

5.8. РИСК-МЕНЕДЖМЕНТ: МОДЕЛИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ

Киселева И.А., д.э.н., профессор,
кафедра математических методов
в экономике, Российский экономический
университет им. Г.В. Плеханова, г. Москва;
Гаспариан М.С., к.э.н., доцент,
кафедра Прикладной информатики и
информационной безопасности, Российский
экономический университет имени Г.В. Плеханова;
в.н.с., ОНЦ «Кибернетика», г. Москва

[Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ](#)
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)

Статья посвящена инновационному подходу к управлению рисками – секьюритизации активов. Привлекательность секьюритизации заключается в возможности финансирования компании путем перевода активов со своих балансов или заимствования под эти активы для рефинансирования первоначального кредита по справедливой рыночной ставке. Проведен сравнительный анализ и рассмотрены схемы механизма традиционной и синтетической моделей секьюритизации. Сделан вывод о том, что в настоящее время наиболее перспективной можно считать синтетическую модель секьюритизации, которая является одним из наиболее эффективных и экономически выгодных инструментов по переуступке кредитного риска в современной экономике.

Любая деятельность компаний и всевозможных предприятий связана с рисками финансового и нефинансового характера. Банки также не являются исключением. При этом одним из основных видов риска, сопряженного с банковским сектором, является кредитный риск [2].

Под риском понимается вероятность того, что финансовый результат операции будет отличаться от ожидаемого [5, с. 25]. В условиях развития рыночной экономики невозможно найти общую схему реализации бизнес-идей, поэтому каждый конкретный предприниматель сам определяет методы, которыми будет осуществлять свою деятельность, и все они приводят к предпринимательским рискам. Его решения, принимаемые часто в условиях неопределенности, опираются на собственный опыт, интуицию и знания, при этом невозможно рассчитать до конца последствия этих решений, отсюда возникают предпринимательские риски.

Кредитный риск – это риск, связанный с угрозой неплатежей по обязательствам. Он определяется как неуверенность кредитора в том, что заемщик в полной мере будет в состоянии выполнить свои обязательства по возврату и оплате заемных средств, не нарушая сроки и условия кредитного соглашения.

Все методы управления кредитными рисками разделяются на традиционные и инновационные. Традиционные методы – переоценка активов по рыночной стоимости, лимитирование, диверсификация и концентрация, резервирование, страхование и внесение обеспечения по кредиту. Инновационные методы по управлению кредитным риском коммерческих банков – использование кредитных ковенант,

синтетическая секьюритизация и хеджирование.

Секьюритизация (от англ. securities – «ценные бумаги») – финансовый термин, означающий форму привлечения финансирования путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами, генерирующими стабильные денежные потоки (такие как портфель автокредитов, ипотечных кредитов, лизинговые активы, генерирующая стабильный рентный доход, коммерческая недвижимость и т.д.). Этот процесс подразумевает структурирование ценных бумаг, которые обращаются между инвесторами разного класса, денежными потоками, которые возникают по текущим или будущим финансовым обязательствам и способствуют привлечению финансирования и уменьшению кредитного риска [14, 15].

Не секрет, что существует много различных типов долговых инструментов. Новейшие типы долговых инструментов выпускаются в результате процесса секьюритизации. Главным достоинством сделок по секьюритизации является привлечение определенного круга инвесторов, которые в другом случае не покупали бы доли в портфелях ипотечных кредитов (или других его видах).

Идея, которая лежит в основе секьюритизации, заключается в том, что активы компании, которые дают право на получение денежных выплат, собираются в одном пуле, а затем рефинансируются путем выпуска ценных бумаг.

Секьюритизация активов является одним из самых значительных финансовых нововведений в современном банковском деле. Ее появление относится к 1970-м гг. в США, когда первая подобная сделка была проведена с использованием самых надежных банковских активов – ипотечных кредитов [17, 18].

