

КЛАССИФИКАЦИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ, ОБЕСПЕЧЕННЫХ АКТИВАМИ

Е. А. Павельева

Воронежский государственный университет

Поступила в редакцию 29 сентября 2011 г.

Аннотация: в статье определяются сущность и виды ценных бумаг, обеспеченных активами, выделяются классификационные признаки с целью систематизации ценных бумаг, выпускаемых в результате секьюритизации активов. Предложена классификация по ряду наиболее значимых признаков.

Ключевые слова: секьюритизация активов, ценные бумаги, обеспеченные активами, классификационные признаки, классификация.

Abstract: this article defined the essence and types of asset securities backed by assets allocated classification features to organize the securities issued by securitization of assets. A classification of some of the most significant attributes.

Key words: asset securitization, asset-backed securities, signs of classification, classification.

Обязательным условием проведения секьюритизации активов является выбор вида ценных бумаг, которые будут выпущены в результате сделки. На основе осуществленного выбора становится возможным определение структуры будущих платежей по ценным бумагам и, соответственно, построение финансовой модели выпуска.

Для того чтобы конкретизировать цели и результаты секьюритизации активов, а также систематизировать подходы к множеству ее возможных проявлений, необходима классификация ценных бумаг, выпускаемых в результате секьюритизации различных видов активов. Классификация ценных бумаг, обеспеченных активами, позволяет, во-первых, более полно раскрыть возможности секьюритизации активов, а также сущность ценных бумаг, обеспеченных активами, и, во-вторых, создать представление о том, как, в зависимости от вида ценных бумаг, происходит распределение рисков между участниками, изменяются их состав и количество, а также роль эмитента ценных бумаг.

Попытки структурирования и сведения к единой системе всего многообразия ценных бумаг, обеспеченных активами, предпринимали многие исследователи – Л. Хейр, Х. П. Бэр, Э. Дэвидсон, М. Кейн, Д. Уиллер, П. Димартино, Р. Томпсон, М. Астраханцева и др. Ценные бумаги, выпущенные в результате проведения сделок по секьюритизации активов и называемые ценными бумагами, обеспеченными активами, можно классифицировать по нескольким основаниям (рис. 1). В зависи-

мости от вида активов, лежащих в основе выпускаемых ценных бумаг, данные финансовые инструменты можно разделить на два больших класса: *ипотечные ценные бумаги* и *неипотечные обеспеченные ценные бумаги*.

Развитие рынка секьюритизации активов началось в сфере ипотечных кредитов в США и затем распространилось по всему миру практически на все виды активов, генерирующих финансовые поступления. Ипотечные кредиты стали первым типом активов в сделках секьюритизации. Действительно, ипотечные кредиты, благодаря длительному периоду кредитования, низким рискам и предсказуемым денежным потокам, а также благодаря некоторым историческим причинам – заинтересованности государства в развитии ипотечного кредитования, дерегулированию экономики, – являлись идеальным активом для секьюритизации. К классу ипотечных ценных бумаг относятся ценные бумаги, обеспеченные ипотекой на жилую недвижимость, и ценные бумаги, обеспеченные ипотекой на коммерческую недвижимость.

Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой на жилую недвижимость (Residential mortgage-backed securities – RMBS), – ценные бумаги, обеспеченные денежными потоками от ипотечных кредитов на жилую недвижимость. В России, согласно Федеральному закону от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», к ипотечным ценным бумагам относятся облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия. Облигации с ипотечным покрытием – это облигации, исполнение обязательств по которым обеспе-

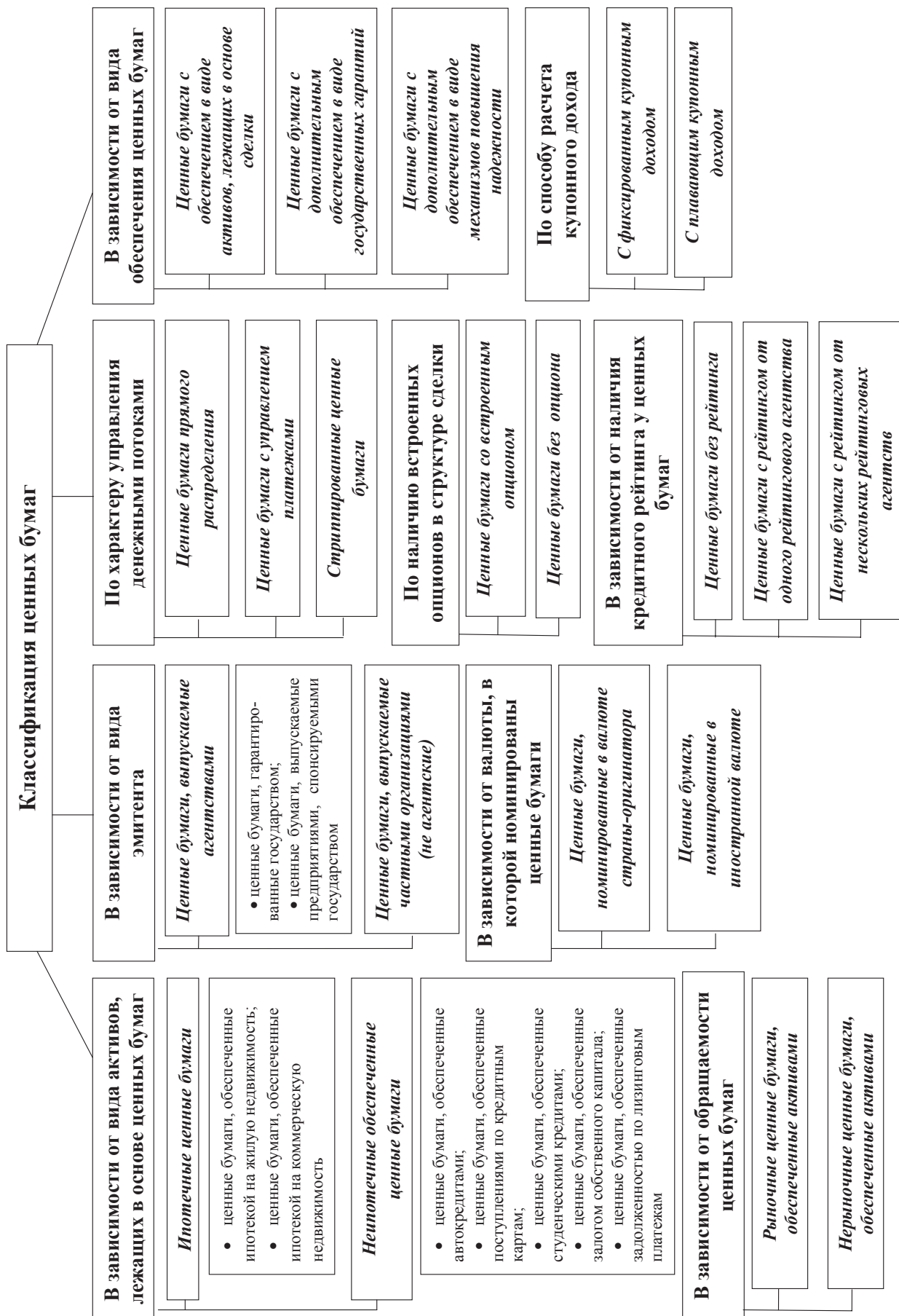


Рис. 1. Классификация ценных бумаг, обеспеченных активами

чивается полностью или в части залогом в виде ипотечного покрытия. Данные финансовые инструменты могут быть эмитированы банками или специализированными организациями – ипотечными агентами и закрепляют право владельца на возврат уплаченной суммы и получение процента, выплачиваемого не реже одного раза в год.

Ипотечный сертификат участия – именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, а также иные права. Выдача ипотечных сертификатов участия может осуществляться только коммерческими организациями, имеющими лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, а также кредитными организациями. Ипотечные сертификаты участия не получили распространения при проведении сделок в России, и на практике не было выдано ни одного ипотечного сертификата участия.

Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой на коммерческую недвижимость (CMBS – Commercial mortgage backed securities), – это ценные бумаги, обеспеченные кредитами под залог коммерческой недвижимости, приносящей доход (офисными зданиями, складскими помещениями, торговыми центрами и пр.). Первый выпуск CMBS был проведен компанией Pen Mutual Insurance Company в 1984 г. [1]. В большинстве случаев обеспечением по CMBS является кредит с 30-летним графиком амортизации, запретом на досрочное погашение кредита в течение первых нескольких лет и «шаровым» платежом через 10 лет. Коммерческие ипотеки обычно имеют свойство более высокой защищенности от досрочного погашения благодаря использованию значительных штрафов и положения о ликвидации долга с использованием залога. Из-за отсутствия государственных гарантий выплаты основного долга и процентов инвестору CMBS имеют большее сходство с неагентскими жилищными ипотечными ценными бумагами.

Меньшая диверсифицированность, присущая пулу кредитов на коммерческую недвижимость, означает более существенные потери инвестора в случае дефолта по требованиям, обеспечивающим выпускаемые облигации, поэтому при секьюрити-

зации коммерческой недвижимости предъявляются более жесткие требования к активам и управлению активами, а также к обеспечению исполнения обязательств originатора и структурированию денежных потоков.

К активам, которые могут быть секьюритизированы, можно отнести различные виды коммерческой недвижимости: офисные здания, промышленные объекты, гостиницы, комплексы розничной торговли и складские помещения.

Основным отличием CMBS является то, что коммерческие ипотечные кредиты – это кредиты без права оборота. В случае дефолта кредитор не может обратиться за взысканием на какие-либо другие активы заемщика, вследствие чего при анализе CMBS главное – оценить способность базовых активов генерировать доход, а также их стоимость.

Началом эры секьюритизации неипотечных активов принято считать март 1985 г. Именно тогда First Boston провел андеррайтинг публичного размещения ценных бумаг общей номинальной стоимостью в 192 млн дол., обеспеченных пулом требований к покупателям компьютеров в кредит [2].

Неипотечные ценные бумаги, обеспеченные активами, – это ценные бумаги, обеспеченные потоками от различных активов и кредитов. В большинстве случаев они являются кратко- и среднесрочными инструментами и не настолько сложны, как ипотечные ценные бумаги. В свою очередь, рынок неипотечных ценных бумаг, обеспеченных активами, делится на несколько секторов в зависимости от вида обеспечения. Рассмотрим наиболее крупные из них.

Датой рождения рынка ценных бумаг, обеспеченных автокредитами, можно считать 1985 г., когда Chrysler Financial осуществил первый публичный выпуск ценных бумаг, обеспеченных портфелем автокредитов. Примером ценных бумаг, обеспеченных автокредитами, в США являются так называемые CARs – Certificates of automobile receivables. Данный финансовый инструмент появился на рынке секьюритизации активов одним из первых. Ценные бумаги, обеспеченные автокредитами, характеризуются следующими свойствами:

- обеспечением являются крупные диверсифицированные пулы потребительских кредитов;
- средний срок погашения этих ценных бумаг составляет 2–3 года;
- скорость досрочного погашения отличается низкой волатильностью.

В 1987 г. впервые на рынке появились ценные бумаги, обеспеченные поступлениями по кредитным картам; примером могут служить CARDS (certificates of amortizing revolving debts) – ценные бумаги, покрытием для которых служат пулы, главным образом, необеспеченных обязательств физических лиц перед банком или финансовой компанией, – эмитентом карт Master Card и Visa [1]. Держатели таких долговых ценных бумаг имеют право на получение основной суммы и процентов по кредитным картам, лежащим в их основе. Данные ценные бумаги впервые были использованы банком Salomon Brothers. Эти инструменты иногда называют *пластиковыми облигациями*.

В 1993 г. в США были выпущены первые ценные бумаги, обеспеченные студенческими кредитами (SLABS – ABS collateralized by student loans). Данные ценные бумаги характеризуются более низкой валовой маржей, чем, например, ценные бумаги с покрытием в виде задолженности по кредитным картам, однако они могут генерировать высокий доход от продажи благодаря небольшим ожидаемым убыткам и длительным срокам погашения. Основным эмитентом ценных бумаг, обеспеченных студенческими кредитами, является Sallie Mae – спонсируемое правительством предприятие, созданное для приобретения студенческих кредитов на вторичном рынке и секьюритизации пулов студенческих займов.

Помимо названных, на рынке обращаются и другие виды ценных бумаг, например, ценные бумаги, обеспеченные залогом собственного капитала (HELs), ценные бумаги, обеспеченные задолженностью по лизинговым платежам (CLEOs – collateralized lease equipment obligations).

В России были осуществлены сделки по секьюритизации следующих видов неипотечных активов: диверсифицированные платежные права (DPR) (Альфа-Банк и МДМ-Банк), секьюритизация потребительских кредитов (банк «Русский стандарт»), лизинговых платежей (компания «Бизнес Альянс», ОАО «РЖД»), факторинговых платежей, автокредитов (МДМ-Банк, банк «Русский стандарт»).

Следующим признаком для классификации исследуемых ценных бумаг является *вид эмитента*. По данному признаку ценные бумаги можно разделить на два вида: ценные бумаги, *выпускаемые компаниями с государственным участием*, и ценные бумаги, *эмитируемые частными компаниями*. Примером классификации по такому признаку являются ипотечные ценные бумаги, выпускаемые агентствами, и ценные бумаги частных ком-

паний. Данные ценные бумаги обращаются на рынке ценных бумаг, обеспеченных жилищными ипотечными кредитами в США.

Агентскими ценными бумагами являются ипотечные ценные бумаги, выпускаемые американскими ипотечными агентствами Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation – FHLMC), Fannie Mae (Federal National Mortgage Association – FNMA) и Ginnie Mae (Government National Mortgage Association – GNMA). Исторически примерно 2/3 объема выпускаемых в США ценных бумаг с залогом ипотечными кредитами производился именно этими тремя федеральными жилищными агентствами. В свою очередь, рынок агентских ипотечных ценных бумаг условно можно разделить на два сектора. К первому относятся ценные бумаги, гарантированные Ginnie Mae, корпорацией, находящейся полностью в собственности у государства. Такие бумаги имеют гарантию своевременной выплаты основной суммы долга и процентов по жилищным ипотечным ценным бумагам («full faith and credit of government»).

Fannie Mae и Freddie Mac являются организациями, спонсируемыми государством. Ценные бумаги, выпускаемые этими агентствами, не имеют гарантии государства и не являются частью долга США. Существует распространенное мнение, что ценные бумаги этих двух агентств имеют «подразумеваемую», нигде документально не закрепленную, гарантию федерального правительства, и большинство инвесторов считают, что правительство не допустит дефолта по данным бумагам. Журнал «The Economist» назвал их ценными бумагами, наделенными «неявными гарантиями правительства» («the implicit government guarantee») [3]. В сентябре 2008 г. произошло наиболее радикальное вмешательство государства в частные финансовые рынки за последние десятилетия – Fannie Mae и Freddie Mac были национализированы с целью стабилизации их деятельности и ограничения системного риска.

Неагентские ценные бумаги (non-agency backed securities), или «частные» ценные бумаги (private-label backed securities), – это, например, ценные бумаги, которые выпускаются с покрытием, не соответствующим требованиям Ginnie Mae, Fannie Mae, Freddie Mac, и не имеют гарантий указанных выше агентств. Для того чтобы сделать такие бумаги инвестиционно привлекательными, оригинаторы чаще всего используют механизмы повышения надежности и получают рейтинг Fitch, Standard & Poor's или Moody's. Свообразным аналогом

американских ипотечных агентств в России является ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» (АИЖК), созданное в 1997 г. по решению Правительства России. 100 % акций АИЖК принадлежит государству в лице Федерального агентства по управлению федеральным имуществом.

Следующим критерием для классификации ценных бумаг выступает *характер управления денежными потоками* при секьюритизации активов. Одним из этапов осуществления сделки по секьюритизации активов является определение способа передачи поступлений от портфеля активов инвесторам и погашения эмитированных инструментов. Классификацию по данному признаку представляется логичным рассмотреть на примере жилищных ипотечных ценных бумаг, поскольку они являются наиболее развитым видом ценных бумаг, обеспеченных активами. Структуры, которые будут изложены ниже, применяются при секьюритизации ипотечных и неипотечных активов.

Общим для всех видов финансовых инструментов, обеспеченных активами, является то обстоятельство, что потоки платежей по ним порождаются финансовыми активами, составляющими их покрытие. Определяющим критерием для выбора конкретного вида ценных бумаг является специфика распределения потоков платежей и рисков. Благодаря управлению платежными потоками, которое, в частности, реализуется при помощи структурирования, становится возможным варьировать размеры, сроки выплат и уровень риска ценных бумаг.

По характеру управления потоками платежей все ценные бумаги, обеспеченные активами, можно разделить на 3 класса: ценные бумаги *прямого распределения* (pass-through), ценные бумаги *с управлением платежами* (pay-through) и *стриппированные* (разделенные) ценные бумаги (stripped securities). Ценные бумаги прямого распределения в случае жилищных ипотечных ценных бумаг характеризуются тем, что генерируемые пулом ипотечных кредитов потоки платежей передаются (за вычетом платы за обслуживание) владельцам ценных бумаг в неизменном виде. Инвесторы получают ценные бумаги, удостоверяющие право на долю участия в пуле кредитов, и выплаты, пропорционально количеству принадлежащих им ценных бумаг. Данные финансовые инструменты характеризуются переложением риска досрочного погашения кредитов и риска изменения процентных ста-

вок на инвестора, что существенно снижает их инвестиционную привлекательность. С учетом изложенных выше факторов, с математической точки зрения, ценообразование на рынке ценных бумаг прямого распределения, а также оценка стоимости данных ценных бумаг со стороны инвесторов являются достаточно затруднительными.

Существование риска досрочных погашений кредитов для ценных бумаг прямого распределения стало одной из главных причин появления ценных бумаг с управлением платежами. Данные ценные бумаги характеризуются тем, что досрочно возвращенные должниками суммы сразу не передаются инвесторам, а остаются в распоряжении Специального юридического лица (Специурлицо) и трасти. Специурлицо включается в сделку в целях обособления имущества originатора и обеспечения «действительной продажи» секьюритизируемых активов. В процессе секьюритизации активов originатор продает сформированный пул активов Специурлицу, которое, в свою очередь, финансирует стоимость покупки за счет выпуска ценных бумаг, для последующего обслуживания которых используется исключительно поток платежей, порождаемый проданными активами. Трасти (Trustee) – это доверенное лицо, которому передается приоритетное право распоряжения активами Специурлица, и которое выполняет функции платежного агента по выпущенным ценным бумагам. Оно имеет доверенность на распоряжение поступающими взносами, равно как и активами, находящимися в пуле.

Кроме того, риск изменения процентных ставок покрывается структурой сделки, поэтому ценные бумаги с управлением платежами выпускаются с меньшим спрэдом по отношению к государственным ценным бумагам, чем бумаги прямого распределения. Условия выпуска ценных бумаг с управлением платежами характеризуются максимальной гибкостью и учитывают потребности различных групп инвесторов.

Ценные бумаги с управлением платежами на примере ипотечных ценных бумаг представлены облигациями, обеспеченными ипотекой (Collateralized mortgage obligation – СМО). Особенностью данных облигаций является тот факт, что они проектируются в форме множества траншей с различными параметрами. Впервые СМО были выпущены американским ипотечным агентством Freddie Mac при содействии First Boston Corporation в 1983 г. [4]. Основная цель создания СМО – управление риском досрочного погашения и кредитным

риском. Создание структурированных облигаций не может устранить риски, однако, позволяет перераспределить их между различными траншами. В результате различные группы инвесторов могут выбирать инструменты, в наибольшей степени соответствующие их требованиям и ожиданиям. При выпуске СМО эмиссия разбивается на несколько траншей, которые различаются величиной процентов и сроками обращения. Количество траншей – это результат компромисса между стремлением удовлетворить максимально возможное число инвестиционных пожеланий и не допустить потерю ликвидности для каждого из траншей. Наличие нескольких траншей предоставляет инвесторам в СМО огромные возможности выбора по шкале «риск–доходность».

Таким образом, эмитент СМО получает возможность привлечь денежные средства от тех инвесторов, которые иначе не могли бы предоставить ему свои ресурсы в силу особого порядка регулирования их инвестиционных операций. Краткосрочные СМО-транши непосредственно конкурируют с коммерческими ценными бумагами, среднесрочные транши занимают одну нишу с облигационными займами предприятий или еврокредитами, долгосрочные СМО-транши – альтернатива долгосрочным правительственным займам или еврообондам.

Перераспределение кредитного риска в СМО достигается за счет субординации, т.е. деления траншей на старшие и младшие. Обычно держатели облигаций старших траншей имеют приоритетное право получать выплаты от эмитента по сравнению с держателями облигаций младших траншей. В случае потерь и недостаточности выплат по всем траншам убытки, в первую очередь, абсорбируются младшими траншами. Потери отражаются на старших траншах лишь в случае превышения суммы убытков над номиналом младших траншей. Субординация является одной из форм внутренней кредитной поддержки, в результате которой часть кредитных рисков переносится со старших траншей на младшие.

Разделенные ипотечные ценные бумаги впервые были представлены на рынке в 1986 г. корпорацией Fannie Mae. Первым типом таких бумаг были сквозные ценные бумаги с синтетическим купоном. Такие бумаги получали фиксированные части платежей основного долга и процентов от пула кредитов, лежащих в основе данных ценных бумаг. Вторым и наиболее распространенным типом стриппированных ценных бумаг являются

Interest Only (IO) и Principal Only (PO) – стрипы, которые были впервые выпущены в январе 1987 г. Они создаются 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. Стрипы IO получают все процентные платежи от соответствующего обеспечения, но по ним отсутствуют платежи по возврату основного долга. Держатели PO, напротив, получают весь основной долг, но без процентных выплат. Такие стриппированные ценные бумаги воспроизводят денежные потоки базовой ипотечной сквозной бумаги [2].

Стрипы намного более чувствительны к изменению скорости досрочных погашений кредитов, чем соответствующее обеспечение. Высокая скорость досрочного погашения способствует более быстрому уменьшению баланса основного долга по обеспечению, что приводит к сокращению процентных платежей будущих периодов, это, в свою очередь, является невыгодным для держателей стрипов IO. С другой стороны, это обеспечивает более быстрый возврат номинала основного долга, что выгодно для держателей стрипов PO.

Стоит отметить еще одно свойство стрипов IO и PO. При изменениях процентной ставки на одну и ту же величину цены на стрипы PO растут быстрее при подъемах рынка, чем падают при его снижении (положительная выпуклость), стрипы IO, в свою очередь, имеют отрицательную выпуклость – их цены падают быстрее, чем растут.

В зависимости от обращаемости ценные бумаги, обеспеченные активами, делятся на *рыночные* и *нерыночные*.

Примером первого вида ценных бумаг являются облигации, выпущенные АИЖК и обращающиеся на ММВБ. Примером второго вида ценных бумаг являются облигации, выпущенные в результате секьюритизации потребительских кредитов банка «Русский стандарт», размещенные среди ограниченного круга инвесторов, и не обращающиеся на фондовых площадках.

В зависимости от валюты, в которой номинированы ценные бумаги, они делятся на ценные бумаги, номинированные в валюте страны *оригинатора* и номинированные в *иностранной валюте*. Для России, например, это означает, что в первом случае ценные бумаги номинированы в рублях и выпускаются в рамках российского права, а во втором – ценные бумаги выпускаются при транс-

граничной секьюритизации активов и размещаются на фондовых биржах за пределами России (в Ирландии, Нидерландах, Люксембурге).

По наличию встроенных опционов в структуре сделки ценные бумаги, обеспеченные активами, можно разделить на ценные бумаги *со встроенным опционом* и *без опциона*. Примером обеспеченных ценных бумаг со встроенным опционом могут служить облигации, выпущенные ипотечным банком ЗАО АКБ «Совфинтрейд» (дочерний банк Газпромбанка, современное название АБ «ГПБ-Ипотека» (ОАО)). Данные ценные бумаги являются облигациями со встроенным колл-опционом, т.е. они предоставляют эмитенту право на изменение денежных потоков, право полного досрочного погашения облигационного займа в случае, если задолженность по ипотечным ценным бумагам упадет до 20 % от номинала облигации.

Наличие колл-опциона является невыгодным для держателей облигации по двум причинам. Во-первых, возможность отзыва облигации подвергает их держателя риску реинвестирования, так как эмитент может отозвать облигации, когда рыночная доходность по ним станет ниже купонной ставки. Во-вторых, возможность повышения цены отзывной облигации в случае снижения процентных ставок ограничена, по сравнению с сопоставимыми по другим характеристикам неотзывными облигациями. 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 дополнительной компенсации за риск отзыва облигации эмитентом в форме более высокой потенциальной доходности.

В зависимости от *наличия кредитного рейтинга* у ценных бумаг их можно классифицировать как ценные бумаги *без рейтинга*, ценные бумаги *с рейтингом* от одного или нескольких рейтинговых агентств. Большая часть ценных бумаг, выпущенных в России, имеет рейтинг агентства Moody's, некоторые выпуски не имеют рейтинга. Часть ценных бумаг, выпущенных в результате трансграничной секьюритизации активов, имели рейтинги от двух рейтинговых агентств, что, по-видимому, сделано для придания большей надежности и привлекательности российским ценным бумагам, обеспеченным активами.

В зависимости от *вида обеспечения* ценных бумаг их можно разделить на ценные бумаги с

обеспечением в виде активов, лежащих в основе сделки, ценные бумаги *с дополнительным обеспечением* в виде государственных гарантий и ценные бумаги с дополнительным обеспечением в виде механизмов повышения надежности.

С юридической точки зрения, секьюритизация явилась воплощением двух тысячелетних конкурирующих тенденций развития частного права – поиск обеспечения ответственности и снижение уровня ответственности. Появление института секьюритизации является одним из этапов на пути многовекового процесса поиска обеспечения, который начался с греческой ипотеки, получил развитие в институтах Римского права (*pignus-залог*) и продолжился в кодификациях нового времени [5]. Затем рынок начал поиски нового инструмента, позволяющего использовать любые имущественные права в качестве обеспечения обязательства, обращение которого регулировалось бы нормами о ценных бумагах. Эти тенденции предопределили процесс развития обеспечения от недвижимого имущества к неосязаемым активам, который в итоге достиг уровня структурированных финансовых инструментов.

В большинстве случаев ценные бумаги, выпускаемые в результате секьюритизации активов, имеют обеспечение в виде пула активов, на основе которых они были выпущены, и дополнительного обеспечения в виде государственных гарантий (примером могут быть ценные бумаги *Ginnie Mae*, гарантированные государством) или механизмов повышения надежности. Под механизмами повышения надежности ценных бумаг понимается предоставление дополнительного обеспечения (гарантий) на случай неисполнения должниками обязательств или кредитных линий, улучшающих ликвидность, что позволяет улучшить кредитное качество активов, стабилизировать порождаемый ими поток платежей и сделать ценные бумаги более привлекательными для инвесторов.

По *способу расчета купонного дохода* ценные бумаги, обеспеченные активами, делятся на *финансовые инструменты с фиксированным и плавающим купонным доходом*. В первом случае ставка купона определяется эмитентом в виде процента от основной суммы долга, который остается в неизменном виде на весь срок обращения облигаций. Во втором случае держатели ценных бумаг получают купонный доход, выплачиваемый на основе периодически переустанавливаемой плавающей ставки, при этом определяется огра-

ничение на верхнюю ставку купона – кэп и нижнюю ставку – флор. Плавающая ставка обычно изменяется в зависимости от значения некоего базового индекса (например LIBOR), увеличенного на маржу.

В России пока применяются относительно простые структуры выпуска ипотечных ценных бумаг, однако с дальнейшим развитием рынка секьюритизации активов, вовлечением в этот процесс все более широкого круга активов и совершенствованием правовой базы появится возможность создания более привлекательных для инвесторов финансовых инструментов.

Воронежский государственный университет

Павельева Е. А., аспирантка кафедры финансов и кредита

E-mail: sabrina11@mail.ru

Тел.: 8(473)266-08-81

ЛИТЕРАТУРА

1. Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки : мировой опыт, структурирование и анализ : пер. с англ. / Э. Дэвидсон. – М. : Вершина, 2007.

2. Хейр Л. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами : пер. с англ. / Л. Хейр. – М. : Альпина Букс, 2007.

3. Fannie and Freddie ride again // The Economist. – 2007. – № 7. – Режим доступа : http://www.economist.com/node/9441402?story_id=E1_JQQTQDN

4. Бэр Х. Секьюритизация активов : секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков : пер. с нем. / Х. Бэр. – М. : Волтерс Клувер, 2007.

5. Казаков А. Секьюритизация активов – эволюция института / А. Казаков // РЦБ. – 2003. – № 19. – С. 53–57.

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