

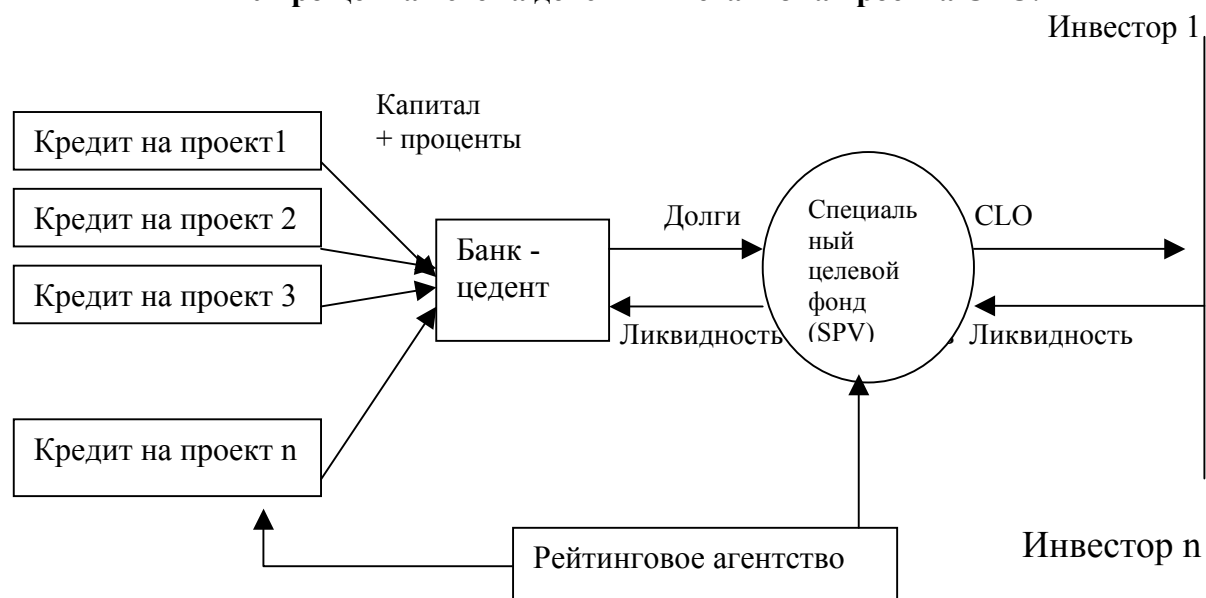
**КЕРОДИ Э.  
ФИНАНСОВАЯ ИНЖЕНЕРИЯ: ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ДЛЯ  
ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРОЕКТОВ**

Keraudy E. La titrisation au secours des financements de projet // Banque magazine. – P., 2001. – № 629. – P. 42-45.

В статье рассматривается метод секьюритизации долговых обязательств с помощью эмиссии облигаций, обеспеченных полученными банковскими ссудами.

На рынках капиталов ощущается настоящий голод. С одной стороны, объем эмиссий продолжает возрастать, отражая растущие потребности предприятий в средствах для финансирования, с другой – инвесторы проводят все более осторожную избирательную политику. Кризис ликвидности (или «сжатия кредита») проявляется в расширении практики синдицирования новых облигационных займов, особенно в области проектного финансирования. Традиционно ссуды на финансирование проектов имели при прочих равных условиях меньшую рейтинговую оценку, чем корпоративные кредиты. И сегодня они пользуются у инвесторов меньшим доверием. Однако в последние годы появилось альтернативное классическим синдицированным займам решение, получившее название «проект CLO» (Project CLO - collateralized loan obligation – обеспеченных ссудами облигаций). Упрощенный механизм Проекта CLO представлен на схеме.

**Упрощенная схема действия механизма проекта CLO.**



Суть проекта CLO состоит в том, что банк-цедент (уступающий свои права третьему лицу), предоставивший кредиты на финансирование проектов, уступает пул долговых обязательств по проектам (как правило, включающий долги по 35-40 проектам) специальному целевому фонду (SPV – special purpose vehicle). Фонд

выпускает обеспеченные ссудами банка ценные бумаги (CLO) и продает их инвесторам, при этом предварительно проверив и оценив качество ссуд, в том числе и с учетом оценок рейтинговых агентств. Агентство Standard & Poor's разработало четкую методологию оценки подобных фондов, которая включает:

- составление перечня базовых активов фонда;
- анализ риска неплатежа (дефолта) или несвоевременного погашения долга;
- составление прогнозов финансовых потоков по каждому проекту;
- точный учет каждой операции и сделки;
- обязательный анализ странового риска и природы каждого проекта.

Понятно, что проект развития телекоммуникаций в Колумбии будет анализироваться иначе, чем соответствующий проект в США. Поэтому при анализе странового риска следует учитывать методы страхования политических рисков, конвертируемость национальной валюты, участие в проекте Всемирного банка, различные типы страхования валютного и процентного рисков.