Многие авторы, изучавшие процесс секьюритизации, уделяют особое внимание недостаткам, более того, они видят в секьюритизации угрозу существованию традиционного банковского сектора и всей финансовой системы. Однако, учитывая растущее значение этого инструмента на международных финансовых рынках, преимущества секьюритизации преобладают над недостатками и выглядят следующим образом:

- во-первых, в процессе секьюритизации на балансе компании появляются денежные поступления, которые были выручены от продажи активов, которые она может использовать для предоставления новых кредитов, реинвестирования в материальные активы или долевые инструменты. Вторая возможность для использования полученных средств – использование их в качестве суммы для погашения долга, т.е. для возврата заемного капитала. Кроме того, возможно сочетать эти варианты;
- во-вторых, секьюритизация активов дает возможность привлекать средства из наиболее прибыльных источников. Поскольку традиционные методы финансирования за счет привлечения заемных средств приводят к увеличению задолженности, а секьюритизация позволяет рассчитывать на дополнительное финансирование;
- в-третьих, затраты на привлечение средств за счет секьюритизации значительно ниже по сравнению со стоимостью заимствований;
- в-четвертых, секьюритизация повышает коэффициент рентабельности собственного капитала компании (**ROE**), а также помогает удовлетворить требования контролиру-

- ющих органов относительно достаточности собственного капитала;
- в-пятых, оформляя однородные активы в ценные бумаги, а затем продавая их, банки получают отличный механизм управления рисками [7].

На сегодняшний день в странах с развитым ипотечным рынком распространение получили две модели секьюритизации: традиционная и синтетическая. Основное отличие заключается в том, продаются существующие активы или нет [11, с. 25].

Традиционная секьюритизация заключается в продаже портфеля активов специально созданной компании (special purpose vehicle, **SPV**), финансирующей их приобретение путем выпуска ценных бумаг. Также участвует еще один участник – агент по обслуживанию, чьими обязанностями является определенного вида работа по сбору платежей с должников, в то время как специально созданная компания платит агенту по обслуживанию за это определенную сумму денег [3, с. 42].

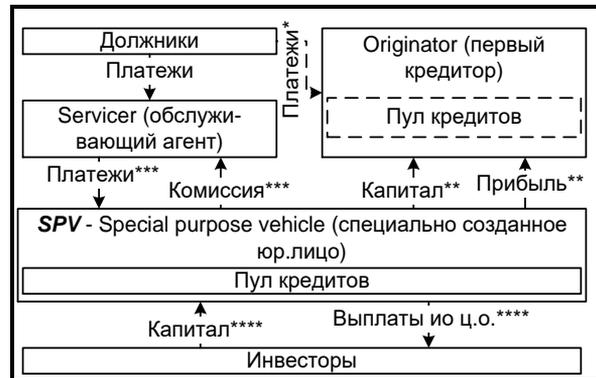


Рис. 1. Традиционная схема секьюритизации¹

Все же классическая схема секьюритизации активов довольно затруднительна для многих банков, которым не хватает размера и / или соответствующего уровня деловой репутации, которые необходимы для эффективного функционирования на рынке. Сложность организации сделки по секьюритизации для небольших банков также может быть связана с тем, что осуществление сделки требует достаточно крупных вложений и экономическую необходимость иметь большой пул однородных кредитов, ориентировочно по 50-100 млн. долл. В некоторых случаях операции по секьюритизации затрудняются в связи с законодательной базой страны, в которой они реализуются. Например, развитию секьюритизации в странах Содружества Независимых Государств (СНГ) препятствует отсутствие необходимой законодательной базы.

Таким образом, в связи с существованием определенных ограничений, связанных с использованием традиционной схемы секьюритизации, была придумана аналогичная модель – синтетическая секьюритизация [4, с. 35].

В некоторых случаях именно хеджирование кредитного риска, который присущ определенному типу активов (портфелям активов), может быть приоритетом банка-оригинатора, использующего механизм секьюритизации. В то же время привлечение относительно недорогого и долгосрочного финанси-

¹ Примечание к рис. 1: * – кредитный договор; ** – переуступка права требования; *** – договор обслуживания пула кредитов; **** – эмиссия ценных бумаг, обеспеченных будущими платежами по кредитам.

вания становится второстепенным или вообще теряет свою актуальность [8, с. 242]. В данной ситуации наиболее подходящим решением становится переход к синтетической секьюритизации. Стоит отметить, что синтетическая секьюритизация берет свое начало в середине 1990-х гг. из-за существования в некоторых странах определенных законодательных трудностей и правовых барьеров при продаже банковских активов, а также из-за достаточно быстрого развития кредитных деривативов.

Синтетическая секьюритизация не ставит своей целью продажу портфеля однородных активов **SPV**. Однако в то же время она позволяет банку-оригинатору, т.е. покупателю защиты, переуступить продавцу защиты кредитные риски, которые связаны с данными активами, благодаря использованию определенных кредитных деривативов. Можно отметить, что в этом случае кредитный риск становится своего рода товаром, для которого создается рынок, а цена кредитного риска каждого отдельного заемщика устанавливается благодаря рыночному механизму спроса и предложения. Осуществляя переуступку кредитного риска, стоит акцентировать внимание в первую очередь кредитным деривативам как одному из главных компонентов синтетической секьюритизации. Кредитный дериватив является инструментом расчета, благодаря которому продавец защиты осуществляет выплаты покупателю защиты при наступлении рискованной ситуации [9, с. 121].

В структуре сделок синтетической секьюритизации обычно используются следующие кредитные деривативы.

1. Кредитный своп (credit-default swap) – сделка, по которой продавец защиты обязан совершать согласованные платежи по определенному активу в случае наступления рискованной ситуации. Стоит отметить, что синтетическая секьюритизация состоит в передаче кредитного риска совокупного пула кредитов, а не одного выданного кредита, и именно поэтому чаще всего в банковском деле используют портфельный кредитный своп (portfolio credit default swap).
2. Кредитная нота (credit-linked note) – это облигация, платежи по которой могут быть получены исходя из изменения кредитного показателя определенного портфеля активов или наступления определенного кредитного события.
3. Свop на полную доходность (total return swap) – сделка, по которой полностью все доходные поступления от базового актива платятся продавцу защиты, а он берет на себя обязательство произвести платежи в случае наступления кредитной или рискованной ситуации.

Отметим, что использование других производных инструментов вместо кредитных деривативов не будет иметь желаемого эффекта, поскольку традиционные деривативы используются, как правило, при работе с факторами, связанными с рыночным риском (т.е. индексы, процентные ставки, волатильность курса валют) [13].

Синтетическая секьюритизация подразделяется на три типа, которые отличаются между собой уровнем первоначального обеспечения, которое предоставляется покупателю защиты:

- фондируемая синтетическая секьюритизация предполагает, что продавец защиты полностью осуществляет свое платежное обязательство в момент совершения сделки. С этой целью осуществляется покупка кредит-

ных нот, которые выпустил покупатель защиты. Следовательно, фондируемая синтетическая секьюритизация является наиболее распространенным и популярным видом благодаря заблаговременной обеспеченности обязательства продавца защиты;

- нефондируемая синтетическая секьюритизация – сделка, структурированная без первоначального обеспечения или покрытия обязательства продавца защиты;
- частично фондируемая синтетическая секьюритизация – сделка, покрывающая кредитный риск в конкретном портфеле частично, в то время как оставшаяся часть кредитного риска является необеспеченной.

Выбор любого из вышеупомянутых типов синтетической секьюритизации зависит в большей степени от поставленных задач. Покупатель защиты должен выбрать соответствующую структуру синтетической секьюритизации, опираясь на четкое понимание, какие задачи необходимо решить с помощью синтетической секьюритизации в каждом отдельном случае.

Структура сделки по синтетической секьюритизации бывает двух видов: включающая **SPV** и не включающая [6, с. 44].

1. Синтетическая секьюритизация, не включающая **SPV**. Данная структура подразумевает переуступку кредитного риска конкретного портфеля активов покупателем защиты напрямую продавцу защиты. Таким образом, создание специального юридического лица опускается. Кроме того, кредитные деривативы могут быть публично размещены на рынке с целью их реализации. Следовательно, покупатель защиты (банк-оригинатор) освобождается от затрат на создание и администрирование **SPV**.
2. Синтетическая секьюритизация, включающая **SPV**. Данная структура подразумевает, что передачу банком-оригинатором кредитного риска предварительно созданному юридическому лицу, задача которого заключается в продаже и передаче определенных кредитных деривативов – кредитных нот. Средства, вырученные от реализации кредитных нот, попадают в использование **SPV** для покупки ценных бумаг с высокой ликвидностью. Цель упомянутых выше ценных бумаг заключается в принесении такой доходности, которая будет позволять **SPV** осуществлять выкуп кредитных нот одновременно поступлениями по кредитному свопу от банка.

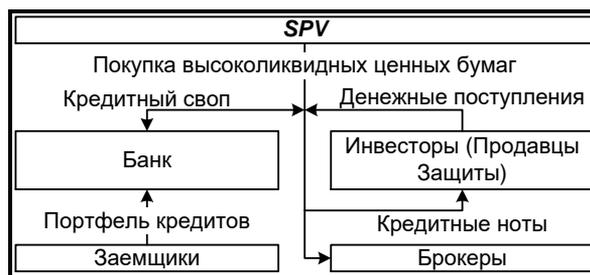


Рис. 2. Синтетическая секьюритизация с использованием **SPV**

Отметим, что синтетическая секьюритизация предполагает включение создания **SPV**, однако существует и вариант, когда сделка осуществляется без участия специально созданного юридического лица. Естественно, у каждого из этих случаев существуют свои преимущества. Так, в случае участия **SPV** в структуре сделки по синтетической секьюритизации рейтинг кредитных деривативов будет выше по срав-

нению с рейтингом самого банка-оригинатора. В то же время, если структура сделки не подразумевает использование **SPV**, общие затраты банка-оригинатора на реализацию синтетической секьюритизации в этом случае могут быть значительно уменьшены. Следовательно, с точки зрения сокращения общих затрат, второй вариант является наиболее эффективным.

Таким образом, существует несколько принципиальных отличий между классическим и синтетическим типами секьюритизации. Синтетическая секьюритизация является балансовым методом финансирования, в отличие от классической, отражающейся на внебалансовых счетах. Секьюритизация формально является классической, если ее осуществление происходит в виде реализации финансовых активов, что означает возможность перемещения активов с балансового учета на внебалансовый. Традиционная секьюритизация предоставляет возможность увеличения коэффициентного соотношения задолженности и капитала компании, и освобождения капитала на покрытие рисков для банков. Тем не менее, синтетическая секьюритизация не дает возможности снять активы с баланса originatorу. То есть в данном случае традиционная секьюритизация оказывается более выигрышной [1, 16].

Кроме того, классическая секьюритизация подразумевает обязательное создание специальной проектной компании (**SPV**), но этот пункт не является обязательным в синтетической секьюритизации. Таким образом, существование контрагента (покупателя) по сделке является необходимым условием для продажи активов в юридическом смысле. С целью уменьшения риска вероятности банкротства необходимо изолировать покупателя от originatorа и ограничить его возможность проведения любых операций. Этим целям наилучшим образом соответствует создание **SPV**, учреждающегося специально только для покупки актива originatorа, хотя **SPV** по факту не осуществляет каких-либо операций. Некоторые сделки традиционной секьюритизации оказываются дороже по сравнению с синтетической, в том числе из-за того, что **SPV** и специальная структура для обеспечения условий продажи не создаются дополнительно.

Еще одним отличием является то, что главной функцией классического вида секьюритизации является получение относительно более дешевых ресурсов, в то время как одна из главных функций синтетической секьюритизации – хеджирование кредитных рисков. Первая позволяет originatorам получить более дешевое финансирование благодаря обособлению рисков определенных активов от рисков, характерных для originatorа и других его активов. Вторая в основном существует для хеджирования кредитных рисков, однако некоторые компании используют ее и как способ финансирования [10, с. 196].

Говоря о Российской Федерации, стоит упомянуть, что процедура секьюритизации вошла в банковскую практику совсем недавно. Первые сделки были проведены в 2005 г., в них участвовали такие коммерческие банки, как «Банк Хоум Кредит», «Союз» и

«Русский Стандарт». Данными банками была проведена процедура рефинансирования портфелей автокредитов, а также потребительских кредитов. Отметим, что в вышеупомянутых сделках участвовали и иностранные компании, для привлечения иностранного капитала были выпущены иностранные облигации.

Далее уже в 2007 г. «Газпромом» была проведена первая сделка по секьюритизации ипотечных займов. Такие сделки попали под действие Закона «Об ипотечных ценных бумагах», допуская выпуск облигаций, которые были обеспечены ипотечными кредитами с баланса банка.

В период 2008-2017 гг. наблюдался бурный рост сделок по секьюритизации. Ценные бумаги выпускались теперь не только под портфели потребительских займов, популяризировались также автокредиты, ипотека, лизинговые и факторинговые платежи, причем в данный период времени покупателями портфелей выступали в основном иностранные предприятия. Стоит отметить, что дальнейший успех процесса секьюритизации в РФ будет зависеть от развития законодательной базы, касаемой такого вида сделок.

Таким образом, необходимо отметить основообразующие моменты процесса секьюритизации. Альтернативной методикой классического вида секьюритизации является синтетическая секьюритизация. Объект переуступки в синтетической секьюритизации – кредитный риск. В этом случае отмечается использование соответствующих кредитных деривативов, благодаря которым и происходит непосредственно передача кредитных рисков, которые связаны с определенным пулом активов банков. Существенным отличием синтетической секьюритизации от классического вида является то, что секьюритизируемые активы не выводятся из баланса банка при использовании синтетической схемы, имеет место переуступка кредитного риска, который связан с этими активами. Несмотря на это, классическая секьюритизация является внебалансовым инструментом финансирования и осуществляется с помощью продажи секьюритизируемых активов и одновременное удаление их кредитного риска [12, с. 35].

На данный момент синтетическая секьюритизация является одним из наиболее действенных методов по управлению кредитными рисками. Почти полностью исключая кредитный риск, банк-оригинатор синтетической секьюритизации не имеет препятствий в виде законодательных ограничений, присущих традиционной секьюритизации. Таким образом, можно отметить, что синтетическая и классическая секьюритизации в современной банковской сфере отличаются наибольшей эффективностью и экономичностью среди инструментов по переуступке кредитных рисков.

Литература

1. Акаев А.А. и др. Проекты и риски будущего: концепции, модели, инструменты, прогнозы [Текст] / А.А. Акаев и др. – М. : URSS, 2011. – 432 с.
2. Альгин А.П. Грани экономического риска [Текст] / А.П. Альгин. – М. : Знание, 1991. – 187 с.

3. Анисимов А. История российской секьюритизации активов [Текст] / А. Анисимов, А. Ипполитов // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №11. – С. 42-48.
4. Анисимов А. Особенности секьюритизации активов на развивающихся рынках [Текст] / А. Анисимов // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №22. – С. 32-38.
5. Балабанов И.Т. Риск-менеджмент [Текст] / И.Т. Балабанов. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 254 с.
6. Барейша И. Секьюритизация: причины успеха [Текст] / И. Барейша // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №4. – С. 42-45.
7. Власов А. Риск-менеджмент: система управления потенциальными потерями [Текст] / А. Власов // Бизнес. – 2013. – №5. – С. 25-32.
8. Киселева И.А. Моделирование инвестиционной привлекательности туристической отрасли региональной экономики (на примере Кабардино-Балкарской Республики) [Текст] / И.А. Киселева, А.М. Трамова // Аудит и финансовый анализ. – 2010. – №5. – С. 241-246.
9. Киселева И.А. Моделирование оценки рисков в процессе принятия банковских решений [Текст] / И.А. Киселева // Аудит и финансовый анализ. – 2002. – №1. – С. 118-124.
10. Киселева И.А. Оптимальное распределение финансовых средств индивидуальным инвестором [Текст] / И.А. Киселева, Н.Е. Симонович // Аудит и финансовый анализ. – 2014. – №5. – С. 195-198.
11. Киселева И.А. Принятие решений в условиях риска: психологические аспекты [Текст] / И.А. Киселева, Н.Е. Симонович // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2014. – №18. – С. 23-29.
12. Лимитовский М.А. Основы оценки инвестиционных и финансовых решений [Текст] / М.А. Лимитовский. – М. : ДеКА, 1997. – 255 с.
13. Тутова Н.А. Каждый из видов риска необходимо держать под жестким контролем [Текст] / Н.А. Тутова // Банковские технологии. – 2013. – №4. – С. 30.
14. Харитончик А.И. Синтетическая секьюритизация как инновационный метод управления кредитным риском [Текст] / А.И. Харитончик // Проблемы и перспективы экономики и управления: мат-лы Междунар. науч. конф. (СПб., апр. 2012 г.). – СПб. : Реноме, 2012.
15. Черешкин Д.С. Управление рисками и безопасностью [Текст] / Д.С. Черешкин. – М. : URSS, 2010. – 200 с.
16. Ширяев В.И. Финансовые рынки: нейронные сети, хаос и нелинейная динамика [Текст] / В.И. Ширяев. – М. : URSS, 2011. – 232 с.
17. Alexander C. Financial risk management and analysis [Text] / C. Alexander. – Wiley, 1996. – 186 p.
18. Vaugham E.J. Risk management [Text] / E.J. Vaugham. – N.Y. etc. : Wiley, 1997. – 255 p.

Ключевые слова

Риск; оценка рисков; управление рисками; секьюритизация; модели секьюритизации активов; долговые инструменты.

Киселева Ирина Анатольевна

Гаспарян Михаил Самуилович

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность работы. В условиях рыночной экономики усиливается неустойчивость банковской системы. В свою очередь это вли-

яет на состояние различных отраслей экономики и предприятий, которые начинают сокращать свои средства и резервы, что приводит к нарушению нормального кругооборота кредитных ресурсов и повышению риска всех банковских операций.

Статья посвящена актуальной теме современности – оценке различного рода рисков в сфере банковского бизнеса. Секьюритизация активов является одним из самых значительных финансовых нововведений в современном банковском деле.

Научная новизна и практическая значимость. Управление кредитными рисками – это процесс, посредством которого банк идентифицирует риски, проводит оценку их величины, осуществляет их мониторинг и контролирует свои рисковые позиции. Проведен анализ схем традиционной и синтетической секьюритизации. Авторы отмечают, что именно хеджирование кредитного риска, который присущ определенному типу активов (портфелям активов), может быть приоритетом банка-оригинатора, использующего механизм секьюритизации, а использование других производных инструментов вместо

кредитных деривативов не будет иметь желаемого эффекта, поскольку традиционные деривативы используются, как правило, при работе с факторами, связанными с рыночным риском.

В статье сделан вывод, что синтетическая секьюритизация является одним из наиболее действенных методов по управлению кредитными рисками. Можно отметить, что синтетическая и классическая секьюритизации в современной банковской сфере отличаются наибольшей эффективностью и экономичностью среди инструментов по переуступке кредитных рисков.

По стилю статьи можно определить, что работа изложена научным понятным языком и имеет четко сформированную структуру, соответствующую цели исследования. Стиль, логика и доступность изложения материала статьи соответствует научному характеру материала, выводы, полученные в статье, достоверны и обоснованы.

Заключение: статья представляет собой самостоятельную, законченную научно-исследовательскую работу, выполненную на актуальную тему, на высоком теоретическом уровне, отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к опубликованию.

Кузнецов В.И., Д.э.н., профессор кафедры отраслевой и бизнес-статистики Российской экономического университета им. Г.В. Плеханова, г. Москва.

[Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ](#)

[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)