

Финансовая Академия при Правительстве РФ
КАФЕДРА ЦЕННЫХ БУМАГ И ФИНАНСОВОГО ИНЖИНИРИНГА

Работа допущена к защите:

заведующий кафедрой
проф. Миркин Я.М.

Дипломная работа на тему:
«Инновации в деятельности российских инвестиционных банков»

Студента 5 курса,
группы №5,
института Кредита
Лебедева А.В.

Научный руководитель:
проф. Миркин Я.М.

Консультант кафедры «АИТ»:
доц. Литвиненко А.Ф.

МОСКВА 2002

Содержание

Введение

Глава 1. Теоретические аспекты финансовых инноваций и финансовый инжиниринг

§1. Сущность финансовых инноваций

§2. Предпосылки ускоренного развития финансовых инноваций

§3. Общая классификация финансовых инноваций

§4. Финансовый инжиниринг как инструмент создания финансовых инноваций

Глава 2. Избранные финансовые продукты инвестиционных банков развитых стран

§1. Стрипы

§2. Облигации, обеспеченные ипотекой

§3. Гибридные ценные бумаги

Глава 3. Финансовые инновации российских инвестиционных банков

§1. Анализ условий развития финансовых инноваций в российской экономике

§2. Перспективы развития некоторых финансовых инноваций в деятельности российских инвестиционных банков

§2.1 Стрипы

§2.2 Облигации, обеспеченные ипотекой

§2.3 Гибридные ценные бумаги

Заключение

Приложения

Список литературы

Введение

Значительные темпы появления новых финансовых продуктов и услуг в последние десятилетия ознаменовали качественно иной этап развития финансовых рынков развитых стран. Творческий подход и инновационность всякой экономической деятельности становится одним из первостепенных приоритетов, определяя успех того или иного предприятия. В сложившихся условиях возникает необходимость изучать происходящие изменения для того, чтобы иметь возможность успешно управлять макроэкономическими тенденциями и приспосабливаться к ним.

Российский рынок ценных бумаг, к сожалению, отстает от развитых стран по уровню развития инновационных инструментов, процессов и технологий. Однако, это создает лишь дополнительные побудительные мотивы для российских специалистов к тому, чтобы обратить внимание на инновационную деятельность. Международная практика демонстрирует убедительные примеры того, насколько кардинально может измениться существующий рынок под воздействием нового финансового инструмента. Ярчайший пример - сертификаты участия пулов ипотек в практике США. Эти инструменты, а затем и последовавшие за ними модификации, в корне изменили характер рынка ипотечного кредитования, многократно повысив его ликвидность и расширив его потенциал. Подобно этому примеру инновации способны сыграть значительную роль в развитии российского рынка ценных бумаг и экономики в целом.

Таким образом, актуальность данной работы связана в первую очередь с тем, что инновационная деятельность на российском рынке ценных бумаг имеет огромный нереализованный потенциал. Этот потенциал еще больше в виду того, что международная практика богата готовыми инновационными разработками, доказавшими свою эффективность, а также существуют теоретические исследования и обслуживающие их системы автоматизации. Иными словами, российские специалисты имеют на руках готовый набор инструментов, адаптация которых к российским условиям может при-

нести свои плоды. Остается лишь только осознать этот потенциал и умело воспользоваться им.

Как следует из темы данной работы, инновации рассматриваются с позиций деятельности российских инвестиционных банков. Под термином «инвестиционный банк» подразумевается компания, осуществляющая операции с ценными бумагами предоставляющая услуги в области андеррайтинга, брокерских операций, инвестиционного консультирования¹. В российской действительности инвестиционно-банковский бизнес широко представлен в составе кредитных организаций, поэтому под инвестиционным банком в данной работе будут подразумеваться все учреждения, в состав которых входит инвестиционно-банковский бизнес. Кроме того, инвестиционные банки рассматриваются в данной работе исключительно в качестве финансовых посредников, что исключает обзор инноваций, связанных с деятельностью в качестве коммерческих организаций

Обобщая вышесказанное, сфера исследования инноваций в данной работе ограничивается рынком ценных бумаг, а точнее областью создания инвестиционными банками финансовых продуктов для своих клиентов.

Целью данной работы является изучение перспектив внедрения отдельных классических западных инноваций российскими банками на отечественном рынке ценных бумаг. При этом анализ построен в большей степени с экономической точки зрения, чем с точки зрения финансового инженера. Во-первых, такой подход более оправдан в виду тех макрозадач, с позиции которых рассматриваются внедрение финансовых инноваций. Во-вторых, проведение детального анализа с точки зрения финансового инженера, рассматривающего возможность конструирования инноваций, превышает размеры данной работы и требует обширных практических знаний. В результате анализ перспектив внедрения инноваций был составлен на основе оптимального комбинирования экономических позиций и позиций финансовой инженерии.

¹ Определение данного термина представлено в лекциях проф. Миркина Я.М.

Первая глава касается теоретических аспектов финансового инжиниринга. В ней приводятся трактовка термина «финансовой инновации» как элемента группы экономических инноваций, а также определение финансового инжиниринга (финансовой инженерии). Первая глава также содержит описание факторов развития финансовых инноваций, которые в третьей главе детализируются в отношении российской практики.

Вторая глава содержит описательное изложение сути финансовых инноваций, подготавливая тем самым базу для их анализа с точки зрения внедрения российскими инвестиционными банками.

Третья глава касается непосредственной оценки возможностей, сроков и принципиальных факторов внедрения описанных во второй главе инноваций. Эта глава подводит итог в отношении перспектив данных инноваций в российских условиях.

В процессе сбора материала для данной работы автор встретил определенный дефицит общетеоретических разработок, которые могли бы оптимальным образом сформировать основу для факторного анализа появления финансовых инноваций. Основная масса теоретических научных работ на темы финансового инжиниринга в международной практике связана с узко теоретическими разработками, касающимися, например, вопросов ценообразования инновационных инструментов и расчета рисков.

Помимо этого в международной практике существует различные подходы и концепции финансовых инноваций, ни одна из которых не является безупречной. По этой причине автор был вынужден предложить некоторое комбинирование существующих трактовок с тем, чтобы объединить их достоинства.

Глава 1. Теоретические аспекты финансовых инноваций и финансовый инжиниринг

В данной главе будет предпринята попытка изложить сущность финансовых инноваций с точки зрения макроэкономической теории. Необходимость использования классической политической экономии было вызвано отсутствием, по мнению автора, подходящих фундаментальных разработок на данную тему. Автору не удалось найти научных работ, в которых было бы достаточно отчетливо продемонстрировано соотношение категорий «инновация» и финансовая инновация». Существующие инновационные концепции не позволяют полно и точно определить собственно термин «инновация», не дают прочной основы для разработки классификации инноваций («финансовой инновации» как составляющей), а также факторов, воздействующих на их появление. Фактически будет сделана попытка объединить различные варианты определений сущности, а также классификаций и факторов развития финансовых инноваций на основе макроэкономического подхода.

Хотелось бы отметить, что изложенная в данной главе теория финансовых инноваций является неотъемлемой частью изучения практических аспектов инновационной деятельности инвестиционных банков, которой касаются последующие главы.

В заключение первой главы будет продемонстрирована сущность и место финансового инжиниринга по отношению к финансовым инновациям.

§1. Сущность финансовых инноваций

Определение и основные характеристики инноваций

Прежде, чем приступить к определению понятия финансовой инновации, очевидно, следует определить ее место в более широком спектре понятий – экономических или производственных инновациях. При этом термины «экономический» и «производственный» будут использованы как взаимозаменяемые категории, имеющие незначительные для целей данной работы различия.

В экономической литературе не существует единого толкования инновации. Однако, можно выделить два подхода к пониманию этого термина: узкий и широкий. Узкий подход трактует инновацию с технической точки зрения и идентифицирует ее с промышленным производством, в частности с новой техникой, технологией, изделиями. При широком подходе инновации рассматриваются как новый продукт или услуга, способ их производства, новшество в организационной, финансовой, научно-исследовательской и других сферах. Объект исследования данной работы требует придерживаться второго, более широкого подхода.

Так, автор одного из учебников по инновационному менеджменту Балабанов И.Т. дает следующее определение «экономической инновации» (далее «инновация»). Инновация представляет собой материализованный результат, полученный от вложения капитала в новую технику или технологию, в новые формы организации производства, труда, обслуживания и управления, включая новые формы контроля, учета, методы планирования, приемы анализа и т. п.²

Более логичным было бы говорить не только о вложении капитала и дать такое определение. «Инновация» в общем смысле представляет собой продукт приложения факторов производства (труд, земля, капитал) к новаторской идее для реализации последней на практике.

Экономический (производственный) характер инновации связан с ее принадлежностью к процессам развития общественного воспроизводства, протекающими в соответствии с объективными экономическими законами, которым подчиняются и инновации³.

В целях изложения сущности инноваций используем некоторые положения теории общественного производства К.Маркса⁴. Инновации являются «строительным материалом» развития экономики, и поэтому для изучения

² См. Балабанов И. Т. Инновационный менеджмент. Учебник. - С-П.: Питер, 2001. – гл. 1.2.

³ Экономика – совокупность производственных отношений исторически определенного способа производства, экономический базис общества. (ПЭ («Экономическая энциклопедия. Политическая экономия» - М.: «СЭ», 1980 – в 4 томах), стр. 438, т. 4)

их сущности попытаемся вписать термин «инновация» в теорию развития общественного производства классической политэкономии. Категория инноваций впервые появилась у американского ученого Й. Шумпетера⁵. Под инновацией Й. Шумпетер подразумевал изменение с целью внедрения и использования новых видов потребительских товаров, новых производственных, транспортных средств, рынков и форм организации в промышленности⁶.

Согласно марксистской теории важнейшими составляющими производства являются производительные силы и производственные (экономические) отношения, определяющее воздействие которых друг на друга обуславливает экономическое развитие общества. Под производственными (экономическими) отношениями понимаются объективно складывающиеся отношения между людьми в процессе производства, распределения, обмена и потребления жизненных благ⁷. В свою очередь производительные силы – это система личных субъективных и технических элементов, осуществляющих обмен веществ между человеком и природой в процессе общественного производства⁸. Инновации как инструмент повышения эффективности общественного воспроизводства могут относиться как к сфере производительных сил, так и к сфере производственных отношений.

Производительные силы включают как материально-вещественные элементы освоения природы (средства производства и средства (предметы) потребления), так и нематериальные или научные⁹. Главной производительной силой выступает труд. Инновации сферы производительных сил в первую очередь относятся к материально-вещественным факторам производительных сил: средствам производства (средства труда и предметы труда) и

⁴ Интерес для данного исследования в частности представляет понятие производства и его структуры (производительные силы и производственные отношения).

⁵ Термин "инновация" ввел в научный оборот австрийский (позже американский) ученый Й.А. Шумпетер (J. A. Schumpeter, 1883-1950). В своей работе «Теория экономического развития» (1911) Й. Шумпетер впервые рассмотрел вопросы инноваций и дал полное описание инновационного процесса.

⁶ Балабанов И. Т. Инновационный менеджмент. Учебник. - С-П.:Питер, 2001. – гл. 1.2.

⁷ ПЭ, стр. 372, т. 3.

⁸ ПЭ, стр. 358, т. 3.

⁹ ПЭ, стр. 358, т. 3.

предметам потребления, которые необходимы для воспроизводства рабочей силы (труда). При этом нематериальные факторы в виде новаторской идеи, изобретения, открытия также относятся к инновациям и являются необходимым атрибутом появления материально-вещественной инновации.

Производственные отношения, в отличие от производительных сил, чья роль концентрируется на стадии производства, в равной степени покрывают все четыре стадии общественного воспроизводства, потому что без межличностных отношений невозможно ни производство и распределение, ни обмен и потребление. Инновации сферы производственных отношений базируются на экономических интересах субъектов этих отношений и могут касаться планирования, организации, управления, контроля производственных отношений и т.п.

Каждая инновация дает новый импульс для развития производительных сил и производственных отношений, функционирования общественного производства. В общем смысле любую экономическую инновацию можно трактовать как способ организации сегментов производственных отношений, либо как фактор производительных сил.

Для раскрытия сущности «инновации» остановимся на том, каким образом формируется инновация. Инновация базируется на новаторской идее (изобретении, открытии), и эта идея направлена на создание в общем смысле более эффективного способа производства. Причем под эффективностью подразумевается то, в какой степени удовлетворяется экономический интерес, который может быть связан с качеством как средств производства, так и предметов потребления. Другими словами, идея, лежащая в основе инновации, должна позволять *использовать имеющиеся ресурсы с большей пользой, чем способы, доступные на данном этапе развития общества*. Но идея является отнюдь не главным условием появления инновации – не менее важен процесс реализации идеи на практике. История человечества показывает, что множество гениальных открытий и изобретений не были приняты эпохой, в которой они появились, поэтому не были воплощены в жизнь и не стали ин-

новациями. Итак, генезис «инновации» предполагает совмещение новаторской идеи и процесса ее внедрения в жизнь, причем оба аспекта в равной степени важны и являются необходимыми составляющими.

Также отличительным свойством любой инновации является то, что инновация необходима в качестве инструмента создания более прогрессивных методов производства благ (по теории предельной полезности) или продуктов труда (по марксистской теории). Под благом, отталкиваясь от теории маржинализма, понимаются предметы, процессы и знания, обладающие полезностью. Полезность, в свою очередь, является способностью удовлетворить определенную потребность¹⁰. Продукт труда – это полезная вещь или полезный эффект (услуга), результат целесообразной производственной деятельности людей, направленной на приспособление предметов и сил природы к потребностям человека¹¹. В этом смысле инновация является одновременно средством производства или потребления и инструментом конкуренции, так как дает получившему ее в свое распоряжение хозяйствующему субъекту преимущество – более эффективный способ производства. Согласно Й. Шумпетеру, инновация является главным источником прибыли: «прибыль, по существу, является результатом выполнения новых комбинаций», «без развития нет прибыли, без прибыли нет развития»¹². Таким образом, цель «инновации» в большинстве случаев схожа с целью идеи, лежащей в ее основе, и заключается в увеличении эффективности использования имеющихся ресурсов. В конечном счете, каждая инновация должна прямо или косвенно давать возможность более эффективно создавать блага. Второй немаловажной целью инновации, приобретшей определенный вес на современном этапе развития общества, является использование инноваций в качестве товара, способного приносить доход его владельцу.

Следует заметить также, что к процессу реализации новаторской идеи вполне применим термин «производство» как процесс воздействия человека

¹⁰ Стр. 42 – Экономические теории и школы: курс лекций, Бартенев С.А. – М.: Изд. БЕК, 1996. – 352 стр.

¹¹ ПЭ, стр. 350, т. 3 – Энциклопедия ПЭ

¹² Глава из уч-ка «Инновационный менеджмент»

на вещество природы в целях создания материальных и нематериальных благ, необходимых для существования и развития общества¹³. Благом в данном случае является инновация. Это так, потому что она способна удовлетворять объективную потребность человека в развитии общественного воспроизводства, что также соответствует понятию потребительской стоимости, которая является одной из двух составляющих стоимости товара¹⁴. С другой стороны, инновация, выступая в качестве средства создания благ, сама по себе обладает двумя видами полезности – абсолютной и относительной. Абсолютная полезность выражена способностью создавать блага безотносительно других, существующих способов общественного производства, которые, кстати, обладают этим же видом полезности. Принципиальным для инновации является наличие относительной полезности, которая становится очевидна при сравнении инновации со старыми способами общественного воспроизводства.

Продемонстрировав тот факт, что инновации являются результатом общественного производства, логично продолжить параллель с продуктами труда. В среде товарно-денежных отношений инновация выступает также в качестве товара при условии, что ее создает обособленный производитель, специализирующийся на инновационных продуктах, с целью продажи на рынке. Таким образом, инновация, став товаром, приобретает помимо имеющейся потребительской стоимости еще и меновую стоимость. Эти выводы дают основание изучать факторы развития финансовых инноваций в третьей главе в разрезе спроса и предложения на них как товар.

Критерием отделения инновации от существующих продуктов может служить такая характеристика, как распространенность ее применения в соответствии с целями создания. Масштабы распространения инновации, а также уровень отлаженности соответствующих ей производственно-экономических механизмов в управленческом, организационном, юридическом и других разрезах являются интуитивно понятными условиями отнесе-

¹³ ПЭ, стр. 375, т. 3.

ния продукта производства к инновациям. Эту идею поясняет такой пример: после того, как «Форд Т» заполнил дороги США в 20-х годах прошлого века, была создана соответствующая инфраструктура бензоколонок, мастерских, а также сформировалось отношение общества к этой модели, автомобиль перестал быть инновацией. Такой подход верен в отношении времени существования любой инновации до момента ее перехода в разряд обычных продуктов.

Подытоживая вышесказанное можно дать следующее определение экономической инновации:

Экономическая инновация – это продукт производственной деятельности, который:

- получен в результате вложения факторов производства в инновационную идею для реализации последней на практике,*
- имеет целью повышение эффективности общественного производства,*
- но еще не приобрел широкого распространения в данных условиях.*

Общая классификация производственных инноваций

Изложив общие сущностные признаки инноваций, стало возможным однозначно определить производственные (экономические) инновации. Отметим также, что экономические инновации составляют наиболее многочисленную группу инноваций в сфере общественных отношений наряду с инновациями политики, культуры, и даже нравственности и морали. Данная работа касается лишь экономических инноваций, отличие которых от неэкономических проведем по определяющей принадлежности к сфере производственно-экономических отношений.

Для того, чтобы в дальнейшем перейти к финансовым инновациям необходимо подобрать классификацию, которая могла бы позволить отделить их от прочих экономических инноваций. Научно обоснованная классифика-

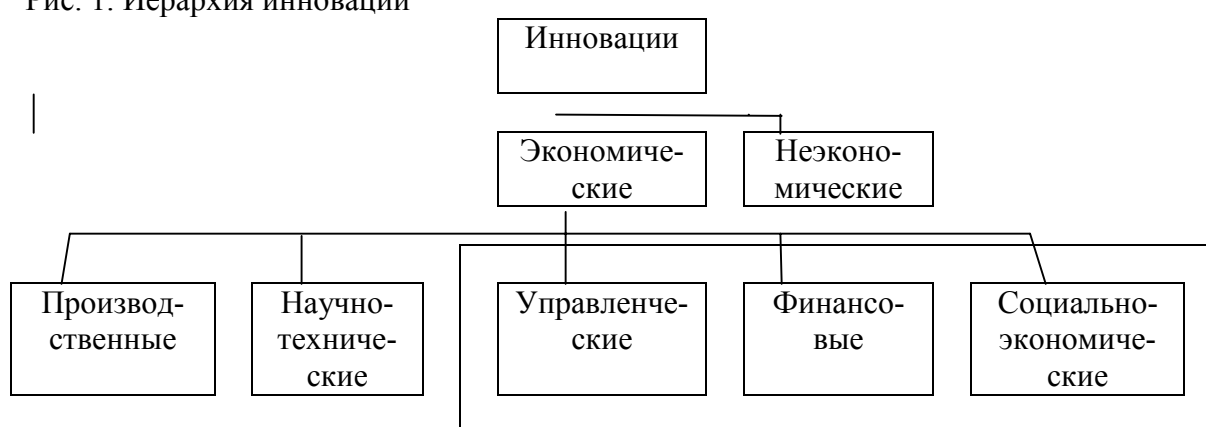
¹⁴ ПЭ, стр. 136, т. 4.

ция как систематизированное распределение явлений и объектов на определенные группы, классы, разряды на основании их сходства и различия их качественных признаков¹⁵ предполагает выбор признака (критерия) классификации.

Отталкиваясь от приведенного выше определения экономической инновации, отметим, что критерий классификации заложен в конкретизации целевой и функциональной составляющей инноваций. Если их характеристики как продуктов производства, пока не получивших широкого распространения будут характерны всем инновациям, то конкретная функция в процессе общественного производства позволит классифицировать их далее.

Согласно функциональной группировке можно выделить производственные¹⁶, управленческие, финансовые, а также научно-технические и социально-экономические инновации (рис. 1).

Рис. 1. Иерархия инноваций



Производственные инновации порождаются в сфере факторов производительных сил относятся к новым средствам производства и продуктам труда – товарам и услугам. В их функцию входят производственные задачи – в общем случае создание и предоставление благ как производственного, так и

¹⁵ Стр. 189, Статистический словарь, издание второе, главный редактор Королев М.А. – М.: Финансы и статистика, 1989 – 623 стр.

¹⁶ Здесь подразумевается узкая трактовка «производства» как процесса создания благ в течение данного периода времени (ПЭ, стр. 376, т.3), трактовка в широком смысле как «общественное воспроизводство» применимо ко всем экономическим инновациям.

потребительского характера. Научно-технические или интеллектуальные¹⁷ инновации – это нематериальные факторы производства, которые служат основой для создания новых материально-вещественных факторов, а также инноваций управленческой, финансовой, социально-экономической сфер. Управленческие инновации могут относиться ко всем уровням управления воспроизводством – от семейного хозяйства до государственного уровня. Их функция – упорядочивающее, целенаправленное воздействие на процесс общественного труда в соответствии с объективными законами развития производства¹⁸. Социально-экономические инновации связаны с государственным устройством, политикой, культурой, здравоохранением и т.п. В их функции входит достижение определенных социальных задач, как повышение жизненного уровня, политизация населения, повышение качества медицинского обслуживания и т.п. Фактически инновации представляют собой ступени научно-технического и социально-экономического прогресса – они составляют основу современной жизни.

Финансовые инновации

Сущностные аспекты в равной степени характерны всем инновациям, в том числе и финансовым. Однако, определение «финансовый» применительно к инновациям подразумевает принадлежность к системе денежных отношений, выражающих формирование и использование денежных фондов в процессе их кругооборота¹⁹. Иными словами финансовые инновации, как и другие, служат инструментом развития общественного производства. Но, в отличие от прочих, для финансовых инноваций принципиальным является использования денег в качестве ресурса для их создания. Финансовые инновации, чье существование стало возможным благодаря появлению товарно-

¹⁷ Хоминич И.П. Инновационный менеджмент банковской деятельности// Банковские услуги – 1998 – №3, стр. 17

¹⁸ ПЭ, стр. 222, т. 4.

¹⁹ Учебник «Экономика предприятия» под ред. О.И. Волкова, стр.180.
Учебник «Финансы» под ред. Родионовой, стр.232

денежных отношений, составляют неотъемлемую часть развития производительных сил и производственных отношений общества.

Первоначальной сферой функционирования финансовых инноваций явилась распределительная стадия при действительном примате производства, подразумевающим обслуживанием производства финансами. Однако рост масштабов использования фиктивного капитала, увеличение доли услуг в общественном производстве, приобретение самостоятельности капиталом, который потерял свою прежнюю зависимость от реального сектора, привело по сути к сращиванию финансовых продуктов напрямую с этапом общественного производства, а не через обмен, распределение и потребление.

Дело в том, что финансовые инструменты и технологии повсеместно выступают в качестве самостоятельных *товаров*, чье количество и качество постоянно растет в соответствии с потребностями экономических субъектов и условиями макросреды. Соответственно сформировалась своего рода отрасль производства «финансовых товаров», неразрывно связанная с инновациями финансовой сферы. Вместе с тем, финансовые инновации одновременно выступают в качестве потребительских инструментов и инструментов ведения бизнеса, что, по сути, идентично понятиям предметов потребления и средств производства. Субъектами финансово-производственной деятельности выступают финансовые и кредитные учреждения: инвестиционные и коммерческие банки, страховые и лизинговые компании, т.д.

Определение финансовых инноваций будет дано после рассмотрения их функций, которые в рамках выбранного подхода выступают критерием разделения финансовых и прочих экономических инноваций.

Функции финансовых инноваций

Как уже отмечалось основа привлекательности любой инновации заложена в ее потенциале использовать имеющиеся ресурсы с более высокой эффективностью, чем доступная ранее. Не являются исключением и финансовые инновации, основной целью применения которых таким образом ста-

новится повышение полезного эффекта в процессе распределения и перераспределения денежных фондов.

Однако, заметим, что на текущем этапе говорить в связи с финансовыми инструментами, инновационными в частности, о перераспределении только денежных средств было бы не вполне достаточно. Неотъемлемыми функциями как финансовых инструментов, так и финансовых рынков в целом являются (см. рис. 2) перераспределение денежных ресурсов, доходов и рисков²⁰, ликвидности и информации. Очевидно, что хотя перераспределение денежных ресурсов, возможно, и было первоочередной целью первых финансовых сделок, в настоящее время остальные функции не менее важны.

Качественное отличие финансовых инноваций от неинновационных финансовых продуктов связано как с недостаточным распространением первых, так и с потенциально более высокой эффективностью инноваций в выполнении указанных перераспределительных функций. Второй аспект является скорее идеалистичным, так как закладывается на этапе создания инновации и зависит от многих факторов: верности расчетов финансового инженера, успешности реализации на практике и состояния среды, в которой данный инновационный финансовый продукт призван функционировать.

Рис. 2. Цель и функции финансовых инноваций.

Увеличение эффективности перераспределения				
Денежных ресурсов	Доходов	Рисков	Ликвидности	Информации

Представленная функциональная характеристика финансовых инноваций является важным аспектом при разработке определения категории «финансовая инновация». Цель их применения – более эффективное выполнение распределительных функций – составляет сущность финансовой инновации.

²⁰ Дефиниции основных видов риска, используемые в данной работе, приведены в Приложении №1.

Указанная цель имеет двойное значение. При определении экономических инноваций их полезный эффект рассматривался с точки зрения макроэкономики и общественного производства, но это не значит, что субъекты инновационной деятельности руководствуются соображениями всеобщего блага – термин «невидимой руки рынка», предложенный А.Смитом, увязывает интересы субъектов рынка и общественного воспроизводства. То же самое и в отношении финансовых инноваций, чье применение мотивируется частным интересом, однако в результате она оказывает влияние на перераспределительные процессы финансового рынка в целом. Другой вопрос, что если отойти от абстрактной теории конкуренции и углубиться в практику, то окажется, что стремление достичь частных целей субъектом финансового рынка путем использования инновации иногда будет приводить к негативному эффекту для рынка в целом. Исходя из этого, цели финансовых инноваций будут позиционированы с точки зрения субъектов финансового рынка.

Наконец, стало возможным сформулировать определение «финансовой инновации»:

Финансовая инновация – это финансовый продукт²¹, имеющий своей целью более эффективное перераспределения финансовых ресурсов, доходности, рисков, ликвидности и информации, но пока не получивший широкого распространения в данных условиях.

Под «данными условиями» подразумевается совокупность географических, временных и экономико-правовых параметров, определяющих конкретный финансовый рынок или его сегмент. Это замечание необходимо для того, чтобы провести черту между инновационными и неинновационными финансовыми продуктами на российском финансовом рынке, для которого некоторые неинновационные финансовые продукты западных стран – например ипотечные облигации – являются финансовыми инновациями.

Причем следует заметить, что как в отношении вообще инноваций, так и финансовых в частности сравнение их перераспределительной эффек-

тивности следует проводить лишь с подобными методами перераспределения. Очевидный пример: в условиях неэффективных рынков перераспределение риска будет скорее всего осуществляться путем использования инсайдерской информации и это будет более эффективно, чем хеджирование на срочном рынке. Однако от этого инструменты срочного рынка не перестанут быть финансовыми инновациями.

§2. Предпосылки ускоренного развития финансовых инноваций

Значительное развитие финансовых инноваций стало возможно лишь в последние десятилетия при стечении ряда факторов технического, социального и экономического характера. Предпосылки или необходимые условия такого развития финансовых инноваций следует подразделить на две группы, отражающие количественные и качественные параметры развития производительных сил и производственных отношений на данном этапе. Этот подход позволяет классифицировать признанные многими современными авторами факторы инновационно-финансового бума и построить логичную систему.

Социально-экономическая эволюция общества связана со сменой способов производства, которые формируются системой производственных сил и производственных отношений. В связи с этим экономические предпосылки появления, а также интенсификации процессов создания новых продуктов и услуг можно отнести к сферам либо производительных сил, либо производственных отношений.

В сфере *производительных сил* за последние десятилетия огромный скачок вперед сделали такие отрасли знания, как информатика, телекоммуникации, электроника, финансовая математика, экономический анализ и т.п. Эти научно-технические инновации (нематериальные (интеллектуальные) факторы производительных сил) незамедлительно оказали влияние на разработку и внедрение в жизнь производственных инноваций, которые относятся к сфере материальных факторов производства: вычислительной техники,

²¹ Финансовый продукт – созданная в процессе производства потребительская стоимость, обладающая пере-

средств передачи и обработки информации, программного обеспечения, позволяющего применять математические методы на практике и т.п.

В соответствии с когнитивным подходом к теории инновационной деятельности²² предпосылки сферы производительных сил отнесены с разрядом ресурсного²³ обеспечения инноваций. Оно объединяет как неинновационные факторы производства (финансовые, материальные, демографические, природные ресурсы), так и соответствующие инновации, которые выделены в отдельную группу вследствие их особого значения для развития производительных сил. Понятие ресурсной базы инноваций, как системы предпосылок интенсивного развития финансовых инноваций будет использовано в дальнейшем при рассмотрении финансово-инновационной среды в РФ. Таким образом, одна группа, составляющая предпосылки развития финансовых инноваций относится к сфере производительных сил или *ресурсной базе(среде)*.

После распада Бреттон-Вудской валютной системы в 1973 году валютные и финансовые рынки получили свободу ценообразования, а стабильность цен и котировок сменилась волатильностью. Лавинообразный прогресс сферы производительных сил тоже заставлял меняться *производственные отношения*, чьи трансформации связаны с такими макроэкономическими тенденциями, как дестабилизация рынков, усложнение хозяйственной деятельности, усиление неравномерности экономического развития, международной интеграции и т.п. Иными словами трансформации производственных отношений явились предпосылками развития финансовых инноваций, а также вызвали появление изменений макроэкономической среды, которые по отношению к финансовым инновациям выступают в роли *факторов их интенсивного развития*.

распределительными функциями (см. Функции финансовых инноваций)

²² По материалам лекций проф. Оголевой Л.Н. по предмету «Инноватика».

²³ Здесь: «Экономические ресурсы – основные элементы экономического потенциала, которыми располагает общество на каждой ступени развития производительных сил в рамках исторически определенной системы производственных отношений.» (ПЭ, стр. 495, т. 3)

В соответствии с когнитивным подходом предпосылки сферы производственных отношений следует группировать с точки зрения спроса и предложения финансовых инноваций. Спрос и предложение формируют термин *инновационной ситуации*, который также будет использован при дальнейшем рассмотрении финансово-инновационной среды в РФ.

§3. Общая классификация финансовых инноваций

В настоящее время, финансовые инновации объединяют новейшие финансовые продукты, которые постоянно видоизменяются и прирастают новыми качествами и формами. В условиях такого многообразия необходимо располагать классификацией.

Первое обстоятельство, которое лежит на поверхности при толковании финансовых инноваций и кажется существенным признаком классификации, это их временной аспект, то есть, к примеру, деление финансовых инноваций на «сверхновые» и «новые». Здесь возникает два затруднительных момента, решение которых позволит прийти к выводу о фиктивности временного критерия.

Во-первых, срок, в течение которого данная инновация известна как действующий финансовый продукт, на первый взгляд составляет критерий инновационности. Приведенное выше определение финансовой инновации не использует термины срока, которые можно отнести к внешним признакам, вместо которого предлагается характеристика распространенности.

Во-вторых, даже применяя критерий распространенности, возникает некоторая неопределенность, вызванная различиями между странами и их регионами. Имевшие место дискуссии на сей счет среди студентов выявили две точки зрения: одни рассматривают мировой финансовый рынок как нечто целое, финансовые инновации при этом являются достоянием всех его сегментов и перестают быть таковыми после их устойчивого практического внедрения где-либо – обычно на развитом рынке. Данный подход представляется достаточно спорным. Другой взгляд на данный вопрос кажется более

рациональным и связан с дифференцированным подходом, затронутым в определении финансовой инновации, приведенной выше. Этот подход предполагает рассмотрение каждой инновации в разрезе конкретного суверенного рынка и даже его сегмента.

В результате, становится очевидным, что классификация финансовых инноваций по срокам не несет существенной пользы для их изучения.

В качестве основного вида классификации инновационных финансовых продуктов в данной работе будет использован предложенный Джоном Финнерти операционно-продуктовый принцип классификации. В соответствии со Списком Финнерти (Приложение №2) существуют следующие группы финансовых инноваций:

- финансовые инструменты, включающие потребительские финансовые продукты и ценные бумаги.
- финансовые процессы.
- финансовые стратегии и решения.

Эта классификация отражает группировку инноваций по степени универсальности их применения. Так, группа финансовых инструментов наиболее легко тиражируема, потому что секьюритизация финансовых инноваций позволила стандартизировать правила торговли и юридические отношений сторон в сделке. Обращаемость большинства ценных бумаг и доступность привели к тому, что большое количество потребителей смогли оценить полезность этих инструментов, а группа ценных бумаг стала наиболее многочисленной среди инноваций.

Финансовые процессы относятся к разряду более сложных по своей структуре инновационных продуктов. Финансовые стратегии и решения, в свою очередь, еще более индивидуальны и предполагают массу нюансов в каждом конкретном случае. К примеру, существующие у отечественных инвестиционных банков технологии конструирования эмиссий облигаций представлены общими подходами, однако каждый корпоративный клиент индивидуален и требует разработки уникальных условий эмиссии: от формирова-

ния кредитной истории, до определения параметров выпуска и работы с инвесторами. В результате из комбинации частных условий рождается финансовая стратегия – инновационный финансовый продукт, позволяющий в данных условиях получить максимальный эффект от займа – будь то имиджевые или инвестиционные цели. Кроме того, структурная композиция финансовых стратегий в основном предполагает комбинированное использование финансовых инструментов и процессов, что многократно увеличивает спектр возможных результатов.

В соответствии с указанной классификацией внимание данной работы будет сфокусировано на первой группе финансовых инноваций – инновационных финансовых инструментах. Это решение вызвано двумя обстоятельствами. Во-первых, финансовые инструменты наиболее строго определены, что делает их изучение доступным в рамках данной работы. Во-вторых, они являются основой для большинства других инновационных финансовых продуктов. А благодаря легкой тиражируемости, относительной дешевизне и универсальности инновационные финансовые инструменты можно рассматривать как основу развития инноваций российскими инвестиционными банками. Безусловно, финансовые процессы, стратегии и решения также необходимы для полноценного развития финансовых рынков, но они выступают скорее в качестве надстройки по отношению к финансовым инструментам – особенно ценным бумагам.

§4. Финансовый инжиниринг как инструмент создания финансовых инноваций

Концепции финансового инжиниринга

В западной теории существует ряд концепций финансовой инженерии, которые имеют определенные отличия. В общем смысле различия подходов связаны с тем, насколько широка область применения финансового инжиниринга. При анализе теоретических аспектов финансовой инженерии упомянем три концепции.

Первая концепция принадлежит Мишелю Кьеперту, занимавшему пост со-президента Швейцарской ассоциации финансовых инженеров. Она трактует содержание финансового инжиниринга как *конструирование финансовых инструментов и технологий для управления портфелем ценных бумаг*. В соответствии со второй концепцией, разработанной Полем Кудре, редактором «Финансового издания» Женевского журнала и Лозаннской газеты, содержание финансового инжиниринга состоит *в создании, управлении и использовании производных ценных бумаг*²⁴.

Эти концепции приведены здесь в качестве основных представителей группы узкопрактических трактовок финансового инжиниринга. Основные положения данных двух концепций, сводятся к ограничению деятельности финансового инженера сферой ценных бумаг. Также они позиционируют математическое моделирование как основной инструментарий финансового инженера, а управление доходностью и рисками – как основные цели финансового инжиниринга. При этом концепция Поля Кудре замыкается только на производных ценных бумагах. Указанные концепции с точки зрения их экономико-теоретической ценности не могут претендовать на полноту по той причине, что они не охватывают огромный массив деятельности финансовых инженеров, не связанный с инновационными ценными бумагами.

В этом смысле более справедливой является концепция, базирующаяся на разработках Дж. Финнерти и развитая Дж. Маршаллом и В. Бансалом. В рамках этой концепции финансового инжиниринга находится место для всей массы известных финансовых инноваций. Справедливости ради следует отметить, что реальная жизнь вносит значительные коррективы в то, что принято относить к науке. Дело в том, что большинство концепций относятся к ценным бумагам и финансовой математике не зря – рынку необходимы разработки не теоретического характера, а применимые на практике. Множество ежегодных премий и грантов стимулируют развитие именно прикладных разработок финансового инжиниринга, что объективно вынуждает уче-

²⁴ Содержание данных двух концепций приведено в статье Капелинского Ю.И. Теоретические аспекты фи-

ных «работать» на рынки ценных бумаг и деривативов. Скажем, если изучить тематику публикаций и книг, изданных членами Международной ассоциации финансовых инженеров (IAFE – www.iafe.org), то можно увидеть масштабы того, насколько более распространены и востребованы концепции, подобные разработанным Полем Курде и Мишелем Къепертом.

Определение финансовой инженерии

Еще большее разнообразие наблюдается в отношении определения финансовой инженерии. Ведущие специалисты и ученые, связанные с разработками в области финансового инжиниринга не выработали единого определения этого термина, возможно, по причине отсутствия острой необходимости в нем.

Так, Капелинский Ю.И. справедливо отмечает, что «зарубежные исследователи в своих работах ограничиваются техническими определениями финансового инжиниринга, не раскрывая полностью содержания экономических процессов, связанных и инжиниринговой деятельностью...». В качестве примера он приводит следующее определение: «финансовый инжиниринг – приложение технологий инвестирования к решению финансовых проблем»²⁵.

Международная ассоциация финансовых инженеров, к примеру, трактует финансовый инжиниринг как «развитие и творческое применение финансовых технологий для решения финансовых проблем и реализации финансовых возможностей»²⁶. При всем уважении к данной организации подобное определение нельзя считать полным хотя бы потому, что финансовые технологии являются лишь частью инновационных финансовых продуктов. К разряду неполных можно отнести также определение Л. Галица: «финансовая инженерия – это применение финансовых инструментов для преобразования существующей финансовой ситуации в другую, обладающую более жела-

нансового инжиниринга с использованием ценных бумаг// Банковские услуги. – 1998. - №3. - С.10-14.

²⁵ Там же.

²⁶ Перевод определения, размещенного на прежней версии сайта IAFE: “Financial engineering is the development and creative application of financial technology to solve financial problems and exploit financial opportunities” (Справка по данной организации приведена в Приложении № 2).

тельными свойствами». Здесь речь идет только о финансовых инструментах, а процессы и стратегии не упомянуты.

Среди отечественных публикаций по вопросам финансовой инженерии следует отметить следующее: финансовый инжиниринг есть создание новых финансовых продуктов и услуг, которые используются в финансово-банковском секторе для перераспределения денежных ресурсов, рисков, ликвидности, доходов и информации. Это определение, принадлежащее Капелинскому Ю.И., достаточно полно определяет термин «финансовый инжиниринг». Однако для большинства существующих определений существуют общие недостатки.

Во-первых, многие авторы позиционируют финансовый инжиниринг как самостоятельную концепцию, по отношению к которой финансовые инновации считаются зависимой категорией. Это мнение представляется ошибочным подобно тому, если бы кто-либо взялся утверждать, что человек трудится, чтобы трудиться, а не чтобы обеспечить свои потребности. По аналогии сначала возникает потребность в финансовой инновации, а уже затем финансовый инженер получает задание ее создать. Подтверждая мою мысль, Дж. Маршал пишет, что «...обычно либо природа финансирования, либо стоимостные соображения требуют специального инструмента или сочетания совместно используемых инструментов, обладающих набором особых свойств... Он (финансовый инженер) должен понять существо требуемого результата и «изготовить» из наличного материала адекватный инструмент». Причем этот порядок соблюдается даже в том случае, если потребность в инновации рождается не у ее потребителя, а у самого финансового инженера, когда необходимо создать конкурентный финансовый продукт, который можно успешно продать.

Во-вторых, в силу вышеуказанных подходов к методологии изучения термина возникает ряд неточностей, вызванных необходимостью упомянуть в определении финансового инжиниринга принципиальные качества финансовых инноваций. Например, из определения, предложенного Капелинским

Ю.И., следует, что финансовый инженер создает «новые продукты и услуги» для перераспределения денежных ресурсов, рисков, ликвидности, доходов и информации. Выше было сказано о том, что сущностной характеристикой инновации является степень ее распространения при том, что «новизна» - весьма относительное понятие.

Аналогичная ситуация с целями, для которых используются «новые продукты»: Капелинский Ю.И. относит к ним те цели, которые свойственны не только инновациям, но и рядовым финансовым продуктам и услугам.

Кроме того, существует различные определения целей финансового инжиниринга, финансовых продуктов (услуг) и финансовых инноваций. В рамках данной работы иерархия целей этих трех терминов представляется следующим образом (Рис. 3.):

Рис. 3. Цели финансовых инноваций, финансовых продуктов и финансового инжиниринга

Наименование экономической категории	Цели их применения
Финансовые инновации / инновационные финансовые продукты (услуги)	Повышение эффективности общественного производства в части перераспределения денежных ресурсов, доходности, рисков, ликвидности и информации
Финансовые продукты (услуги)	Перераспределение денежных ресурсов, доходности, рисков, ликвидности и информации
Финансовый инжиниринг	Создание финансовых инноваций / инновационных финансовых продуктов (услуг)

Более широкая концепция финансового инжиниринга, которой придерживается Дж. Маршалл использует такое определение, как «проектирование разработка и реализация инновационных финансовых инструментов и

процессов, а также творческий поиск новых подходов к решению проблем в области финансов». Как видно, в ней отсутствуют недостатки определений, описанные выше.

В свете высказанных соображений автор придерживается следующего определения, которое не претендует на академичность, однако соответствует данным выше дефинициям:

Финансовая инженерия представляет собой процесс производства финансовых инноваций.

Этот вариант на первый взгляд отличается от определения Дж. Финнерти, которым пользуется Дж. Маршалл, однако по существу это не так. В соответствии с упомянутым в параграфе 1 определением термина «производство» под ним и понимается «проектирование, разработка и реализация инновационных финансовых инструментов». Что касается творческого подхода, то это уже скорее частности процесса создания финансовых инноваций, а «творчество» - весьма субъективное понятие. Обязательным условием является то, что изложенное мною определение идет в неразрывной связи с также приведенным выше определением финансовой инновации.

Спорным моментом в работах ряда западных ученых относительно сущности финансового инжиниринга является его инновационность. Многие ученые склонны считать, что финансовый инжиниринг зачастую сводится к рутинным, и поэтому не относимым ими к разряду инноваций, манипуляциям сотрудников инвестиционных банков по подбору определенных финансовых продуктов в соответствии с интересами и финансовыми возможностями клиента. Кроме того, эти ученые справедливо утверждают, что для инвестиционных банков объективным является желание как можно сильнее сократить «новизну» инновационного продукта. Такое желание вызвано тем, что, делая его похожим на существующие продукты, банк сокращает издержки по его внедрению (согласование с государственными регуляторами, разработка юридических аспектов и т.п.), с одной стороны, и увеличивает шансы данной инновации на успех в виду известной консервативности потребителя.

В результате они делают вывод, что либо это уже не финансовый инжиниринг, либо его продуктом могут быть не только инновации²⁷. Однако, опять же проблема состоит лишь в том, что инновацию связывают с новизной, а не с распространенностью и полезным эффектом. Поэтому финансовый инжиниринг может быть и рутинной с минимумом творчества, и его результат может сильно напоминать существующие финансовые инновации – это будет определять лишь его форму, но не суть.

* * *

Выводы:

Итак, в данной главе была дана формулировка сущности финансовых инноваций, а также описаны принципиальные факторы динамичного роста их количества, отмечаемого с конца 70-х годов XX века. Общее определение экономических инноваций объединяет следующие ключевые моменты:

- инновация – продукт производства;
- инновация направлена на повышение эффективности общественного воспроизводства;
- инновация *не распространена* в данных условиях.

Данный признак является более строгой альтернативой используемого многими авторами свойства «новизны» инноваций, которое является весьма относительным и поэтому едва ли подходит в качестве критерия инновационности. Под «нераспространенностью» в общем смысле подразумевается использование узким кругом лиц, отсутствие устоявшихся проработанных юридических и технических механизмов, а также самое главное – отсутствие сложившихся в отношении инновации деловых традиций. Под данными условиями понимается совокупность экономических, социальных, политических, нормативно-правовых условий конкретного рынка (международного, внутригосударственного, регионального).

²⁷ Данные выводы содержатся в статье Gerald Joe, Defining financial engineering// Financial Engineering News. May 1998 - Issue 4.

В составе экономических инноваций были выделены производственные, научно-технические, управленческие, социально-экономические и финансовые инновации. Критерий выделения последних связан с функциями перераспределения денежных ресурсов, доходности, рисков, ликвидности и информации.

Наиболее важные выводы касаются характеристики финансовой инновации как продукта финансового инжиниринга, направленного на повышение эффективности общественного производства – с позиций макроэкономики, и эффективности пяти распределительных функций финансовых продуктов – с точки зрения субъектов финансовой деятельности. Данные выводы позволили избавиться от некоторых противоречий западных концепций финансового инжиниринга.

Кроме того, в результате рассмотрения теоретических аспектов финансовых инноваций стало возможным соотнести основные концепции финансового инжиниринга и соответствующие трактовки финансовых инноваций, принятые среди ведущих ученых в данной сфере. В целом первая глава подготовила теоретическую основу для изучения перспектив инновационной деятельности российских инвестиционных банков.

Глава 2. Избранные финансовые продукты инвестиционных банков развитых стран

Целью данной главы является описание избранных финансовых продуктов, которые уже не относятся в западных странах к классу инновационных по признаку распространенности, описанном в первой главе и являющимся принципиальной характеристикой инновации. В развитых странах эти финансовые продукты уже имеют устоявшуюся законодательную и операционно-техническую среду, но в российских условиях они даже не являются «нераспространенными» - они отсутствуют. По этой причине эти продукты являются составляющими инновационной деятельности российских банков в будущем. На основе приведенных в данной главе сведений об избранных финансовых инновациях международной практики будет построен анализ перспектив их внедрения российскими банками в заключительной главе.

Нижеследующий список финансовых инноваций, состоящий из стрипов, ипотечных облигаций и гибридных бумаг, известных в международной инвестиционно-банковской практике, составлен исходя из целей данной работы.

Во-первых, при подборе финансовых продуктов учитывается следующий аспект. Инвестиционные банки будут рассматриваться далее в качестве учреждений, одно из направлений деятельности которых – финансовый инжиниринг или производство финансовых инноваций. В частности специфика их деятельности связана с посредническим характером, то есть функции инновационных финансовых продуктов, создаваемых подразделениями банка, относятся к перераспределению денежных средств, доходности, рисков, ликвидности и информации между его клиентами. Уже как следствие инвестиционный банк, вероятно, будет принимать риски своих клиентов и их контрагентов на себя за соответствующее вознаграждение. Инновационная деятельность инвестиционного банка, связанная с его функционированием в качестве хозяйствующего субъекта и включающая управление собственными

ми рисками и денежными средствами с помощью финансовых продуктов, не отличает его от прочих корпораций и не будет рассматриваться.

Во-вторых, интерес представляют принципиально отсутствующие финансовые продукты чье создание логичнее всего произойдет в рамках инвестиционных банков, поэтому инновации, связанные со срочным рынком не упоминаются, хотя они, бесспорно, относятся к сфере деятельности финансовых инженеров. Кроме того, инструменты срочного рынка являются сферой деятельности организаторов торговли.

В-третьих, при подборе списка финансовых продуктов учитывались их примерные возможности в российской практике с точки зрения либо полезного макроэкономического эффекта, либо потенциала спроса со стороны клиентов инвестиционных банков. Например никак не затрагиваются инновационные финансовые продукты, связанные с собственным капиталом, потому что условия российской среды делают их малоэффективными.

Конструирование финансовых инноваций в рамках инвестиционного банка связано с двумя направлениями: с созданием новых продуктов и с использованием существующих. Финансовые инновации, связанные с использованием существующих финансовых продуктов, в свою очередь по технологии создания подразделяются на следующие группы:

- комбинирование существующих продуктов и их элементов (например, стратегии хеджирования с помощью двух и более опционов, гибридные инструменты, конвертируемые облигации),
- их декомпозицию (например, стриппирование),
- использование в новом качестве (например, перенос принципов фьючерсных контрактов с товаров на ценные бумаги).

Инновации, связанные с использованием существующих финансовых продуктов, составляют основную долю разработок инвестиционных банков. В этом смысле инвестиционные банки осуществляют «переупаковку» существующих продуктов, особенно в части ценных бумаг, которые благодаря более высокой ликвидности предоставляют финансовому инженеру наи-

большие возможности. Для российской практики «переупаковка» представляет, по-видимому, наибольшее поле для деятельности. Фактически заимствование западных финансовых продуктов является ничем иным, как «переупаковкой», потому что финансовый инженер при этом незначительно трансформирует структуру продукта, чтобы она соответствовала российским условиям. Внедрение описываемых далее продуктов в российской практике будет связано с «переупаковкой».

§1. Стрипы

Конверсионный арбитраж представляет собой процесс создания из исходной ценной бумаги или их набора, обладающего одними инвестиционными характеристиками ценной бумаги или их набора, обладающего другими инвестиционными характеристиками. Под инвестиционными характеристиками понимается в первую очередь параметры генерируемых денежных потоков, а также сопутствующие риски. Вместо исходных ценных бумаг могут использоваться также различные активы, генерирующие некоторые потоки.

Международная практика конверсионного арбитража на основе долговых бумаг в основном связана со снижением рисков, которым подвержены исходные инструменты, при сохранении их привлекательных инвестиционных свойств в новом продукте. Основная масса таких инструментов связана с «посредничеством на сроках погашения» (*maturity intermediation*), когда трансформируются инвестиционные горизонты конструируемых инструментов. В частности сокращение рисков реинвестирования и отзыва, являющихся значительной проблемой для ипотечного рынка, достигается путем объединения соответствующих друг другу по срокам потоков в инструменты с твердо определенной датой погашения. В результате такого конверсионного арбитража «на времени» создается более ликвидный рынок, чем рынок исходного инструмента, причем последний в результате тоже развивается.

Ставший хрестоматийным пример метода конверсионного арбитража «на времени» относится к так называемому стриппированию – разделению суммы основного долга и купонных выплат для их обращения в виде отдельных ценных бумаг, которые размещаются с глубоким дисконтом (Приложение №4).

Появление этого инструмента имело место в начале 70-х годов, когда казначейские облигации выпускались еще в физической форме. Отделение купонов от основной суммы давало дилерам и инвесторам возможность минимизировать налоговые выплаты. Именно поэтому в 1979 г. Казначейство

США перешло на бездокументарные облигации, что стало препятствием для их стриппирования.

Однако дилеры приступили к выпуску инструментов, которые удостоверяли право владельца на определенный размер дохода по казначейским облигациям, которые находились на хранении в депозитарии. Первыми из таких синтетических бумаг появились квитанции (TIGR), выпущенные Merrill Lynch в августе 1982 г. Чуть позже вслед за ними появились CATs, LIONs и пр., выпускаемые Salomon Brothers и Lehman Brothers. Однако большинство из этих бумаг не могли обмениваться на другие стрипы, в результате чего владельцы подобных расписок испытывали недостаток рыночной ликвидности.

Однако в дальнейшем с принятием в 1982 г. новых правил налогообложения (The Tax Equity and Fiscal Responsibility Act) юридический статус стрипов был окончательно определен.

Создание Федеральным казначейством – вслед за частными инициативами инвестиционных банков – программы STRIPS (Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities) дало рынку высоко стандартизированный продукт – облигацию с нулевым купоном, которая в чистом виде демонстрировала соотношение спроса и предложения на заемные средства в зависимости от срока действия бумаги. Государственная программа стрипов была предназначена прежде всего для того, чтобы уменьшить стоимость обслуживания государственного долга. Тогда к процессу разделения платежей по новой программе Казначейство допустило лишь несколько выпусков десятилетних и тридцатилетних облигаций. Но по мере развития рынка Казначейство расширяло список базовых выпусков, разрешенных к разделению платежей. В настоящее время в обращении в США находится порядка 150 выпусков стрипов, погашаемых 15 числа каждого 3-го месяца с последней датой в 2028 году²⁸, а также несколько выпусков «тигров» и «котов»²⁹.

²⁸ По данным <http://www.bondsonline.com/>

²⁹ «Коты» или CATS - Certificates of Accrual on Treasury Securities, выпущенные Solomon Brothers, Inc.

В 1987 г. Казначейство США позволило проводить операцию, обратную стриппингу, - реконституцию. При проведении этой операции происходит объединение отдельных облигаций обратно в исходную бумагу.

Для инвестора стрип дает значительные возможности по управлению рисками – процентным, кредитным, риском реинвестирования, риском отзыва или досрочной оплаты, а также риском покупательной силы³⁰.

Вообще говоря, управление процентным риском связано с построением соответствующих друг другу по срокам, а также волатильности и видам процентных ставок структур активов и пассивов и осуществляется несколькими способами. Первый заключается в подборе ценных бумаг, соответствующих горизонту инвестирования, но при этом возникает риск реинвестирования. Второй способ – это приобретение инструментов с меньшим сроком, чем инвестиционный горизонт с тем, чтобы затем посредством серии ролл-оверов³¹ других краткосрочных инструментов выйти на сроки горизонта инвестирования. При этом инвестор получает более «настраиваемый» инструмент, который дает возможность минимизировать риск реинвестирования. Третий способ связан с инвестированием в инструмент со сроком, превышающим горизонт инвестора, с последующим хеджированием процентной ставки на срочном рынке. В любом случае, при использовании стрипов инвестор имеет возможность точно подобрать сроки инвестирования в соответствии с заемными средствами и с повышенной эффективностью использовать любой из данных способов.

Минимизация кредитного риска обычно сводится к использованию бумаг с наивысшим кредитным рейтингом, чему в наилучшей мере соответствуют обеспечивающие стрипы казначейские облигации.

Риски отзыва и реинвестирования по стрипам фактически равны нулю, потому что соответствующие события в отношении казначейских обязательств США крайне маловероятны.

³⁰ Определения этих рисков приведены в Приложении № 1.

³¹ Ролл-овер (roll-over) – продление срока обращения краткосрочной ценной бумаги на один и более периодов при сохранении ее инвестиционных характеристик.

Риск покупательной силы присутствует в облигациях «зеро», однако он устраним путем индексации их доходности к инфляции.

Конструкция zero-облигаций позволяет сократить расходы на приобретение долговой бумаги в сравнении с купонными облигациями, покупка которых требует уплаты полной суммы номинала. Это свойство вместе с наличием бумаг различных инвестиционных сроков сделало популярным дисконтные облигации среди населения в качестве сберегательных инструментов для оплаты обучения, пенсионных планов и т.п.

В результате, zero-облигации на базе госбумаг позволяют инвестору с максимальной точностью подобрать портфель, соответствующий сроком его инвестиций, обеспечивая высокую ликвидность благодаря наличию всевозможных сроков погашения и значительным оборотам самого рынка. Кроме того, весомые преимущества для инвесторов в США и в ряде других развитых стран, связанные со стрипами, относятся к налогообложению.

§2. Облигации, обеспеченные ипотекой

Другая конверсионно-арбитражная инновация, достигшая большой популярности в развитых странах, касается создания группы продуктов под общим названием «ипотечных облигаций». Рассмотрим основные моменты обращения этих инструментов на примере США и Германии, причем обратим внимание на роль инвестиционных банков (частных субъектов) на рынках этих стран.

Лежащие в основе ипотечных инструментов ссуды, обеспеченные реальной собственностью, и их пулы обладают рядом недостатков, устранение которых стало возможно за счет создания финансовых продуктов, сохранивших достоинства базового инструмента и улучшивших его отрицательные характеристики

В США это стало возможным сперва за счет одноклассовых бумаг – переходных сертификатов и сертификатов участия, а затем и мультiclassовых

ценных бумаг – ипотечных облигаций СМО³². Изначально основной недостаток рынка ипотек был связан с его низкой ликвидностью и долгосрочным характером, что делало его весьма вялым и инертным. Для преодоления этих обстоятельств Конгресс США инициировал создание Правительственной национальной ипотечной ассоциации (GNMA или «Ginnie Mae»), которая с 1970 года начала обеспечивать механизм объединения в пулы и гарантии ипотечных кредитов для выпуска MBS – ценных бумаг, обеспеченных ипотекой (mortgage backed securities). Позже появились аналогичные государственные организации: FHLMC или «Freddie Mac» и FNMA или «Fannie Mae». В 1977 г. Bank of America стал первым частным учреждением, выпустившим эти инструменты, в дальнейшем его примеру последовали другие инвестиционные банки. В конце 2000 г. общий объем рынка этих инструментов составлял в США 4,3 трлн долл.³³, причем около 70% приходится на три государственные специализированные организации, из которых лидирующие позиции принадлежат «Фанни Мэй». Таким образом, доля выпусков частных организаций невелика.

Использование банками первых MBS – сертификатов участия (participation certificates) – для сокращения сроков отвлечения своих активов принесло значительную пользу как самим ипотечным банкам, ликвидность вложений которых заметно возросла, так и инвесторам, которые получили инструмент, более доходный, чем казначейские облигации и обеспечивающий сходную им надежность. За ними последовали вариации данных инструментов.

Рынок заметно оживился, однако переходные сертификаты не решили проблему реинвестиционного риска, связанного с досрочным погашением ипотеки. Кроме того, эти сертификаты являлись одноклассовыми бумагами, удостоверявшими равные права всех держателей на денежные потоки по ипотечным кредитам. Это обстоятельство не могло оптимально удовлетво-

³² СМО – collateralized mortgage obligation.

³³ Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов// - РЦБ – 2001. - №6 (<http://www.rcb.ru>).

рять интересы всех держателей, сроки инвестирования которых значительно различались. В результате появились мультиклассовые облигации, обеспеченные пулом ипотек (СМО), которые решали эту проблему. Коротко говоря, СМО трансформировали потоки по пулу сертификатов участия в серию траншей с различными сроками погашения, тем самым значительно сокращая реинвестиционный риск. Теперь инвестор мог варьировать сроки вложений, выбирая соответствующий его целям транш, при прежнем весьма привлекательном соотношении надежности и доходности.

Механизм эмиссии MBS предполагает уступку прав требования по ипотечному кредиту или передачу ипотеки специализированной организации, которая создает пул ипотек и выпускает бумаги от своего имени.

Рынок Германии является крупнейшим рынком ипотечных облигаций в Европе, который превосходит даже рынок облигаций федерального правительства Германии - задолженность по немецким ипотечным облигациям достигла в марте 2000 года 1081 млн евро, составив 38% задолженности внутренних эмитентов³⁴. Германская система по сути представляет собой альтернативу американской и образует ядро европейской континентальной системы.

Ипотечные облигации в Германии (пфандбрифы - «Pfandbriefe») - облигации, выпускаемые ипотечными банками для финансирования операций с недвижимостью частных лиц, а также кредитов федеральному правительству, местным органам власти и муниципалитетам. Обеспечением бумаг выступают первые закладные на недвижимость (ипотечные пфандбрифы) или кредиты государственным органам (публичные пфандбрифы), на которых сформировано почти 4/5 рынка ипотечных облигаций³⁵.

Основная часть пфандбрифов характеризуется фиксированной ставкой с выплатой процентного дохода раз в год, сроком обращения 1-10 лет, а также погашением в конце срока разовым платежом, хотя изредка встреча-

³⁴ Там же.

³⁵ Данные за 1999 год Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов// - РЦБ – 2001. - №6 (<http://www.rcb.ru>).

ются и отзывные выпуски. Отличие от американских бумаг составляет преобладающее отсутствие досрочного погашения.

Эмитентами этих бумаг могут выступать определенный круг финансовых учреждений: несколько десятков частных ипотечных банков, имеющих до 70% в выпуске пфандбрифов, государственные земельные кредитных учреждений и 2 частных банка по ипотечному кредитованию судов. Ипотечные банки могут заниматься только ипотечным кредитованием, а смешанные ипотечные банки являются исключением. Однако большинство частных ипотечных банков являются дочерними структурами коммерческих банков и страховых компаний.

Механизм эмиссии предполагает создание общего пула закладных и общего пула кредитов государству по всему спектру выпускаемых ипотечных облигаций. Создание отдельных пулов для выпуска конкретных облигаций, как в США, не допускается.

Итак, сравнивая американские ипотечные облигации и германские, заметим, что основные отличия заключаются в том, что пфандбрифы выпускаются первичным кредитором, а не специальной организацией типа Фанни Мэй. В связи с этим ипотечные ссуды остаются на балансе банка эмитента пфандбрифов, а не списываются с баланса первичного кредитора. В США система выпуска MBS отличается централизацией в руках государственных агентств, а в Германии система децентрализована. Соответственно, теоретически для России германская система более интересна с точки зрения роли частных эмитентов, однако несомненные достоинства гарантирования государственными агентствами ипотечных бумаг США также заслуживает внимания.

§3. Гибридные ценные бумаги

Гибридная ценная бумага – такая ценная бумага, конструкция которой совмещает в себе компоненты нескольких элементарных рынков³⁶. Причем элементарный рынок – хорошо развитый рынок инструмента, цены которого эффективны и определяются многими покупателями и маркет-мейкерами³⁷.

Как показывает международная практика, гибридные бумаги могут быть образованы на основе четырех элементарных рынков: процентных бумаг, валютного, фондового и товарного рынков или их сегментов. В основном гибридные бумаги так или иначе конструируются на базе долговых обязательств. Возникают подобные инструменты в условиях отсутствия на рынке субъектов с диаметрально противоположными интересами, иначе было бы эффективнее заключить соответствующий договор напрямую. В отношении инжиниринга гибридных ценных бумаг инвестиционные банки занимают, пожалуй, лидирующее положение, потому что в этом сегменте в наибольшей степени проявляется посреднический характер их деятельности. Среди гибридных инструментов остановимся на валютных, фондовых и товарных гибридных инструментах.

Валютные облигации являются одним из наиболее распространенных гибридных бумаг. В простейшем случае двухвалютная облигация (dual currency bond) представляет собой ценную бумагу с фиксированным доходом, по которой начисляются проценты в базовой валюте (обычно в валюте страны инвестора), а основная сумма выплачивается как эквивалент некой суммы в небазовой валюте (обычно в валюте страны эмитента)³⁸. Существует масса вариаций на данную тему, когда используются различные механизмы, связывающие доходность облигации с движениями валютных курсов: Indexed Currency Option Notes (ICONS), Principal Exchange Rate-Linked Securities (PERLS), Foreign Interest Payment Security (FIPS), Dollarized Yield

³⁶ Стр. 512, Маршалл Джон Ф., Бансал Випул К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям./ Перевод с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998.

³⁷ Стр. 513, там же.

Curve Note (DYCN) и др. В первую очередь эти инструменты позволяют инвестору минимизировать и диверсифицировать валютный риск в рамках единого инструмента.

Также весьма распространенным является класс гибридных облигаций, связанных с фондовыми инструментами и индексами. Примером таких инструментов являются облигации, привязанные к акциям, – Equity Linked Bonds, доходность которых зависит от конкретной бумаги, корзины или индекса. Данные гибридные бумаги могут быть использованы при хеджировании вложений в акции, если, скажем, доходность облигации обратно зависит от значения индекса, а также для управления рыночным риском.

Товарные гибриды также имеют определенное распространение и востребованы в первую очередь инвесторами, чья деятельность связана с теми или иными товарами. Данный класс гибридных бумаг носит название Commodity Linked Bonds – или облигации, связанные с товарами. По таким бумагам часть или весь поток доходов привязан к ценовой динамике конкретного товара или товарному индексу. Основные товары – нефть, золото, серебро. Такие инструменты выпускают производители соответствующих товаров для хеджирования рисков, связанных с запасами товара.

Другой, более сложный, вариант гибридного финансового инструмента относится к комбинированию на базе облигации валютных и товарных инструментов. Здесь примером может служить облигации реальной доходности – Real Yield Notes (REALs), проценты по которым в общем случае пересматриваются ежеквартально в соответствии с изменением индекса потребительских цен, а также уровнем инфляции.

³⁸ Здесь и далее определения гибридных ценных бумаг взяты с RiskiInstitute.ch (<http://risk.ifci.ch/>).

Глава 3. Финансовые инновации российских инвестиционных банков

В настоящей главе будет проведен анализ перспектив внедрения некоторых пока отсутствующих в российской практике финансовых продуктов. Как уже упоминалось ранее, предварительный выбор тех или иных инноваций в качестве объектов такого анализа определяется их текущим отсутствием на российском рынке, с одной стороны, а также потенциальным значительным эффектом в случае их внедрения в российской практике – с другой. Необходимость такого отбора обусловлена желанием сократить спектр рассматриваемых инноваций теми из них, которые могут представить определенный интерес для исследования.

§1. Факторы развития финансовых инноваций в российской экономике

Для того чтобы перейти к непосредственному анализу жизнеспособности определенных финансовых инноваций в деятельности российских инвестиционных банков, следует дать характеристику среды, которая составляет предпосылки и факторы развития финансовых инноваций. Как было изложено во втором параграфе первой главы, в основу характеристики факторов развития финансовых инноваций будут положены две группы факторов. Во-первых, это базовые факторы ресурсов и среды, которые составляют в своем роде необходимое обеспечение условий инновационной деятельности инвестиционного банка. Во-вторых, это инновационная ситуация, которая объединяет факторы спроса и предложения на финансовые инновации.

Базовые факторы (ресурсные)

Осмысление текущей ситуации на российском финансовом рынке приводит к выводу о том, что упомянутые в первой главе ресурсные факторы следует рассматривать в совокупности с условиями среды, в которой происходит разработка и развитие финансовых инноваций. В силу этих соображений классификация предпосылок развития, приведенная выше, должна быть

несколько трансформирована, чтобы соответствовать системе факторов, имеющих значение в реальных российских условиях, а также сделать акцент на наиболее важных из них. Однако, это не означает, что первоначальная классификация предпосылок в соответствии с производственными силами и производительными отношениями неверна. Указанные условия среды являются перефразированными факторами производительных отношений, переплетающимися с факторами производственных сил или ресурсной базы.

Итак, важнейшим ресурсным фактором для российской практики являются *объемы денежных средств*, которые могут быть направлены на финансовые рынки и в финансовые инновационные инструменты в частности. Этот фактор является скорее ограничительным, причем не только для развития финансовых инноваций как качественной составляющей развития финансового рынка, но и для самого рынка, чьи объемы в значительной степени зависят от размера потенциальных инвестиций. При этом насыщенность рынка инвестициями является тем этапом развития, который объективно приводит к необходимости развивать дополнительные сегменты финансовых рынков вокруг финансовых инноваций. Такая ситуация явно не будет достигнута в ближайшие 5-10 лет, и причиной этому факторы среды, о которых будет сказано ниже.

Отметим, что анализ расходов инвестиционного банка по внедрению инновационных продуктов не будет затрагивать оценок полной стоимости такого продукта с учетом расходов на его разработку, организацию учетного и операционного документооборота, налогообложения (для расчета доходности инструмента после налогообложения). Причиной тому служит отсутствие достаточных объемов сравнительной информации. Кроме того, в принципе доступный анализ налогообложения не будет особо информативен в отрыве от других составляющих стоимости финансового инструмента. Приводимый далее анализ расходов инвестиционного банка в отношении стрипов и ипотечных ценных бумаг будет включать только оценки сумм, необходимых для формирования пулов исходных инструментов.

Другой ресурсный аспект связан с существованием *правовых механизмов*, которые могут составить основу для конструирования инновационных инструментов. Примером, таких механизмов может быть институт доверительного управления, составляющий основу для регулирования отношений учредителя и доверительного управляющего.

Безусловно, немаловажным аспектом являются такие факторы, как *научно-технические ресурсы*, включающие наличие эффективных методик оценки и управления рисками, вычислительную технику, средства сбора и организации информации, западные разработки в области количественных методов, финансового анализа и т.п. Эти ресурсы инновационной деятельности в общем смысле соответствуют мировому уровню, поэтому не представляют особого интереса для данной работы.

Также, вероятно, нельзя не упомянуть такой фактор, как *трудовые ресурсы* инвестиционных банков - от рядовых служащих до менеджмента. Здесь речь не идет об их профессиональной годности – в ней никто не сомневается. Важнее аспект культуры ведения бизнеса, принятых правил оценки рисков и создания инновационных продуктов. Так, ситуация с ОАО «Сибур», который неожиданно для большинства кредиторов компании едва не обанкротился осенью прошлого года, явила собой ярчайший пример того, что анализ и оценка рисков по-прежнему оставляют желать лучшего. Кроме того, если продолжать эту мысль, то вопрос о принятии тех или иных рисков инвестиционным банком, в том числе в связи с внедрением инновационных разработок, решается в рамках пожеланий собственников, которые зачастую преследуют свои цели и не способны оценить реальную ситуацию.

Среди основных факторов среды можно выделить следующие обстоятельства, которые определяют характеристики рынка ценных бумаг и в известной мере блокируют развитие финансово-инновационной деятельности:

- Недостатки действующего законодательства, касающегося рынка ценных бумаг, в том числе правового режима срочных инструментов и налогообложения.

- Несовершенство регулирующей и операционной инфраструктуры рынка.
- Уход торговой активности на западные рынки и утечка капитала.
- Проблемы регулирования профессиональной деятельности и культуры взаимоотношений участников рынка.

Эти проблемы говорят сами за себя и не требуют дополнительных пояснений.

Факторы спроса на продукцию финансовой инженерии.

Напомним еще раз, что основные функции финансовых рынков и, в частности, финансовой инженерии и финансовых инноваций – это перераспределение финансовых ресурсов (1), рисков (2), доходности (3), ликвидности (4), информации (5). Качественное отличие финансовых инноваций от неинновационных финансовых продуктов связано с потенциально закладываемой повышенной эффективностью первых в достижении перераспределительных целей.

Условием развития финансовых инноваций является насыщенность финансовых рынков обычными инструментами, которые уже не могут обеспечить высокую норму доходности. В подобной ситуации эффективность достижения целей (1-4) старыми способами значительно сокращается из-за большой прозрачности рынка и высокой конкуренции. Как следствие интенсифицируется поиск новых ниш и создание новых продуктов, а соответствующие затраты становятся легко окупаемыми. Экономический интерес потребителей финансовых инноваций, быстро формирует рынок спроса.

Экономический интерес потребителей финансовых инноваций формирует рынок спроса, который, как представляется, определяет рост финансовых инноваций в большей степени, чем их предложение. Если это так, то оценим с точки зрения функций инновационных финансовых продуктов потребность в них со стороны клиентов российских инвестиционных банков, так как эта потребность определяет состояние спроса.

Ресурсы и ликвидность

Несмотря на определенный рост, уровень монетизации экономики, который достиг порядка 18%, по-прежнему низок в сравнении с развитыми странами, где этот показатель превышает 50%. Низкий уровень монетизации ограничивает в первую очередь общий ресурсный базис инновационных финансов, а также потребности рынка по перераспределению ликвидности.

Однако, вместе с текущим ростом цен на нефть косвенно возрастает спрос на инновационные финансовые продукты. Проще говоря, в настоящее время можно проследить как инвестиционные подразделения и банки, принадлежащие российским экспортерам нефти, начали получать от собственников денежные средства для инвестирования. Менеджмент и сотрудники таких инвестиционных банков, после относительного «безденежья» по понятным причинам пытаются не просто разместить полученные средства, но создают определенные инновационные продукты, которые позволяют обеспечить хорошую надежность вложений для избыточной ликвидности и, как свидетельствуют факты, положительно воспринимаются инвесторами-собственниками.

Таким образом, налицо следующая схема зависимости. Экспортные деньги продолжают в большей степени «оседать» в российских инвестиционных банках. В связи с положительной тенденцией в мировых ценах на энергоносители в стране образуется избыток ликвидности, который распределяется российскими инвестиционными структурами. Пусть большинство вложений в результате уходят на западные рынки, однако в связи с некоторыми ограничительными законами об «отмывании» денежных средств по крайней мере сокращается доля оффшоров, а деньги проходят через российские инвестиционные банки. При этом российские финансовые инженеры получают «материал» для создания структурированных продуктов и возможность конструировать отдельные продукты.

Риски и доходность

Функция финансовых инноваций по перераспределению рисков и доходности, по-видимому, в меньшей степени востребована от российского финансового рынка. Причиной тому может служить совокупность факторов среды, которые, с одной стороны, сокращают возможности рынка, а с другой – по сути предоставляют альтернативные методы управления рисками.

В частности полукриминальные процессы передела собственности, а также значительные масштабы инсайдерской деятельности и манипулирования ценами представляются более приемлемыми методами управления доходностью и рисками для определенной части российского бизнеса. В результате хеджеры на рынке практически отсутствуют, а те компании, которые вынуждены прибегать к финансовым методам управления риском, хеджируются за рубежом. Пример тому, российские сырьевые компании, которые используют зарубежные срочные рынки.

Проблемой как российского фондового рынка, так и его срочного сегмента является отсутствие достаточного контингента хеджеров, тогда как только спекулянты не способны создать необходимую ликвидность и спрос на продукты финансового инжиниринга. Рост объемов, который демонстрирует срочные площадки РТС и ММВБ проходит пока лишь за счет спекулянтов, которые не составят основу этого рынка.

Информация

Что касается перераспределения информации с помощью инновационных инструментов, то данная функция имеет место при надлежащем исполнении четырех других функций, причем в условиях наличия рынков инновационных инструментов. Так как, российский рынок ценных бумаг не может считаться эффективным, то говорить о перераспределении информации, тем более посредством инновационных инструментов, преждевременно. Специфика финансовых инноваций связана с тем, что в отношении перераспределения как рисков, так и информации они напрямую проигрывают не-

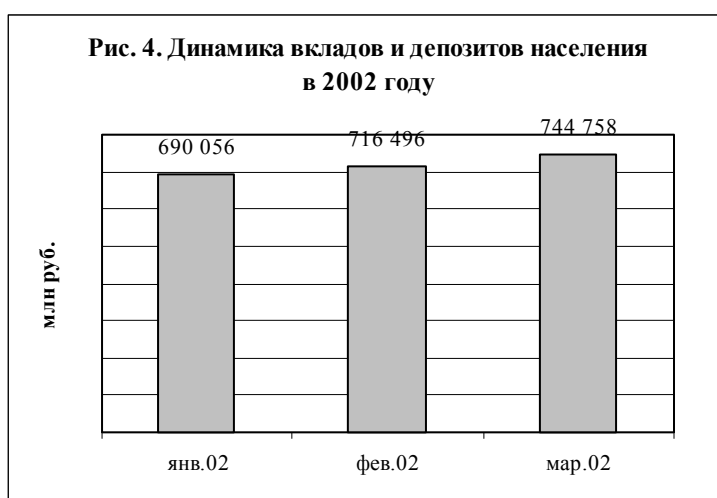
рыночным методам предоставления и получения ценовой и прочей информации.

Анализ инновационной ситуации на рынке ценных бумаг

Попробуем далее на основе указанных факторов провести краткий анализ ситуации, определяющей интенсивность и направления инновационной деятельности российских инвестиционных банков на ближайшую перспективу.

Общэкономические факторы внушают определенный оптимизм, который связан с повышением внешнего спроса в результате ожидаемого прекращения экономического спада. Так, в результате роста цен на нефть в первом квартале 2002 года отмечался рост чистого экспорта впервые за 12 месяцев. В связи с этим хорошо проходит исполнение бюджета, а также идет накопление свободной ликвидности у российских экспортеров. Предприятия добывающего сектора возвращаются на прежние уровни финансовой активности, в результате чего выправляется уровень инвестиций в основной капитал, а также расширяется объем средств, вкладываемый ими в финансовые рынки.

По данным Банка России общая сумма вкладов населения в российских банках на рублевых и валютных счетах на 1 января 2002 г. составляла 690 млрд руб., что более чем на треть больше по сравнению с началом 2001 года. В 2002 году сумма вкладов и депозитов населения в продолжала расти (рис. 4) и к марту составила уже 744,8 млрд рублей. Эти цифры и соотношения реальных доходов и расходов домашних хозяйств позволяют говорить о росте нормы



сбережений населения, в том числе в виде покупки наличной валюты. В начале 2002 года отмечался рост индекса оценки потребителями условий для сбережений, который рассчитывается Центром развития, ВЦИОМ и Фондом «ИПН-Россия». Норма сбережения населения по некоторым оценкам выросла до 6-10%.

Сбережения населения являются значительным ресурсом для инновационных финансовых продуктов. Это, вероятно, вызвано тем, что специфика работы с населением требует наибольшей инновационной составляющей, чтобы привлечь людей, которые за последние годы потеряли свои средства в результате финансовых катаклизмов. В настоящее время существуют определенные попытки внушить населению доверие к финансовым инструментам, предпринимаемые Правительством Москвы в рамках гарантирования облигационных займов предприятий региона. В качестве оплаты за льготные условия в рамках инновационной стратегии облигационного займа с бюджетным участием эмитент обязан разместить определенную долю выпуска среди населения на достаточно привлекательных условиях.

Расчеты специалистов из банка «Зенит» и ИФК «Солид», выступивших организаторами выпуска двухлетнего облигационного займа «Татнефти» для физических лиц, показали, что займы у населения обойдутся эмитенту дешевле, чем при реализации банкам, которые должны отрабатывать маржу. С другой стороны, с учетом 15% налога на прибыль, взимаемого с купонных выплат, доходность по таким бумагам (более 18%) привлекательнее для населения, чем по вкладу Сбербанка. О возможном использовании такой схемы заимствования заявили другие инвестиционные банки.

Другие попытки выпустить корпоративные облигации для населения без участия государства в основном разбивались о налоговые барьеры, которые не позволяют обеспечить уровень доходности, сравнимый хотя бы со вкладами в Сбербанк, при достаточной ликвидности таких инструментов.

Также немаловажным общеэкономическим фактором выступает уровень монетизации российской экономики, достигший в начале текущего года

18%, увеличившись за год на 2-3%, при росте агрегата М2 на 40%³⁹. Уровень монетизации имеет определяющее внимание на ресурсный фактор инновационной деятельности российских инвестиционных банков, а его рост также составляет положительный аспект для развития финансового инжиниринга.

В связи с кризисом в Латинской Америке зарубежные инвесторы обратили свое внимание на другие развивающиеся рынки, в том числе российский. В марте 2002 г. на российском фондовом рынке наблюдается значительное повышение активности: общий объем торгов в РТС вырос за месяц на 75% и достиг 484 млн. долл. США. Индекс РТС за 2001 год поднялся на 82,3%⁴⁰, а в марте повысился на 2 %, преодолев важный для рынка барьер в 350 пунктов, и к майским праздникам превысил 380 пунктов. При этом российская экономика весь прошлый год находилась под воздействием тенденций, противоположных мировым, а российские компании дорожали. В результате «ЮКОС», «ЛУКОЙЛ», «Сургутнефтегаз» и «Газпром»⁴¹ попали в рейтинг крупнейших компаний мира по капитализации FT500 по итогам 2001 года и первого квартала 2002 года, опубликованный в мае 2002 года газетой Financial Times. К сожалению, в отношении рынка акций нельзя говорить о сколько-нибудь значительном непосредственном влиянии объемов торговли или уровня активности инвесторов на появление спроса на финансовые инновации, связанные с собственным капиталом. Традиционно не получили распространения на внутреннем российском рынке такие западные инструменты, как варранты, подписные права и конвертируемые облигации, поэтому развитие инструментов данного рынка скорее экстенсивное.

Свидетельством ожидавшегося с начала года роста объемов эмиссий корпоративных облигаций стал объем размещения, достигший на ММВБ в марте 5,4 млрд. руб. На волне популярности корпоративных долгов РТС также открыла секцию торговли облигациями компаний. Помимо нефинансовых компаний свои бумаги на внутреннем рынке успешно разместили Внешторг-

³⁹ По данным ЦБ РФ (<http://www.cbr.ru>).

⁴⁰ Оверченко М. Смена лидера // Ведомости –13.05.02 – В6

банк, Альфа-банк, МДМ-банк, НОМОС-банк, Промсвязьбанк, Пробизнес-банк. Кроме того, о желании в середине текущего года выпустить еврооблигации заявили топ-менеджеры МДМ-банка, Альфа-банка и банка «Зенит». Корпоративный сегмент рынка представляется наиболее благоприятным для финансового инженера, так как в нем сохраняется восходящая тенденция и имеется определенный спрос на структурированные продукты – гибридные облигации. Доказательство тому служат факты, подобные разработке Газпромом долговых бумаг, чья доходность привязана к ценам на газ. К сожалению, критическое состояние газового монополиста в сентябре-октябре прошлого года, а также общий кризис доверия долгового рынка воспрепятствовало эмиссии подобного инструмента.

В марте оборот сектора производных инструментов РТС повысился за месяц на 54% и составил 9 млрд. руб., а средневзвешенный объем открытых позиций превысил 700 млн. руб. выпуска корпоративных облигаций. Несмотря на то, что основная масса участников торгов спекулянтны, это обстоятельство является своего рода показателем привлекательности финансовых инноваций для участников российского рынка ценных бумаг.

* * *

Вывод:

Инвестиционная ситуация позволяет надеяться на дальнейшее развитие Российской экономики и рынка ценных бумаг в частности. При сохранении данных тенденций часть денежных средств будет продолжать уходить за рубеж - 20-25 млрд. долл⁴², другая часть - потенциально около 25 млрд. долл⁴³ - будет находиться в распоряжении отечественного рынка. В результате будет продолжаться развитие существующих сегментов рынка ценных бумаг и соответственно инноваций внутри них.

Первыми в списке претендентов на внедрение в российскую практику стоят различные модификации долговых бумаг – в частности гибридные дол-

⁴¹ Их капитализация составила на дату проведения рейтинга: «ЮКОС» \$18,7 млрд. (227 место), «Газпром» - \$17,3 млрд. (254 место), «Сургутнефтегаз» - \$13,1 млрд. (348 место) и «ЛУКОЙЛ» \$12,5 млрд. (366 место)

⁴² По оценкам, сделанным аналитиками Альфа-Банка Орловой Н. и Храпченко Л.

говые ценные бумаги, о перспективах которых будет сказано ниже. Другим лидером может стать срочный рынок, но срочным инновациям как никаким другим необходима законодательная база, которая еще не разработана.

⁴³ По оценке, приведенной в лекциях проф. Миркина Я.М.

§2. Перспективы развития некоторых финансовых инноваций в деятельности российских инвестиционных банков

§2.1 Стрипы

Группа инновационных финансовых инструментов, сконструированных на основе трансформации денежных потоков отличается в первую очередь тем, что каждый такой продукт должен в результате создать ликвидный рынок, чтобы считаться привлекательным. Для этого исходный инструмент, на основе которого строится новый продукт также должен иметь значительные объемы, чтобы предоставить финансовым инженерам возможность зарабатывать на масштабах перераспределения денежных потоков и сделать выгодным внедрение нового продукта. В российской практике существует недостаток исходных инструментов, которые могли бы лечь в основу конверсионного арбитража.

Рассмотрим возможности для внедрения российскими инвестиционными банками программ стрипов с точки зрения ресурсных факторов и инновационной ситуации, суть которых изложена в первой главе.

Если говорить о целях стрипирования в российских условиях, то далее будем рассматривать вариант стрипирования, задача которого – создать серию стандартизированных по срокам погашения и номиналу zero-облигаций с выгодным для инвестора соотношением риска и доходности, которые смогут образовать ликвидный рынок. Для этого рассмотрим факторы инновационной ситуации и ресурсной среды.

Инновационная ситуация в отношении стрипирования

Хотелось бы подчеркнуть особое макроэкономическое значение стрипов для рынка ценных бумаг, которое, в первую очередь, и вызвало интерес к вопросу их создания российскими инвестиционными банками. Речь идет об информационной функции стрипов как одной из функций инновационных финансовых продуктов, рассмотренных в первой главе. На основе ценовой информации по данным инструментам весьма отчетливо формируется кривая

доходности, которая в настоящее время на российском рынке имеет лишь фрагментарный вид для инвестиций более года. Отсутствие перспективных данных и ориентиров в разы сокращает активность инвесторов, а также увеличивает риски ликвидности, связанные с невозможностью выбора двух оригинальных инструментов или портфелей инструментов, которые бы соответствовали различным требованиям по критериям "доходность до погашения" и "срок до погашения". Без преувеличения можно сказать, что наличие широкого рынка стрипов сможет революционно повлиять на российский рынок ценных бумаг.

Спрос на данные инновационные инструменты в случае запуска программы стрипирования должен возникнуть потому, что рынку необходим более широкий спектр инструментов, чем существующий сейчас. По-прежнему низкая способность рынка ценных бумаг поглощать избытки ликвидности даже при низком уровне монетизации экономики периодически становится причиной появления «горячих» денег, которые раскачивают маятник курса рубля, ставок межбанковских кредитов, доходностей финансовых инструментов и т.п. Стрипы как единый ряд увязанных между собой по доходности инструментов способны внести определенную стабилизацию не только в качестве привлекательного инструмента, привлекающего избытки ликвидности, но и в силу временной составляющей конструкции стрипов. Потенциальной популярности также способствует возросший вследствие благоприятной макроэкономической ситуации спрос на российские бумаги со стороны внутренних и внешних инвесторов. При таких условиях со стороны спроса инвестиционные банки могут создать подобный инструмент и получат возможность заработать. Таким образом, инвестиционная ситуация позволяет положительно оценивать возможность стрипирования уже сейчас.

Ресурсная среда стрипирования

Другая сторона вопроса связана с ресурсными факторами внедрения такого инновационного продукта, как стрипы. Именно в этой сфере лежат

основные проблемы. Рассмотрим далее принципиальные ресурсные условия реализации программы стриппирования российским инвестиционным банком. Технически эти условия предполагают наличие подходящего по характеристикам риска, доходности и ликвидности базового инструмента, а также института, способного финансировать создание финансового продукта, и юридически четкого механизма стриппирования.

Рассмотрим эти аспекты подробнее.

1. Выбор исходного инструмента для стриппирования

Для выпуска стрипов необходим ликвидный рынок исходных бумаг, в качестве которых потенциально могут выступать либо государственные, либо корпоративные облигации крупных российских компаний. Государственные бумаги являются более выгодными в том смысле, что они дают более низкий исходный уровень процентного и кредитного риска по сравнению с корпоративными бумагами, а также имеют значительный объем – около 17,6 млрд долларов внутренних и 16 млрд долл. внешних долгов на конец III квартала 2001⁴⁴, что во много раз превышает размер рынка корпоративных бумаг. Однако последний более интенсивно развивается, на нем присутствуют эмитенты из различных отраслей экономики, некоторые из которых имеют неплохой кредитный рейтинг на уровне суверенного.

Что касается стрипов на основе *корпоративных долгов*, то эти бумаги вряд ли подходят на эту роль по некоторым причинам. Во-первых, корпоративные облигации существенно короче по срокам обращения необходимых для стрипов горизонтов. Наиболее долгие из тех, что обращаются на ММВБ по состоянию на середину мая 2002 года, - это облигации Банка Новая Москва 6 выпуска (дата погашения 16.08.07, объем выпуска 800 млн руб.) и ТНК 5 выпуска (дата погашения 28.11.06, объем выпуска 3 млрд. руб.). Сроки погашения этих бумаг вряд ли подходят для создания на их основе стрипов. Во-вторых, в корпоративных облигациях широко используется механизм дос-

⁴⁴ По оценке, приведенной в лекциях проф. Миркина Я.М.

рочного выкупа бумаг, размер которого обычно составляет 20-35% объема в обращении. Отсутствие по понятным причинам у покупателя стрипов опциона на их досрочное погашение сократит инвестиционную привлекательность по сравнению с исходным инструментом, потому что не погашаемой досрочно бумаге должен соответствовать больший уровень доходности. Чтобы реализовать возможность выкупа инвестиционный банк должен будет создать изощренную схему рекомпозиции стрипов, что вряд ли возможно. Это решительно сокращает потенциальную привлекательность будущего стрипа. В-третьих, несмотря на то, что большинство эмитентов размещают свои выпуски на срок от 1,5 до 3 лет, структура облигаций дает возможность корректно рассчитать доходность лишь до ближайшей даты реализации очередной оферты, которая, как правило, наступает не позже одного года с даты начала вторичных торгов. Ввиду этого инвестиционный банк будет испытывать большие трудности при расчете бизнес-плана программы стрипирования. В-четвертых, корпоративные облигации дают повышенные риски, что также не позволяет прогнозировать хорошую популярность и высокую ликвидность рынка стрипов на основе корпоративных облигаций.

Корпоративные облигации все же имеют определенные шансы создать основу для программы стрипирования в долгосрочной перспективе. Пожалуй, наиболее значительную потребность в привлеченных средствах среди российских компаний имеет Газпром. Если Газпром начнет активно проводить займы не только на рынке еврооблигаций, но и на внутреннем рынке, о чем заявляли его представители в конце 2001 года как о замене свертываемой вексельной программы газового монополиста, то рынок может получить достаточно крупные выпуски корпоративных бумаг с кредитным рейтингом на уровне суверенного (S&P оценивает Газпром на уровне «B+»). Однако, по-прежнему, долгосрочное заимствование вряд ли будет выгодно и Газпрому, и российским компаниям в ближайшие 2-3 года.

В целом, рынок корпоративных облигаций мал и «короток» для того, чтобы на основе его инструментов можно было создать стрипы. Залогом из-

менения сложившейся ситуации могут быть лишь значительные улучшения в экономике страны, которые создадут условия для развития рынка ценных бумаг – в частности для увеличения понятия срока долгосрочных бумаг до международного уровня в понимании субъектов внутреннего рынка. До тех пор стриппы на основе корпоративных облигаций не смогут быть полноценным массовым инвестиционным инструментом с множеством инвестиционных сроков.

Остановимся далее на государственных долговых обязательствах. Реальная доходность *внутренних государственных займов* минимальна – при инфляции в 14% доходность этих бумаг составляет 13,5-20%⁴⁵. Это в первую очередь не позволит инвестиционному банку заработать на стриппировании ГКО-ОФЗ. Мало того, не стоит ожидать, что в ближайшее время реальная доходность этих инструментов вырастет. Закон о государственном бюджете на 2002 год предоставляет правительству не для финансирования, а в целях «решения задач макроэкономического регулирования» возможность занять в течение года 151,5 млрд руб., хотя в этот период на погашение займов уйдет всего 118,3 млрд руб. Таким образом, к концу года нас ждет увеличение государственного внутреннего долга на 33,2 млрд руб.⁴⁶, большую часть которого по-прежнему выкупит Сбербанк. Правительство не склонно пытаться изменить сложившуюся ситуацию, поэтому данный рынок неперспективен для стриппирования.

По этим соображениям внутренний рынок госдолга может стать базой для создания стриппов лишь тогда, когда их реальная доходность возрастет. Правительство, вероятно, планирует выкупать и гасить внешние долги России за счет дешевых займов внутри страны. В этом случае правительству будет выгодно удерживать текущую ситуацию без изменений, по крайней мере, по 2003 год – пиковый в плане погашения внешних заимствований. Если это предположение верно, то раньше чем через 1,5-2 года ситуация с доходно-

⁴⁵ Прогнозы дня: должно ли государство занимать больше рублей? // Ведомости – 22 февраля 2002 г. - №30.

⁴⁶ Черепанов А. Госдолг: ложные цели // Ведомости – 13 марта 2002 г. - №41.

стью ГКО-ОФЗ не изменится, а стриппирование госбумаг внутренних займов не будет возможным.

Другой возможной базой для программы стрипов уже сейчас могут служить российские *суверенные еврооблигации*, которые представляют значительный интерес для инвесторов – особенно наиболее долгие выпуски. Вследствие планов международных рейтинговых агентств по повышению суверенного рейтинга России (S&P заявило о вероятном увеличении к концу года до ВВ или ВВ-⁴⁷), а также общей положительной ситуации многие внутренние инвесторы заинтересованы во вложениях в российские государственные еврооблигации – особенно «Россию-30». Международные инвестиционные банки стимулируют подобный инвестиционный интерес – например CSFB рекомендует клиентам сменить позиции в евробондах 2003 и 2005 годов на бумаги 2010 и 2018 годов погашения в виду улучшения рискованного профиля страны⁴⁸.

Также 20 мая 2002 года ММВБ открывает торги суверенными евробондами, что должно вызвать дополнительный интерес со стороны отечественных инвесторов. Этот рынок, по-видимому, будет доходнее банковских валютных вкладов – в конце марта 2002 года доходность к погашению евробондов 30 года составила 10-11% годовых против 8% по долларовым вкладам и 5% по вкладам в евро⁴⁹. Такое соотношение доходностей помимо корпоративных инвесторов привлечет часть средств населения, находящихся в настоящее время на долгосрочных валютных банковских вкладах. Потенциальные средства, которые могут прийти на этот рынок из банковской розницы составляют около 1,5 млн долл. на конец марта 2002 года по данным Банка России (см. размеры долгосрочных вкладов в валюте Приложение № 5). Кроме того, желание ММВБ найти замену акциям РАО ЕЭС будет подхлестывать интерес внутренних инвесторов к еврооблигациями.

⁴⁷ Бушуева Ю. Найден продавец акций «Газпрома» // Ведомости – 18 марта 2002 г. - №44.

⁴⁸ См. обзоры на сайте Credit Suisse First Boston (http://www.cspb.com/globalresearch/russia_bonds.pdf).

⁴⁹ По данным за февраль 2002 года, приведенных ЦМЭИ компании «ЮНИКОН/МС Консультационная Группа» (gazeta.ru от 25.03.2002)

В виду этих обстоятельств в качестве базового инструмента для стриппирования вполне подходят еврооблигации с погашением в 2030 году. Их преимущество заключается, во-первых, в долгосрочности и, во-вторых, в привлекательности для инвесторов, которая обусловлена хорошим соотношением риска и доходности. Эти два обстоятельства позволяют разработчику – инвестиционному банку – создать интересную для широкого круга инвесторов стрип-облигацию, а также заработать за счет создания уникального для России продукта. Кроме того, этот инструмент на данный момент имеет наибольший объем выпуска в обращении – более 18 млрд долл. США, что позволит функционировать параллельно рынкам стрипов и самих бумаг.

Впрочем, в отношении еврооблигаций нельзя забывать о риске рефинансирования, который полностью ляжет на инвестиционный банк, ведущий программу стриппирования. Риск этот связан в первую очередь практикой Минфина РФ в обстановке полной секретности выкупать досрочно российские внешние долги. При сохранении профицита бюджета в отношении евробондов 30 года следует ожидать более чем 50% досрочного выкупа - очевидно, что погасить 18 млрд долларов в 2030 году одновременно будет слишком тяжело. Несмотря на необходимость согласия со стороны инвестора на досрочный выкуп, программа стриппирования еврооблигаций потребует тесного сотрудничества инвестиционного банка с Минфином, согласие которого практически необходимо. С другой стороны, большой объем выпуска этого инструмента позволяет заключить, что в любом случае хотя бы 20-30% выпуска останется в обращении до 2030 года. Этого, скорее всего, будет достаточно для организации ликвидного рынка стрипов, о чем будет сказано далее.

Итак, наиболее приемлемым инструментом для создания на его базе российским инвестиционным банком стрипов являются суверенные еврооблигации РФ. Эти бумаги уже сейчас имеют необходимые инвестиционные качества – срок, доходность, уровень риска, объем выпуска, которые определяют отправные характеристики стрипов, сконструированных на их основе.

С точки зрения базового инструмента наличие у еврооблигаций этих качеств позволяет констатировать возможность осуществления программы стрипов уже сейчас.

2. Оценка общих финансовых затрат инвестиционного банка на формирование пула исходных инструментов

Итак, выбранный инструмент должен иметь достаточно емкий рынок. При этом он не должен быть короче, скажем, восьми лет при выплате купона 2 раза в год, потому что в противном случае результирующие инструменты потеряют ценность стандартизации. Оценим примерную стоимость пакета исходных бумаг, на основе которого может быть создан приемлемый рынок стрипов, чтобы оценить возможных «претендентов».

Самый «бюджетный» вариант программы стрипирования, дальнейшее сокращение сроков и объемов обращения которого сделает его нерентабельным, будет выглядеть следующим образом. Пусть необходимо создать серии стандартных zero-облигаций, которые имеют одинаковый номинал, но погашаются в разные сроки в соответствии с датами выплат купонов и погашения исходных бумаг. Положим также, что базовым активом будут некоторые восьмилетние облигации, купон по которым составляет 8% годовых и выплачивается 2 раза в год. Примем в качестве уровня минимальной ликвидности рынка конструируемых облигаций выпуск в размере 25 млн долларов США, соответственно сумма номинала составит 628 млн долл. В результате дисконтирования полученного аннуитета и суммы основного долга по купонной ставке номинальный объем исходных бумаг должен составлять также 628 млн долларов.

В этом примере каждый выпуск zero-бумаг имеет минимально достаточный для ликвидности объем, а также является долгосрочным для российского рынка. Стрипы из нашего примера реже погашаются и охватывают более короткий промежуток времени. В силу специфики российского рынка

ценных бумаг данные параметры программы стрипов можно принять за оптимальные.

Возьмем в качестве базового инструмента уже упомянутые еврооблигации «Россия-30». Проведя аналогичный расчет и учитывая, что купон составляет 5%, получим, что банк должен будет создать пул евробондов на 2 млрд долл. США. Эта сумма составляет около 60% сальдированных активов всего бизнеса такого универсального банка, как, скажем, АО «Альфа-Банк»⁵⁰, и ни один инвестиционный банк в одиночку, думаю, не возьмется за такую задачу. Однако, эта проблема может решена, и для этого есть несколько способов.

Во-первых, можно организовать систему выпуска стрипов в обмен на поставку базового инструмента. Такой вариант решит вопрос с необходимостью изначально создавать пул в полном объеме, но могут возникнуть дополнительные проблемы с техническим осуществлением процесса выпуска дополнительных стрипов и с обеспечением прав сторон. Кроме того, такая схема приведет к значительному удорожанию стрипов из-за необходимости поддерживать инфраструктуру, которая будет постоянно обеспечивать стриппирование (и, возможно, реконституцию) бумаг.

С другой стороны, если использовать амортизацию основного долга при создании стрипов, то есть распределить сумму погашения по датам купонных выплат, то инвестиционному банку дешевле обойдется формирование пула – около 1,5 млрд против 2 млрд долл. Строго говоря, полученный инструмент уже не будет попадать под определение стрипа, так как элементы основного долга будут обращаться с каждым купоном. Однако такой сценарий будет предполагать погашение части каждой zero-облигации за собственный счет – то есть покрытие купонами будет неполным. В этом случае риск таких бумаг повысится, но и доходность возрастет. Чтобы понять, выгодно ли будет это банку, необходимо будет проводить детальные расчеты.

⁵⁰ По состоянию на начало 2002 года сальдированные активы банка составили 103 566,9 млн руб. «Банки показали настоящее лицо» // Ведомости – 20.05.2002 – №86.

В любом случае возникает проблема досрочного выкупа – несмотря на то, что выкуп относится к инициативе инвестора, неизвестно как отнесется к обездвижению большей части эмиссии под стрипы эмитент, особенно, если эмитент – Минфин. То есть инвестиционному банку необходимо опасаться выкупать более 50% относительно небольшой серии (до 1,5 млрд долл. США), скажем еврооблигаций. Решение этой проблемы – формирование пула из нескольких выпусков однотипных долговых инструментов с относительно небольшими объемами в обращении. Этот подход также позволит диверсифицировать риски рефинансирования, лежащие на организатора программы стрипов.

В случае стриппирования нескольких выпусков российских еврооблигаций можно получить набор zero-облигаций, более привлекательных по своим инвестиционным качествам. В частности, более короткие стрипы будут иметь большую доходность, чем купоны исходных еврооблигаций тех же сроков, за счет усреднения купонов по всему ряду исходных бумаг. Одновременно по мере роста сроков доходность стрипов будет приближаться к доходности самых длинных бумаг пула. Это позволит увеличить инвестиционную привлекательность коротких евробумаг. При этом, естественно, инвесторы будут готовы заплатить за новые инструменты больше, потому что стрипы будут более ликвидны с точки зрения наличия множества сроков под различные инвестиционные горизонты при таком обеспечении, как еврооблигации РФ. К тому же использование разных выпусков еврооблигаций способно сократить риск досрочного отзыва при аналогичном объеме пула исходных бумаг. Таким образом, стриппирование нескольких выпусков суверенных евробумаг по трудоемкости будет незначительно отличаться от варианта с одним выпуском, но позволит достичь большего эффекта.

Итак, конкретные параметры базового инструмента с точки зрения наличия у инвестиционного банка средств предполагают: минимальный срок до погашения порядка 8 лет, наличие возможности приобрести пакет этого

инструмента на сумму от 600 млн долл., а также общая инвестиционная привлекательность инструмента (риск и доходность).

В-третьих, для выполнения программы стриппирования инвестиционный банк или их синдикат должен иметь достаточные средства, чтобы оплатить приобретение значительного пакета исходных инструментов для депонирования под выпускаемые стрипы. Точнее, инвестиционный банк должен располагать или привлечь в сумме от 600 млн до 2 млрд долл. США не считая еще 5-10% дополнительных расходов. Такие суммы, вероятно, могут быть по плечам синдикату крупных российских инвестиционных банков.

Однако сложностями по аккумулярованию нужной ликвидности процесс формирования пула бумаг не ограничивается. Дело в том, что приобретение такой массы еврооблигаций, основная доля которых находится у нерезидентов, будет требовать крайне осторожных действий, основная цель которых провести одновременную покупку у различных инвесторов с тем, чтобы не дать ценам подняться. Для этого, вероятно, потребуется привлечь помимо нескольких инвестиционных банков синдиката и ряд аффилированных компаний, чтобы дезориентировать рынок, хотя это и будет считаться нечестной практикой. В принципе при данных условиях этот вопрос может быть решен российскими инвестиционными банками.

В целом, даже при том условии, что стрипы имеют хорошие шансы быть высокорентабельным финансовым товаром, решение российских инвестиционных банков выступить с программой стриппирования представляется маловероятным в текущих условиях. Это вывод обусловлен в частности высокой ресурсоемкостью стриппинга.

3. Механизм функционирования программы стриппинга

Прямых законодательных ограничений в России в отношении стриппирования облигаций нет. Точнее говоря, стрипы никак не определены в российском законодательстве. Единственный масштабный прецедент (не считая золотых сертификатов Минфина РФ), напоминающий механизм стриппиро-

вания, имел место в декабре 1998 – марте 1999 года, когда Минфин РФ осуществил по согласованию с кредиторами новацию ГКО-ОФЗ, выпущенных до 17 августа 1998 года. Используемая тогда схема предполагала ликвидацию исходных бумаг взамен на новые и была технически отработана.

Механизм стриппинга может быть представлен двумя возможными вариантами. Во-первых, стриппирование может осуществляться на основе каких-либо законодательно определенных схем, которые гарантируют дополнительную надежность для инвестора, а значит, увеличивают рентабельность программы в целом. Другой вариант строится на индивидуально-договорной основе между эмитентом, инвесторами и прочими субъектами, вовлеченными в стриппинг.

Рассмотрим сначала стриппинг с точки зрения более цивилизованного подхода, базирующегося на известных в данной нормативно-правовой среде механизмах.

Технически один из вариантов стриппирования облигаций, осуществленный компанией Merrill Lynch в начале 1980-х с образованием «тигров», представлял следующую схему. Сначала компания приобрела обычные ценные бумаги Казначейства и удалила купоны. В результате образовались отдельные пулы бумаг с разными сроками погашения, каждый из которых был передан в соответствующий безотзывной траст полного представительства банку-попечителю (trustee - управляющему). Этот банк в свою очередь выпустил паи (receipts)⁵¹ по каждому из трастов, которые затем были распространены среди клиентов Merrill Lynch. Согласно правовым терминам законодательства США Merrill Lynch выступает в качестве депозитного брокера (deposit broker) или дилера по ценным бумагам (security dealer), который является инициатором траста у попечителя или в депозитной организации, входящей в федеральную программу страхования вкладов, и распространяет обращающиеся сертификаты участия⁵².

⁵¹ Переводы данного термина могут звучать также как «расписки», «сертификаты участия».

⁵² См. <http://www.fdic.gov/regulations/resources/call/crinst/601gloss.pdf>

Данный механизм гарантирует права инвестора на возврат вложенных денежных средств. В случае банкротства банка-попечителя имущество – казначейские бумаги, составляющие трасты, находятся вне конкурсной массы, то есть средства от реализации гособлигаций поступают исключительно держателям паев пропорционально стоимости находящихся в их собственности паев. Несомненно, присутствует связанный с возможным банкротством попечителя кредитный риск, который может вызвать задержку выплат и некоторые судебные издержки.

Паи в такой конструкции, несмотря на то, что они не являются эмиссионными ценными бумагами и не имеют номинала, являются близкой эмитацией zero-облигаций, так как и те и другие размещаются по текущей цене глубокого дисконта купона или основного долга исходной облигации, а по мере приближения срока погашения исходных бумаг растет цена пая, приближаясь к цене погашения zero-бумаг. Каждый из трастов создается на срок формирующих его купоном с тем, чтобы погасить все паи данного траста при погашении исходных облигаций. Таким образом, важным с точки зрения функционирования программы стрипов является обособление базового актива от прочего имущества эмитента, которое повышает надежность вложений инвестора. Наиболее очевидным и надежным инструментом обеспечения прав инвесторов стрипов для российской практики является институт доверительного управления.

Проблема перенесения американской схемы в российскую практику связана с отсутствием в России структур, аналогичных трастам. В частности, институт российского доверительного управления не предполагает права собственности доверительного управляющего на переданное ему учредителем управления имущество. Вместе с тем, приобретение эмитентом активов для покрытия до выпуска самих стрипов представляет собой один из принципиальных элементов программы стрипирования, который обеспечивает должный уровень надежности вложений инвестора за счет заранее известных параметров обеспечивающих денежных потоков.

Доверительное управление по российскому законодательству, кроме случаев с инвестиционными фондами и общими фондами банковского управления, не предполагает коллективно-долевого принципа передачи имущества в доверительное управление. В отношении ОФБУ стриппинг вообще не возможен, потому что сертификат долевого участия, свидетельствующий о факте передачи имущества в доверительное управление и размер доли учредителя в составе ОФБУ не является имуществом и не может быть предметом договоров купли–продажи⁵³. Из инвестиционных фондов акционерные фонды также абсолютно не соответствуют задачам стриппинга, так как выпускаемые ими акции не позволяют конструировать какие-либо фиксированные денежные потоки. Напротив, паевые инвестиционные фонды, а точнее закрытые ПИФы, больше подходят для этой задачи.

Однако, сразу заметим, что закрытые ПИФы выбраны по той причине, что они являются наиболее близкой конструкцией к безотзывному трасту, который не обязывает эмитента выкупать паи до истечения установленного срока. При этом в свете принятия в конце 2001 года закона «Об инвестиционных фондах» возникает надежда на возникновение в скором времени биржевой торговли паями, что является необходимым условием функционирования рынка стрипов.

Если представить, что американский траст формируется денежными средствами, на которые уже впоследствии приобретаются активы, то вся конструкция преобразовывается в аналог выпуска паев российским инвестиционным фондом. Здесь существует две проблемы – во-первых, инвестор будет информирован всего лишь о направлении вложений средств, полученных при реализации пая, а значит, будет более скептически относиться к такой конструкции. Во-вторых, управляющий может встретиться с проблемами в случае изменения доходности базового инструмента за время, прошедшее с начала размещения паев до приобретения намеченной массы исходных облигаций.

⁵³ Ст. 2.7., Приказ ЦБ РФ от 2.07.1997 № 63 «О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями».

Решить обе проблемы невозможно даже за счет предварительного приобретения через аффилированные с инвестиционным банком (управляющим данным фондом) лица необходимого пула бумаг до размещения облигаций, который после размещения паев будет выкуплен этим фондом. Если проблема управляющего, связанная с изменением доходности, будет при этом относительно локализована, то доверие инвестора повысить таким образом не удастся, даже если банк будет декларировать наличие у него форвардного контракта на приобретение пула бумаг в пользу будущего ПИФа. Осторожный инвестор, естественно, усомнится в гарантиях по исполнению такого контракта.

Вообще говоря, решающий аргумент, который перечеркивает возможность создания стрипов через паевые фонды, связан с тем, что управляющий не имеет права высказываться относительно будущей стоимости пая инвестиционного фонда⁵⁴. Таким образом, все, чего можно добиться – это «скрытое» стриппирование, ценность которого сомнительна. Получается, что из инструмента с фиксированной доходности в силу законодательных ограничений невозможно создать инструмент официально декларируемой фиксированной доходностью.

Исходя из вышесказанного можно констатировать, что в российских условиях не существует более-менее готового механизма, который позволил бы обеспечить права инвесторов по их вложениям в стрипы. Конечно, это не значит, что такой механизм нельзя создать, но он будет носить частный характер и нести в себе значительный уровень рисков. Исходный инструмент будет иметь повышенную реальную привлекательность в силу пониженных рисков и устойчивой положительной доходности по сравнению с объявленной инвестиционной привлекательностью.

Второй вариант, как упоминалось выше, связан с частными схемами на основе индивидуальных договоров. Естественно, что такие механизмы отличаются высокими рисками для обеих сторон, а также потенциально низкой

эффективностью, что уже изначально вызывает обоснованные сомнения в его успехе.

Однако, данный вариант дает возможность создать настоящую zero-облигацию. То есть стрип будет представлять не пай, а дисконтную облигацию с обеспечением в виде выплат купонов и основной суммы по государственным бумагам эмитенту стрипов. При этом понятие стрипа будет укладываться в трактовку облигации в соответствии с законом «О рынке ценных бумаг». Слабым местом такой конструкции является связь потоков, генерируемых активами, и выплатами по стрипам их держателям, основанную на частных обязательствах эмитента. Исходный инструмент будет иметь меньшую реальную привлекательность в силу повышенных рисков и по сравнению с инвестиционной привлекательностью западных аналогов, сконструированных на основе законодательно определенных механизмов.

* * *

Вывод:

Обобщая вышесказанное, отметим, что сложившиеся к II кварталу 2002 года инновационная ситуация позволяют российскому инвестиционному банку или их синдикату осуществить программу стриппирования - очевидно, что эти бумаги будут пользоваться спросом. Основные проблемы концентрируются в области ресурсной среды. В первую очередь отсутствуют необходимые нормативно-правовые механизмы, которые могут стать основой для выпуска и обращения стрипов. Во-вторых, финансовые мощности инвестиционных банков ставят стриппирование практически на грань невозможного.

Негативный фактор создания такого по сути долгосрочного финансового продукта еще связан со значительными рисками, обусловленными общей волатильностью российского рынка ценных бумаг, а также возможными изменениями макроэкономических условий, которые способны обрушить все надежды на экономический рост. С другой стороны, явные общеэкономиче-

⁵⁴ «Статья 51. Требования к содержанию распространяемой или публикуемой информации» ФЗ от

ские выгоды создания и обращения стрипов побуждают в той мере, насколько это возможно, «поборотся» за их внедрение. Вероятно, в сложившихся условиях для этого понадобится поддержка государства, располагающего свободными ресурсами вследствие устойчивого профицита бюджета.

Мнения специалистов рынка ценных бумаг в основном сводятся к идее стриппирования госбумаг, которое должно осуществить государство, а не частная компания. Такая точка зрения отличается большей жизнеспособностью, потому что государству в лице Минфина РФ объективно проще выступить с подобной программой, чем инвестиционному банку.

Если говорить о закономерном развитии событий без форсирования и участия государства, то в настоящее время стриппирование невозможно, а инвестиционные банки придут к созданию стрипов еще не скоро. Достаточное количество препятствий, в принципе преодолимых поодиночке, в совокупности делают стрипы в российских условиях «инструментом будущего». Реализация стрипинга может произойти по мере развития объемов отечественного рынка ценных бумаг, сокращения рисков и в результате разработки необходимых нормативно-правовых механизмов.

§2.2 Ипотечные облигации

В России развитие механизма рефинансирования ипотечных программ будет представлять собой значительный шаг вперед не только для развития жилищного строительства и роста качества жизни населения, но и для развития рынка ценных бумаг. Создание качественно новых финансовых инструментов, очевидно, будет положительно оценено институтами коллективного инвестирования, потому что ипотечные облигации представляют собой инструменты, которые будут иметь надежное обеспечение и, будем надеяться, высокую ликвидность в российских условиях. Также немаловажно то, что будет создан механизм привлечения новых инвестиционных ресурсов в финансирование ипотечных программ и, таким образом, можно будет замкнуть разорванный ранее круг, т.е. будет реализован механизм притока новых средств для финансирования.

Состояние ипотечного кредитования в России

Коротко обрисовываем ситуацию в сфере текущих достижений ипотечного кредитования в РФ, а также состояние законодательной базы выпуска ипотечных облигаций.

АО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» (АИЖК), образованное по инициативе Правительства РФ в 1996 году не без содействия со стороны США (консультационного и финансового), в настоящее время координирует работу ряда региональных агентств, выкупающих у банков и других организаций закладные на приобретение в кредит квартиры. Координирует развитие ипотеки Госстрой, а зарубежное финансирование осуществляется через компанию «Дельта-Капитал менеджмент» - подразделение Американско-Российского Инвестиционного Фонда, целью инвестиций которого является развитие свободной конкуренции в РФ при помощи ипотечного и потребительского кредитования. АИЖК, как предполагается, должно составить основу системы гарантирования ипотечного кредитования, а также выступать в качестве эмитента ипотечных ценных бумаг наподобие Фанни

Мэй. В настоящее время выкуп Агентством основной массы ипотек у банков осуществляется за счет десятилетней кредитной линии, предоставленной компанией Дельта-Капитал.

Наибольших результатов Дельта-Капитал достигла в Санкт-Петербурге, где с октября 1999 года активно проводится программа ипотечного жилищного кредитования, а также были сформированы необходимые законодательные условия. Компания работает с рядом коммерческих банков и уже около 2 лет ведет осторожное формирование пула ипотек, которые могут в дальнейшем стать обеспечением для выпуска облигаций.

Правительством Москвы было создано региональное подобие АИЖК, преследующее цели развития ипотечного кредитования в московском регионе – ОАО «Московское ипотечное агентство» (МИА). Эта структура финансируется в основном за счет средств бюджета Москвы и пока осуществляет субсидирование ипотечных кредитов и их объединение в пулы.

Основу законодательной базы российского ипотечного кредитования составляет закон «Об ипотеке». Однако его рассмотрение не представляет особого интереса в рамках данной работы, потому что нас интересуют перспективы инвестиционных банков в плане создания ценных бумаг, обеспеченных ипотекой. Сама ипотека важна лишь как ресурс для создания других финансовых продуктов.

С этой точки зрения важнее изучить основные характеристики проекта закона «Об ипотечных эмиссионных бумагах» (Прил. № 6), который в апреле 2002 года прошел первое слушание в Государственной Думе РФ. Проект устанавливает виды ипотечных ценных бумаг, права их держателей, порядок и процедуру эмиссии, а также способ обеспечения обязательств по ним и порядок раскрытия информации эмитентами.

Ипотечные бумаги подразделяются на два вида: закладные листы и ипотечные сертификаты участия.

Закладными листами признаются обеспеченные покрытием эмиссионные ценные бумаги, удостоверяющие право их владельцев на получение от

эмитента в предусмотренные им сроки, номинальной стоимости и процентов по этим бумагам, а также, в случае неисполнения эмитентом принятых на себя обязательств, обращение взыскания на стоимость имущества, входящего в состав покрытия ипотечных ценных бумаг. Причем владелец закладного листа обладает преимущественным правом требования перед другими кредиторами эмитента.

Выплата номинальной стоимости по закладным листам может производиться в конце срока их обращения либо по частям в соответствии с планом погашения, установленным эмитентом в решении о выпуске и в проспекте эмиссии ипотечных ценных бумаг. Выплаты в течение срока до погашения закладного листа подразумевают амортизацию основного долга. Таким образом, законопроект позволяет эмитентам, учитывая интересы различных потенциальных инвесторов, выпускать обеспеченные ипотечным покрытием эмиссионные ценные бумаги - закладные листы с различными схемами выплат по ним.

Ипотечными сертификатами участия признаются эмиссионные ценные бумаги, владельцы которых одновременно выступают участниками общей собственности на имущество, составляющее покрытие выпуска ипотечных сертификатов участия, а также учредителями и выгодоприобретателями по договору доверительного управления имуществом, составляющим покрытие, которое осуществляет эмитент ипотечных сертификатов участия.

Ипотечные сертификаты участия обладают отдельными чертами американских бумаг с аналогичным названием. В частности, путем выпуска ипотечных сертификатов участия эмитент получает возможность передать право собственности на ипотечные активы непосредственно владельцам ценных бумаг, что делает выпуск ипотечных сертификатов участия особенно привлекательным для инвестиционных банков - кредитных организаций, в отношении которых действуют жесткие экономические нормативы.

Законопроект обязывает эмитента до начала выпуска любого из видов ипотечных ценных бумаг сформировать ипотечное покрытие, которое с од-

ной стороны является источником получения инвесторами причитающихся им денежных платежей по ипотечным ценным бумагам, а с другой стороны, одновременно, является обеспечением исполнения обязательств эмитента перед ними.

Гарантированное покрытие включает закладные, денежные требования по бумагам и финансовые средства. Владелец закладных листов в отношении покрытия наделяется правами, схожими с правом залога, а сами закладные удостоверяют отношения сторон по договору займа. В случае с сертификатами участия право на пропорциональную долю денежных потоков, поступающих от покрытия в пуле, переходит к инвестору, а эмитент осуществляет доверительное управление имуществом, составляющим покрытие выпуска ипотечных сертификатов участия, в интересах владельцев ипотечных сертификатов в течение всего срока их обращения.

Законопроект подробно описывает права держателей ипотечных бумаг по истребованию исполнения эмитентом его обязательств, получению доходов от покрытия, а также обращению взыскания на предметы покрытия. Проект также определяет статус имущества покрытия как «вне конкурсной массы» в случае банкротства эмитента.

В целом проект закона формирует устойчивую базу для формирования такого механизма выпуска ипотечных ценных бумаг, который в достаточной степени определяет права и обязанности сторон данного процесса, чтобы сделать ипотечные ценные бумаги реальностью.