Первый проект CLO появился в 1996 г. (и реализован в 1997 г.) в банке NatWest, который использовал для его реализации свой фонд ROSE объемом в 5 млн долл. В последующем этот механизм был взят на вооружение и адаптирован банком CSFB (Credit Suisse – First Boston), который в 1998 г. создал фонд, выпустивший CLO на основе пула долговых обязательств, связанных с проектным финансированием, на общую сумму в 623 млн долл. В первой половине 2001 г. объем рынка CLO составил 5181 млн долл., что в 2,5 раза больше, чем за весь 2000 г.

Столь быстрое развитие рынка CLO объясняется тем, что этот механизм создает существенные выгоды для инвесторов, к числу которых относятся следующие:

1. *Прозрачность (транспарентность) операций.* Каждая ценная бумага выпускается на базе пула 35-40 долговых обязательств, связанных с различными проектами. Сама природа проектного финансирования предполагает идентификацию рисков, связанных с отдельным проектом, и слежение за этими рисками, что позволяет точно определить глобальный риск эмитируемой ценной бумаги, в отличие от классической секьюритизации, при которой риски анализируются с помощью вероятностных методов.

2. *Диверсификация инвестиций.* Поскольку CLO выпускаются на основе пула диверсифицированных долговых обязательств, они уменьшают риск по сравнению с риском инвестиций в единственный проект.

3. *Безопасность.* Как отмечалось выше, прежде чем послужить основой для выпуска предлагаемых инвесторам CLO, пул долговых обязательств подвергается тщательному анализу и оценке риска, чтобы получить рейтинг между A- и AAA.

Для заемщика проект CLO также весьма выгоден, так как позволяет получить доступ на рынок капиталов гораздо легче и эффективнее, чем в том случае, если бы он не был включен в пул. Кроме того, он получает заем или ссуду на более выгодных условиях (с более низким спредом), чем в случае финансирования единственного проекта. Что касается банка-цедента, то путем уступки долговых обязательств он передает риски, связанные с предоставленными кредитами, инвесторам. Кроме того, проект CLO позволяет банку улучшать управление своим балансом и повышать ликвидность своих инвестиций. Наконец, банк может экономить собственные капиталы, что особенно важно с учетом перспективы реформы коэффициента Кука о достаточности капитала, которая должна вступить в силу в 2005 г. Проект CLO поможет уменьшить долю пруденциальных резервов, связанных с проектным финансированием. По предложению Базельского комитета, коэффициент взвешивания риска должен составлять 20 проц. для CLO с рейтингом AAA/AA- и 50 проц. - с рейтингом A+/A-. Следует отметить, что экономия собственного капитала банка

позволит ему реинвестировать сэкономленную сумму в финансирование других проектов.

С момента появления проекта CLO он был воспринят финансовыми аналитиками с большим энтузиазмом. CFSB осуществил вторую операцию в сотрудничестве с ВНФ. Подобное сотрудничество позволяет создавать фонды для эмиссии CLO значительного масштаба. Еще один путь развития проекта CLO – создание открытых фондов CLO (open-ended CLO) на основе определенного числа долговых обязательств, но остаются открытыми для приема других долговых обязательств, которые добавляются в фонд по мере изменения потребностей банка. Очевидно, что и в этом случае рейтинговое агентство остается гарантом стабильности уровня риска фонда, и каждый дополнительный проект не должен уменьшать глобальный рейтинг фонда.

Таблица 1

**Банки-регистраторы облигационных займов CLO**  
(данные за первое полугодие 2001 г.)

<b>Банки</b>	<b>Сумма в млн долл.</b>	<b>В проц. к итогу</b>
1. CFSB	2650	51,1
2. Merrill Lynch	557	10,8
3. Deutsche Bank	480	9,3
4. BNP Paribas	440	8,5
5. Goldman Sachs	269	5,2
6. H.P. Morgan Chase	168	3,2
7. Lehman Brothers	132	2,5
8. ABN-Amro Rothschild	97	1,9
9. Europarthners	80	1,5
10. Credit Agricole Indosuez	80	1,5
11. DG Bank	80	1,5
12. IntesaBci SpA	78	1,5
13. Caixa d'Estavis de Catalunya	71	1,4
<b>Всего</b>	<b>5181</b>	<b>100,0</b>

С 1998 г., когда был запущен первый масштабный вариант CLO, ситуация во многом изменилась:

рынок стал более избирательным, и инвесторы стали приобретать ценные бумаги с более высоким рейтингом;

появились новые кредитные дериваты (например, return default swaps), позволяющие более эффективно страховать риски;

объявленная реформа коэффициента Кука создает благоприятные правовые условия для использования проекта CLO. Ведущие банки стали понимать это, пытаются привлечь квалифицированных специалистов по проектному финансированию и CLO.

Что касается перспектив развития проекта CLO, то они могут считаться весьма обнадеживающими. В таблице 2 содержатся данные об объемах кредитов, предоставленных в рамках проектного финансирования, которые свидетельствуют о наличии огромного резерва проектных ссуд, которые могут быть секьюритизированы.

Таблица 2

**Объем кредитов для проектного финансирования**

	В млн долл.
1993	28363
1994	31264
1995	56036
1996	44957
1997	85036
1998	59586
1999	61591
2000	133555
6 мес. 2001 г.	30383

Автор реферата – Л.А. Зубченко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН