ставка =
12,68% годовых
Частота процентных
выплат = 1 раз в год

Виды андеррайтинга

Вид андеррайтинга	Последствия для эмитента	Стоимость услуг андеррайтинга
Гарантированное размещение (полный андеррайтинг)	100-процентная гарантия размещения	Наиболее высокая
Частичный андеррайтинг	Частичная гарантия размещения ценных бумаг	Средняя
Андеррайтинг на основе максимальны	Отсутствие гарантий размещения	Низкая

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ: инновационная модель финансирования бизнеса

Секьюритизация как инновационная техника финансирования

Секьюритизация в узком смысле – это инновационная техника финансирования, предусматривающая объединение неликвидных финансовых активов в пулы однородных активов, которые являются обеспечением выпускаемых облигаций

Факторы, обуславливающие проведение секьюритизации финансовых активов:

- Необходимость интенсификации банковской деятельности
- Необходимость поддержания норматива достаточности собственного капитала на требуемом уровне

Принципы секьюритизации финансовых активов



Формирование в банке однородного пула активов



Создание специального юридического лица - SPV (от англ. special purpose vehicle). SPV – это компания специального назначения, созданная для реализации определённого проекта или для осуществления определенной операции с целью эффективного управления финансовыми потоками.



Списание активов с баланса банка путем продажи их спецюрлицу (SPV)



Получение банком денежных средств для развития своей деятельности

Цель и этапы развития процессов секьюритизации финансовых активов

Цели секьюритизации финансовых активов:

- Трансформация неликвидных активов в высоко ликвидные ценные бумаги
- Разделение рисков банка и рисков активов

Основные инструменты:

- mortgage-backed securities (MBS) – ипотечные облигации
- asset-backed securities (ABS) – облигации, обеспеченные активами
- future flow securitization (FFS) - Секьюритизация будущих денежных потоков

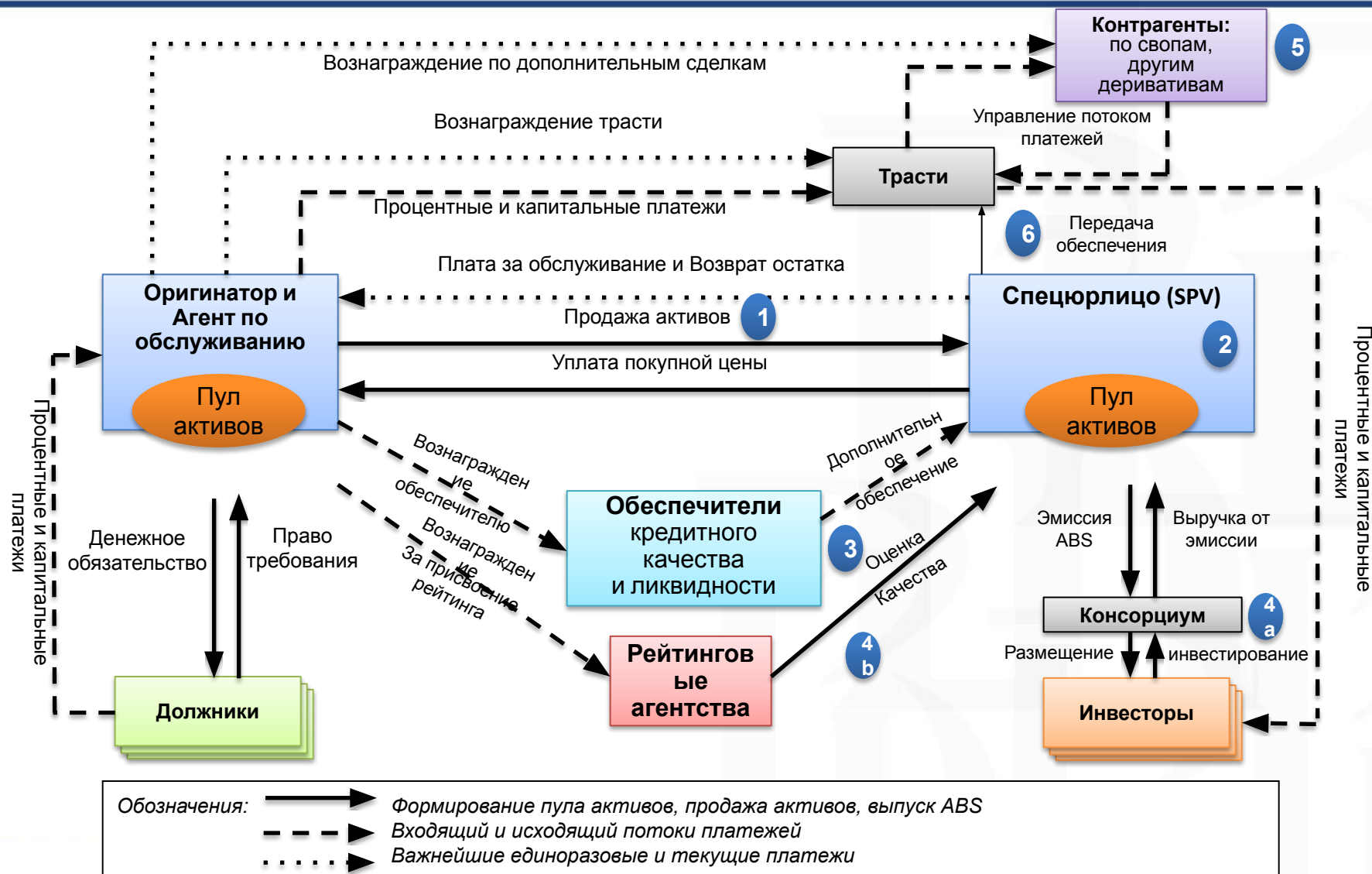
Период развития:

- США: 80-е годы XX века
- Европа: 90-е годы XX века
- Россия: начало XXI века



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИНСТИТУТ СТАТИСТИКИ
УНИВЕРСИТЕТ

Схема секьюритизации финансовых активов



Характерные черты развернутой схемы секьюритизации

- Выделение однородных активов в отдельный пул
- Наличие отдельного юридического лица, специально созданного для проведения секьюритизации (Special Purpose Vehicle – SPV)
- Продажа пула активов спецюрлицу
- Списание проданных активов с баланса originатора
- Проведение спецюрлицом эмиссии облигаций
- Освобождение облигаций от оперативных и хозяйственных рисков originатора
- Трансформация неликвидных активов originатора в высоколиквидные ценные бумаги
- Как правило, наличие траст-компании (доверительного лица инвесторов), обслуживающего финансовые потоки

Взаимодействие банка-оригинатора с SPV

- Банк формирует однородный пул активов и продает его (уступает права требования) SPV, в результате чего происходит разделение потоков платежей и рисков
- Активы списываются с баланса банка, предпринимательский риск банка не распространяется на денежные потоки по переданным активам
- Риски неисполнения обязательств заемщиков, изменения процентных ставок, валютные риски передаются третьей стороне

- **Банк принимает на себя обязательства по обслуживанию денежных потоков на основании договора поручения с SPV (из кредитора становится комиссионером)**
- **SPV не имеет активов, обладает минимальным капиталом, не ведет никакой деятельности, осуществляет эмиссию облигаций, обеспеченных пулом закладных**
- **Средства от продажи облигаций за минусом издержек по выпуску SPV перечисляет банку**

- **SPV обеспечивает повышение кредитного качества выпускаемых облигаций:**
 - страхование сделки в страховых компаниях
 - получение гарантий от банков и финансовых компаний
 - получение рейтинга облигаций на уровне AAA или AA за счет структурирования сделки
- **Формирование эмиссионного синдиката для размещения облигаций**
- **Размещение облигаций, как правило, среди институциональных инвесторов и перечисление денежных средств банку**

Взаимодействие originатора и SPV с доверенным лицом (trustee)

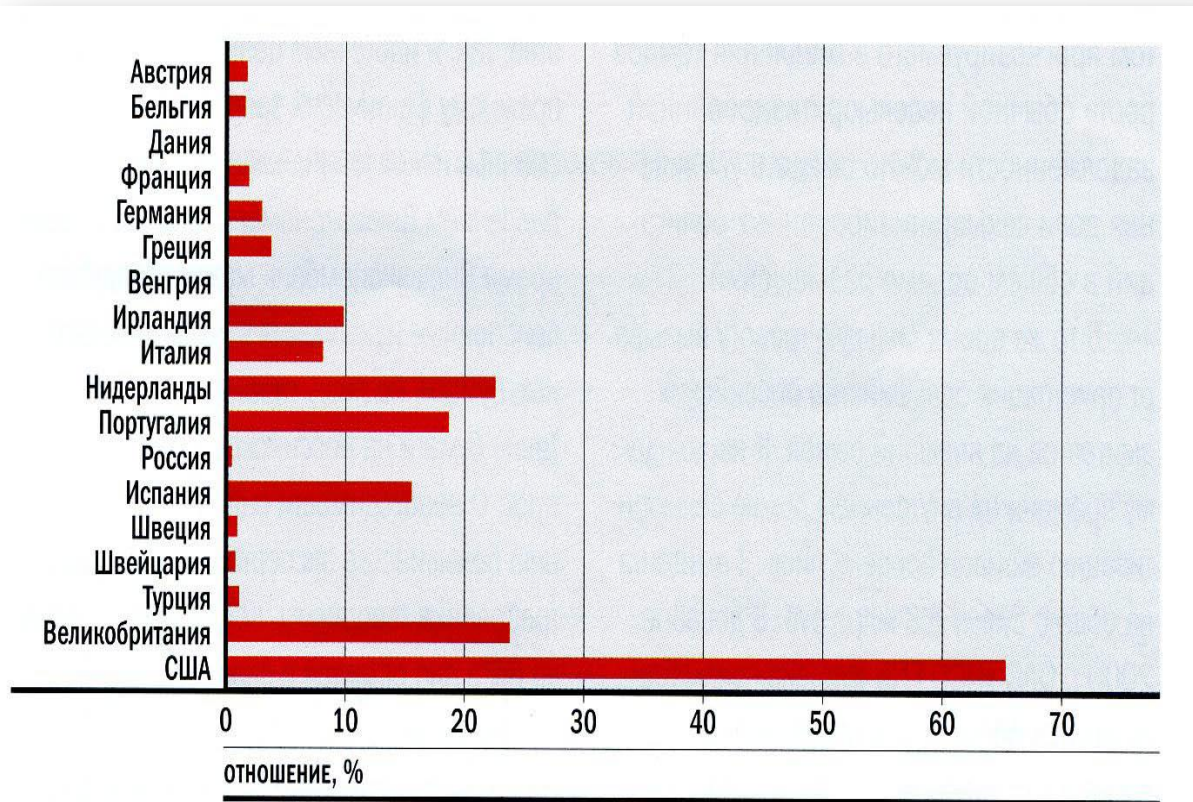
- Трасти является представителем инвесторов и защищает их интересы
- Трасти является платежным агентом перед инвесторами за счет денежных потоков по активам
- Трасти получает от originатора (сервисного агента) отчеты о потоках платежей, досрочных возвратах, задержках платежей, неисполнении заемщиками своих обязательств
- SPV передает доверенному лицу в залог права требования и дополнительное обеспечение по активам
- Трасти управляет временно свободными денежными средствами



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ

Последствия секьюритизации финансовых активов

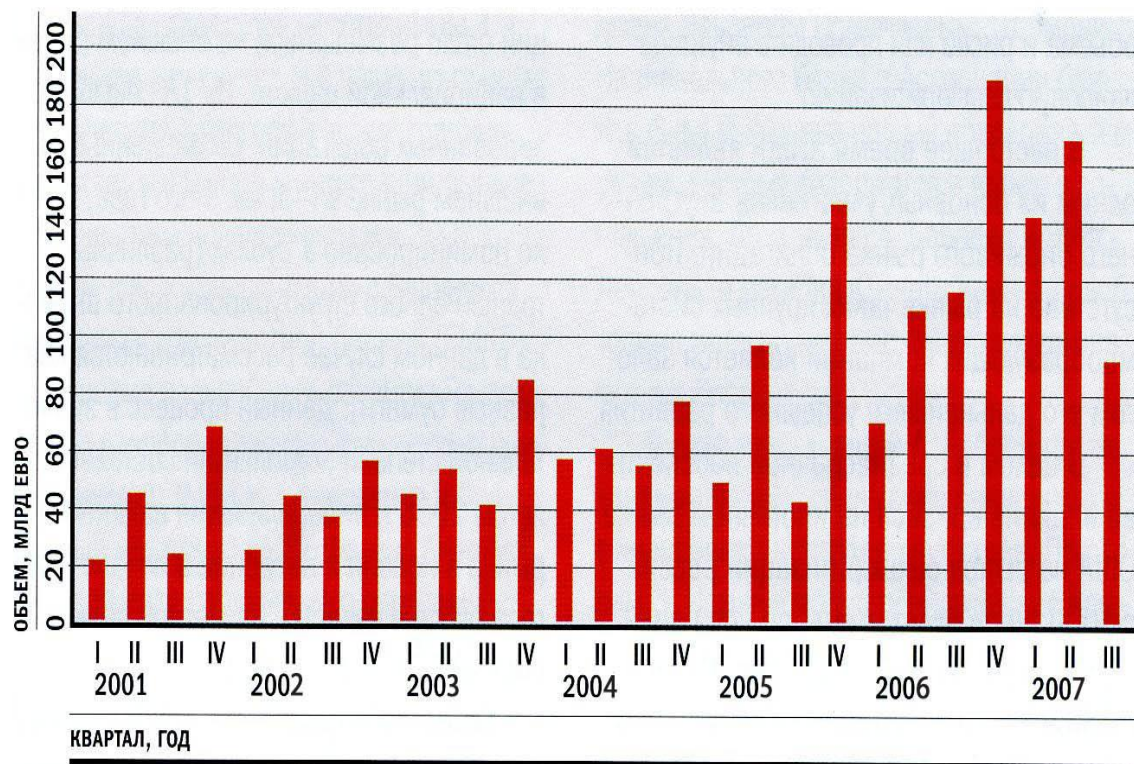
Отношение объема рынка секьюритизированных облигаций к ВВП на конец 2006 г.



Источник: European Securitisation Forum (ESF), Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA).

Последствия секьюритизации финансовых активов

Объем размещения секьюритизированных облигаций в Европе в 2001—2007 гг.



Источник: European Securitisation Forum (ESF).

Токсичные ипотечные кредиты

Subprime — заемщик имеет не просто плохую, а очень плохую кредитную историю:

- сумма займа превышает 55% дохода потребителя за период заимствования
- сумма займа превышает 85% стоимости залога

"Alt-A" ("лучший среди худших") или быстрый кредит — это предоставление неполного пакета документов. В классическом случае — это отсутствие подтверждения доходов заемщика

"Second mortgages" — это второй кредит на подорожавший дом. Под подорожавший дом берется второй кредит (под залог увеличения его цены), причем требования первого кредитора приоритетны.

В докризисный период из ипотечных кредитов категории Subprime:

- ☐ по 80% предоставленных кредитов ставки были льготными на первые 2—3 года
- ☐ по 37% предоставленных кредитов в первые годы выплачивались только проценты
- ☐ по 43% предоставленных кредитов кредит выдавался без подтверждения сведений о доходах
- ☐ по 38% предоставленных кредитов кредит выдавался на всю стоимость дома без первоначального взноса (то есть удешевление недвижимости делало кредит необеспеченным)

ДОЛЯ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ (2007 год) (в процентах от ВВП)

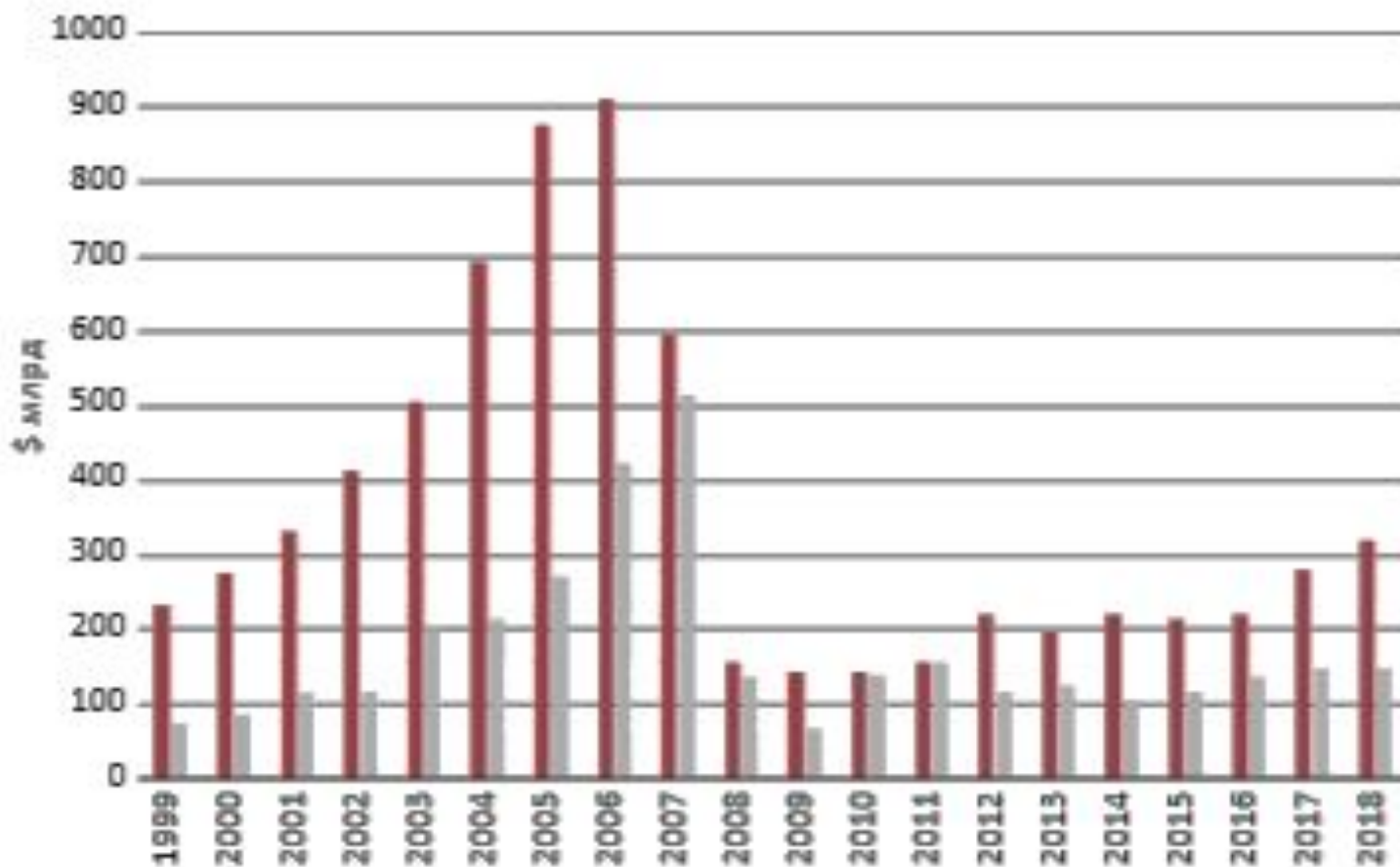
США = 70% ВВП

**Европа = 40%
ВВП**

**Россия = 2,5%
ВВП**

Из примерно 10 трлн. долл. ипотечных кредитов, выданных и непогашенных в США доля высоко рискованных кредитов на конец 2007 г. составляла 30%

Объем новых размещений ABS в мире (до и после кризиса)



- Объем новых размещений американских ABS
- Объем новых размещений ABS за пределами США

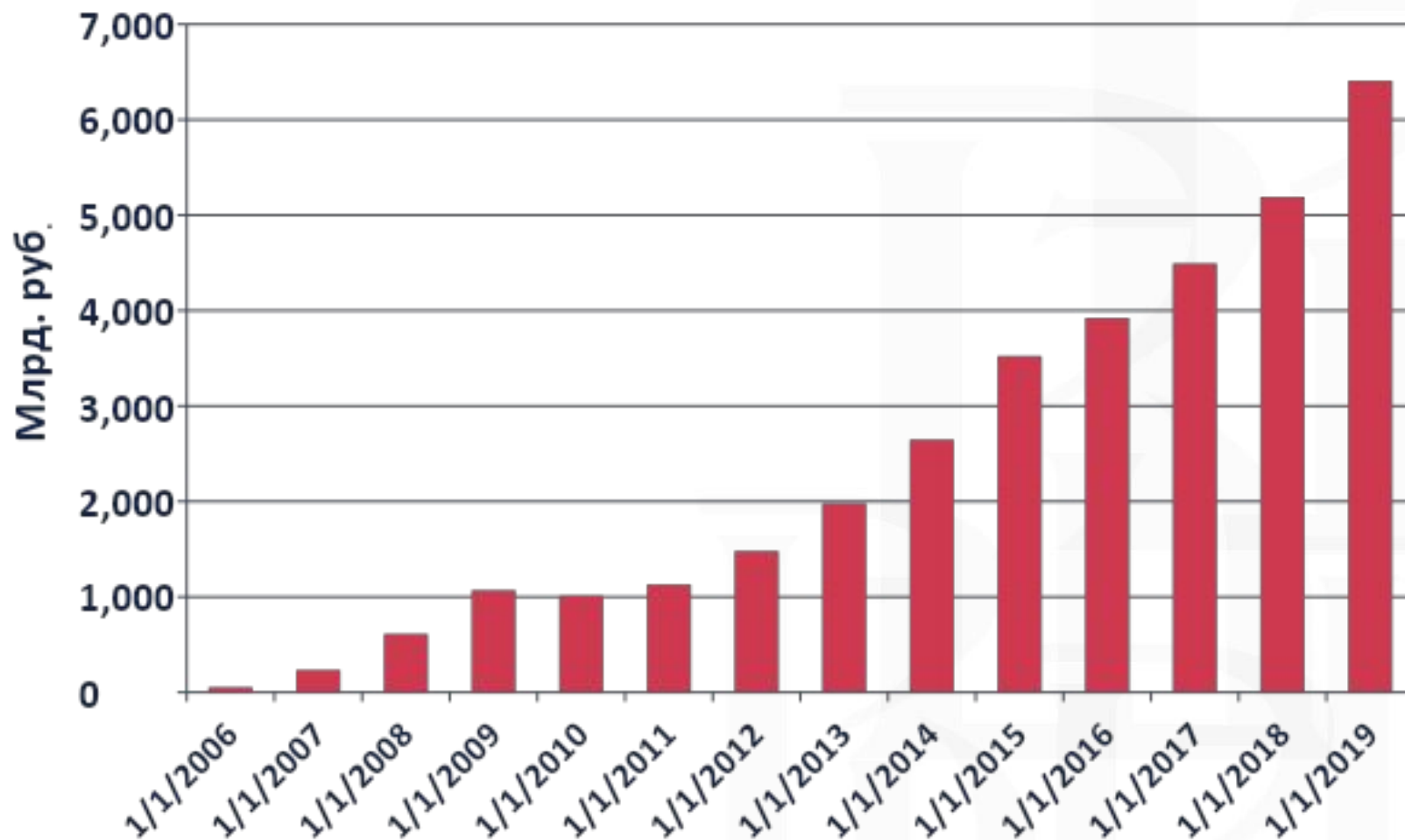
Объемы рынка ипотеки и ипотечных облигаций по отношению к ВВП страны (2016)

Показатель	Россия	США	Германия	ЕС (28 стран)
Задолженность по ипотеке, % к ВВП	5,18	61,7	42,7	47,1
Объем ИЦБ в обращении, % задолженности по ипотеке	8,15	64,5	18	27,62



НАЦИОНАЛЬНАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ
РАСШИРЕННЫЙ КУРС

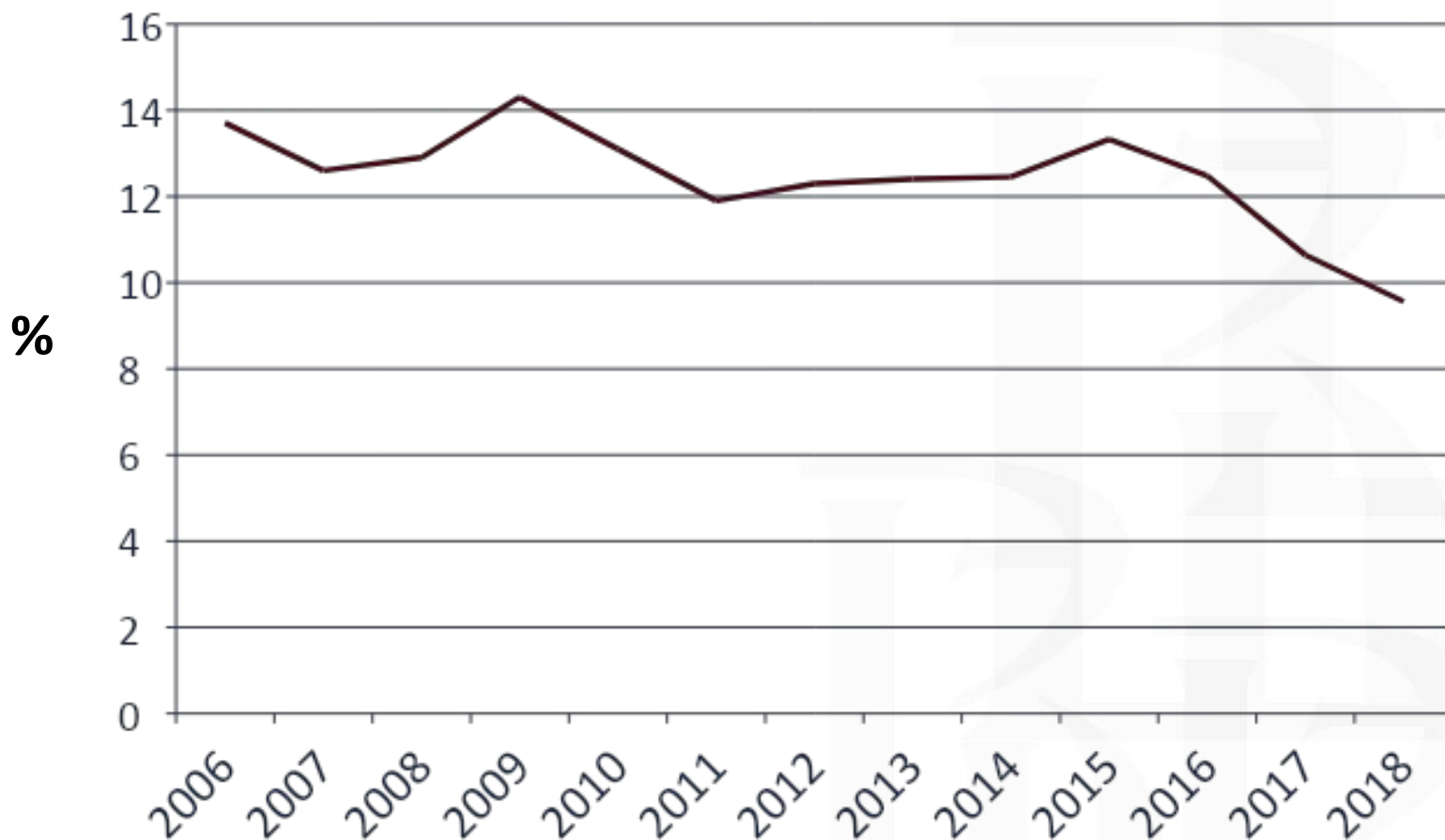
Объем задолженности по ипотечным жилищным кредитам за 2006-2018 гг. (Россия)



Доля задолженности по ипотечным жилищным кредитам к ВВП, % (Россия)

Год	Доля задолженности к ВВП, %
2008	2,59
2009	2,60
2010	2,44
2011	2,66
2012	3,21
2013	4,00
2014	4,50
2015	4,70
2016	5,18
2017	5,60
2018	6,20

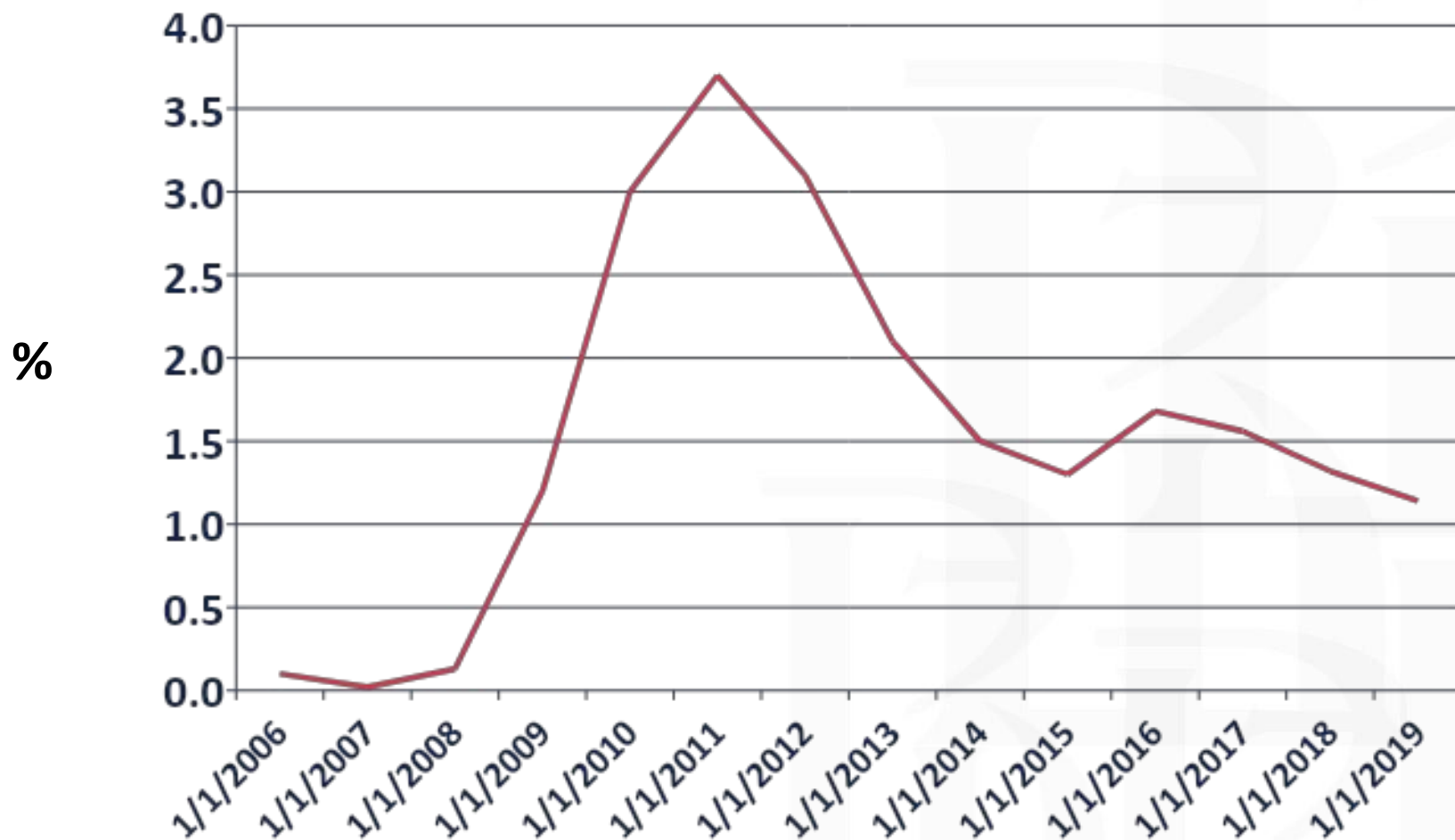
Динамика средневзвешенных ставок по ипотечным кредитам в руб. за 2006-2018 гг. (Россия)





НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИНСТИТУТ СТАТИСТИКИ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Доля просроченной задолженности по ипотечным жилищным кредитам за 2006-2018 гг. (Россия)



Этапы развития процесса секьюритизации

**Секьюритизация ипотечных
кредитов (Mortgage-Backed Securities –
MBS)**



**Секьюритизация финансовых
активов: автокредитов, студенческих
кредитов, поступлений по кредитным
картам и др. (Asset-Backed Securities – ABS)**



**Секьюритизация будущих
денежных потоков
(Future Flow Securitization – FFS)**

Возможности секьюритизации:

«Множество активов, которые могут быть подвергнуты секьюритизации, ограничено только воображением финансистов. Оно одно является ограничителем, и еще время, потому что вы не можете одновременно делать сто дел»

«Вы можете секьюритизировать практически все»

«Если есть денежный поток, секьюритизируйте его»

(Ханс Питер Бэр)

Новые формы секьюритизации денежных потоков

- Лизинговые платежи
- Поступления от платных автомобильных дорог
- Выручка телефонных компаний
- Выручка автотранспортных компаний
- Платежи за телевидение
- Выручка за авиабилеты
- Поступления от ресторанного бизнеса
- Платежи по договорам франчайзинга
- Поступления по экспортным контрактам
- Оплата услуг медицинских учреждений
- Налоги, сборы и пошлины
- Право на добычу полезных ископаемых
- Плата за школьное обучение
- Поступления от морских контрактов
- Выручка компаний коммунального хозяйства