Эмитентами ипотечных ценных бумаг по законопроекту могут выступать специализированные организации и частные компании. К первым относятся АИЖК и его региональные подразделения, а также локальные организации подобные МИА. Законодательный допуск к выпуску ипотечных ценных бумаг для частных компаний уже закладывает определенные перспективы для инновационной деятельности инвестиционных банков на формирующемся рынке. В этой сфере роль инвестиционного банка может сводиться к созданию двух продуктов – определенных в законе сертификатов участия на

основе выкупа пула ипотек и аналогов американских СМО, о достоинствах которых было упомянуто во второй главе.

Ресурсная среда внедрения ипотечных ценных бумаг

Рассмотрим принципиальные факторы среды в отношении возможностей инвестиционных банков по выпуску облигаций, обеспеченных ипотекой и сравним их с текущими условиями осуществления программ стриппирования.

Во-первых, в отличие от стриппирования с его законодательным вакуумом – в сфере ипотечных ценных бумаг существует сравнительно разработанная юридическая база, которая значительно сокращает законодательные риски, а также общую неопределенность. Темпы разработки и принятия особенно важного для инвестиционного бизнеса с точки зрения разработки новых продуктов закона «Об ипотечных эмиссионных бумагах» позволяют надеяться на то, что он будет обнародован к концу 2002 года, а вероятно, и раньше.

Во-вторых, развитием данного сегмента с 2000 года активно занимается Правительство РФ, о чем свидетельствует рост количества выданных ипотечных кредитов, достигший в 2002 году уже 40 000 договоров⁵⁵. Хотя уставный капитал АИЖК не достиг по состоянию на 1 апреля 2002 года предусмотренных постановлением Правительства РФ 450 млн руб., а насчитывал около 160 млн руб., это все же свидетельствует о позитивных тенденциях⁵⁶. Так, бюджет на 2002 год включает 2 млрд руб. государственных гарантий для АИЖК, а до 2010 года планируется, что АИЖК выдаст гарантий на 9 млрд руб., что позволяет сделать вывод о желании Правительства уже в ближайшие 2-3 года создать рынок ценных бумаг, обеспеченных пулами ипотек⁵⁷.

⁵⁵ Региональная ипотека// Ведомости: приложение Недвижимость – 20.05.2002 – №83.

⁵⁶ Там же.

⁵⁷ Там же.

Кроме того, АИЖК должна представить к июлю 2002 года стандарты инвестирования региональных ипотечных агентств, которые будут регламентировать условия выкупа и принятия на гарантии ипотечных кредитов.

При этом в отношении стрипов существовали лишь неясные планы Минфина и Банка России, не получившие реального развития. Это значит, что в плане поддержки со стороны государства ипотечные бумаги также имеют значительные преимущества.

В-третьих, кредитные риски по ипотечным кредитам потенциально ниже, чем по корпоративным облигациям, а ипотека как нельзя лучше подходит для создания новых финансовых продуктов, тем более если они будут гарантированы АИЖК⁵⁸. В виду упомянутых выше планов по гарантированию ипотечных заимствований ориентировочную долю частных эмитентов в сумме государственных гарантий можно оценить не более, чем в 20-30% или 100 млн долл., потому что выпуск ипотечных бумаг пока потенциально монополизирован государственными агентствами, а инвестиционные банки, пожалуй, еще и не задумываются о перспективах этого рынка.

Что касается ресурсной базы для внедрения ипотечных ценных бумаг, то она может быть оценена пока в небольшую сумму около 5 млн долл. (соответствует реальному размеру средств АИЖК), которая недостаточна для создания пулов однородных ипотек, на основе которых стант возможен выпуск бумаг для их рефинансирования. В ближайшем будущем следует ожидать довнесение этих средств до 14 млн долл.

Для формирования Агентством за счет государственного финансирования необходимого пула и для начала выпуска ипотечных облигаций необходимо порядка 30 млн. долларов. Данная оценка основывается на заявлениях представителей Дельта-Капитал менеджмент, которые говорили и наличии достаточного пула ипотек в отношении программ жилищного кредитования в С.-Петербурге. Размер их финансирования составлял 30 млн долл., а реальное отсутствие выпусков ипотечных бумаг связывалось с отсутствием

рядов финансовой информации и высокими рисками, обусловленными новизной проекта. Если учитывать то, что АИЖК действует не в одном регионе, а по всей стране, то сумму в 30 млн долл. следует увеличить по крайней мере в 3 раза – до 90 млн долл. Таким образом, если рассчитывать на равномерное поступление в пользу АИЖК к 2010 году упомянутых выше 9 млрд руб., то необходимая сумма будет набрана к 2005 году. А учитывая технические аспекты организации выпуска, АИЖК сможет выпустить готовые инструменты к 2006 году.

Если говорить о самостоятельном формировании пула ипотек инвестиционным банком, то 30 млн долл. не представляет такой проблемы, как сумма, в 20 раз большая в случае со стрипами. Однако, здесь возникает противоположная проблема: если при стриппинге дефицит «сырья» отсутствует, а средства для его приобретения ограничены, то для выпуска ипотечных бумаг ограничены доступное «сырье». То есть банк встретит реальные затруднения при подборе портфеля ипотечных кредитов. Решение этой проблемы состоит в сотрудничестве с АИЖК, выкуп ипотек которым может частично финансироваться инвестиционным банком. Впоследствии банк сможет участвовать в доходах от размещения и обслуживания обращения ипотечных ценных бумаг.

Инновационная ситуация внедрения ипотечных ценных бумаг

Инновационная ситуация, характеризующая потенциал спроса и предложение в отношении ипотечных бумаг, складывается достаточно благоприятно. Во-первых, деятельность Правительства РФ стимулирует развитие ипотечного кредитования, чем косвенно способствует потенциальной популяризации ценных бумаг, созданных на его основе. Наличие бюджетных ассигнований на развитие ипотечного кредитования вселяет надежду на хорошие перспективы ипотеки. В дополнение к этому вполне очевидно, что государство будет целеустремленно организовывать рынок рефинансирования ипо-

⁵⁸ Возможность гарантирования инвесторам выплат по ипотечным бумагам частных эмитентов не определе-

течного кредитования. То есть Госстрой и АИЖК будут ускорять процессы создания рынка ипотечных облигаций, потому что государство должно вернуть свои средства.

Во-вторых, ипотечные облигации представляют собой весьма надежный инструмент, который в совокупности с государственными гарантиями будет весьма привлекателен для инвесторов, а также даст повышенную рентабельность как продукт инвестиционного банка.

Таким образом, оба аспекта позволяют оценить потенциальный спрос на ипотечные ценные бумаги достаточно высоко. Кроме того, спрос должен быстро догнать уровень потенциального предложения, потому что на момент выпуска АИЖК ипотечных облигаций структура пулов ипотечного покрытия достигнет оптимальной структуры, делающей вложения в эти инструменты весьма привлекательными.

Механизм функционирования ипотечных ценных бумаг

В наиболее общем виде рынок ипотечных облигаций выглядит следующим образом. Кредитно-финансовое учреждение, которое выдает кредит заемщику, затем продает право требования по кредиту ипотечному агентству – например, Агентству по ипотечному жилищному кредитованию. Данное ипотечное агентство в свою очередь, выпустив ипотечные облигации, привлекает средства населения, предприятий и организаций. Схема может функционировать и без участия Агентства, когда кредитно-финансовое учреждение самостоятельно выпускает ипотечные облигации.

Обсуждаемый в думе законопроект позволяет создать эффективный и вполне надежный механизм обеспечения прав и обязанностей сторон при выпуске, обращении и погашении ипотечных ценных бумаг. После утверждения в первом чтении теоретическая база законопроекта вполне приемлема для выпуска ипотечных облигаций – только практика покажет его реальную эффективность.

Таким образом, в отношении деятельности инвестиционного банка на данном рынке существует две принципиальные перспективы. Во-первых, после окончательного принятия закона «Об ипотечных эмиссионных бумагах» станет возможным запустить программу формирования пула ипотек, посредством их приобретения у коммерческих банков либо за счет аффилированного ипотечного бизнеса. Затем инвестиционный банк сможет выпустить сертификаты участия, либо – более ликвидный инструмент – СМО. Однако, в ближайшее время это вряд ли возможно, потому что, как упоминалось, само по себе ипотечное кредитование не является самостоятельно развивающимся видом деятельности, а находится под «стимулирующим воздействием» АИЖК и прочих специализированных организаций - то есть инвестиционному банку будет сложно самостоятельно сформировать подходящий пул ипотек. Кроме того, риски такой деятельности хотя и ниже, чем в отношении стриппирования, но все же значительны.

В этом направлении наиболее очевидным является сотрудничество инвестиционного банка с АИЖК, заключающееся в гарантировании эмиссии банка наподобие механизма Джинни Мэй. Такой путь наиболее перспективен и может стать возможным в случае подбора Агентством пула ипотек для инвестиционного банка.

Во-вторых, существует возможность выпуска СМО, которые будут иметь большой спрос на отечественном рынке хотя бы потому, что они в отличие от ипотечных сертификатов включают создание коротких бумаг, которые к тому же несут в себе значительно меньший реинвестиционный риск. Негативным свойством СМО для российского инвестиционного банка по сравнению с сертификатами участия является ресурсные ограничения – необходимость инвестировать более крупные суммы, которые аналогичны размерам инвестиций в стрипы⁵⁹. Этот вариант, вероятно, станет привлекателен

⁵⁹ Создание из одного инструмента ряда инструментов с различными сроками до погашения (посредничество на сроках погашения) предполагает многократное увеличение исходного пула по сравнению сертификатами участия.

через 4-5 лет, когда начнется формирование рынка ипотечных бумаг АИЖК, на основе пула которых можно будет выпускать СМО.

* * *

Вывод:

Обобщая вышесказанное, отметим, что общие предпосылки ресурсной базы и инновационной ситуации составляют необходимые условия для выхода российского инвестиционного банка на рынок с инновационным продуктом – ипотечными облигациями – уже в следующем году. Однако высокие риски и потенциальные расходы на создание нового рынка, очевидно, не позволят инвестиционным банкам выйти на рынок ипотечных бумаг при данных тенденциях ранее 2006 года. При этом наиболее вероятны эмиссии ипотечных сертификатов под гарантиями АИЖК.

Если говорить о самостоятельном выходе инвестиционного банка на этот рынок, то как и в отношении стрипов этого не следует ожидать даже в восьми-, десятилетней перспективе.

§2.3 Гибридные ценные бумаги на основе облигаций

Гибридные ценные бумаги являются единственным классом инновационных ценных бумаг, рассматриваемых в данной работе, который имеет определенную историю в России. По этой причине анализ перспектив его внедрения российскими инвестиционными банками сводится к изучению темпов развития в ближайшей перспективе, а не сроков появления.

Дадим краткую характеристику существующих инструментов этого класса. В настоящее время преобладающая масса рублевых корпоративных облигаций - особенно со сроком обращения более 1 года индексируются по обменному курсу доллара к рублю. Эта практика появилась в 1999 году с началом выхода корпоративных эмитентов на рынок рублевых облигаций. Тогда в условиях высоких темпов девальвации это было единственной возможностью разместить облигации, так как инвесторы предпочитали держать низкодоходные валютные активы, чем подвергаться риску девальвации. Таким образом, согласно определению гибридных бумаг, сформулированному Маршаллом и приведенному во второй главе, данные бумаги являются валютными гибридами на основе долговых обязательств и весьма популярны в России. В российской практике все гибридные бумаги на основе облигаций носят название «индексируемых облигаций».

Однако помимо валютной индексации постепенно возникает потребность в механизмах индексации на основе товарных и фондовых рынков, которые сделают облигации привлекательными для новых категорий инвесторов и эмитентов. Попробуем далее оценить перспективы инновационной деятельности инвестиционного банка в отношении товарных и фондовых подгрупп гибридных ценных бумаг.

Ресурсная среда функционирования гибридных ценных бумаг

Экономическая и законодательная среда определенно благоприятствует развитию данных инструментов. Рынок корпоративных облигаций продолжает начатое в 2001 году значительное расширение за счет структуры об-

лигационных заимствований, эмитентов и инвесторов. Положительные макроэкономические тенденции позволяют прогнозировать дальнейшее расширение, в том числе за счет необходимых рынку новых финансовых инструментов. Законодательная база в меньшей степени необходима гибридным бумагам, которые юридически являются облигациями и не требуют специальных нормативных актов.

Ресурсная база в отношении индексируемых бумаг принципиально отличается от ресурсной базы стрипов и ипотечных бумаг, так как выпуск последних требует исходного материала (исходного финансового инструмента), а также значительных затрат со стороны инвестиционного банка. В случае с гибридными бумагами не требуется физической трансформации денежных потоков – достаточно лишь наличие на рынке ценовых ориентиров – финансовых инструментов или товаров, которые генерируют доходы.

По сути, специфика гибридных инструментов не требует создания особого механизма их функционирования, потому что он уже отработан на основе рынка облигаций. Тщательной разработке, пожалуй, подлежит лишь механизм индексирования размеров купонных платежей и суммы основного долга.

Инновационная ситуация функционирования гибридных ценных бумаг

Инновационная ситуация в отличие от стриппирования и ипотечных облигаций имеет определяющее воздействие на перспективы развития гибридных ценных бумаг. В частности особенно важным представляется анализ спроса на создание таких продуктов со стороны эмитентов и инвесторов. Предложению отводится второстепенная роль в силу того, что технология выпуска гибридных облигаций является фактически отработанной на основе валютных гибридов. Кроме того, инвестиционный банк в роли разработчика финансовой инновации – гибридной бумаги – выступает субъектом предложения, а эмитент является покупателем, то есть субъектом спроса.

Основным достоинством облигаций с плавающей ставкой является потенциальное удешевление стоимости заимствования. Главным фактором в выборе облигаций с фиксированной или плавающей ставкой являются прогнозы эмитента: если он ожидает снижения доходности, то выгодно прибегать к облигациям с плавающей ставкой, если же ожидает рост доходности - размещать облигации с фиксированной ставкой. То есть фактически эмитент определяет профиль бумаги, инвестиционный банк выполняет тщательный анализ и определение конкретных параметров выпуска. Однако не стоит преуменьшать его роль в этом процессе, потому что как ответственный посредник инвестиционный банк должен предлагать наилучшую структуру для выпускаемой облигации. Таким образом, он может продемонстрировать эмитенту убедительные преимущества гибридных инструментов в конкретной ситуации и эмитент согласится с ним.

Итак, общая установка в отношении данной группы инновационных инструментов следующая: спрос на фондовые и товарные гибриды должен планомерно расти. Это обусловлено несколькими факторами. Во-первых, упомянутое ранее динамичное развитие рынка облигаций объективно вызывает потребность в новых инструментах. По мере диверсификации структуры заемщиков и инвесторов происходит осознание необходимости более гибких инструментов, способных удовлетворить более частные потребности. Во-вторых, несмотря на рост вторичный рынок облигаций все-таки достаточно мал, что порождает различные курьезы, когда более ликвидные выпуски облигаций обладают меньшей доходностью к погашению при меньшем сроке до погашения, чем менее ликвидные, при сравнимом уровне риска. Это обстоятельство не приближает рынок ценных бумаг к эффективному рынку, а привязка доходности одних инструментов к другим способна поднять ликвидность обеих бумаг. В-третьих, связь плавающей ставки, скажем, с доходностью еврооблигаций способна снизить валютные риски в долгосрочной перспективе, а также положительно сказаться на кредитной истории эмитента. В-четвертых, выпуск российскими нефтяными компаниями облигаций с

привязкой к ценам на нефть дает необходимое хеджирование рыночных рисков эмитента, а также способно частично привлечь средства экспортеров, которые в настоящее время идут на хеджирование на западных срочных рынках.

На основе описанных факторов можно заключить, что появление гибридных фондовых и товарных инструментов было возможно практически с начала 2001 года, о чем свидетельствует попытка Газпрома, предпринятая в середине года, выпустить облигации, доходность которых привязана к ценам на газ.

Заметим также, что товарные гибриды появятся быстрее в условиях накопления экспортной выручки, увеличит спрос со стороны отечественных экспортеров, желающих хеджировать товарные риски.

* * *

Вывод:

Итак, простейшие гибридные ценные бумаги являются наиболее очевидной инновацией, с которой придется столкнуться инвестиционным банкам в ближайшее время. Стоимость создания этих бумаг относительно низкая, а полезность от их использования значительна. Отсутствие гибридных товарных инструментов может быть связано с неудачей Газпрома, которая на самом деле была связана с ухудшением финансового состояния газового монополиста. Кроме того, как только появятся положительные примеры рынок обязательно «подхватит» их.

Также в виду указанных факторов темпы развития товарных и фондовых гибридных бумаг будут сдерживаться конкуренцией со стороны индексированных к валюте облигаций, которые занимают фактически ту же нишу, но успели в ней закрепиться.

Заключение

В результате проведенной работы можно сделать некоторые выводы, касающиеся инноваций в деятельности российских инвестиционных банков.

Во-первых, общий инновационный потенциал российского рынка ценных бумаг по-прежнему значителен, несмотря на сокращение количества инновационных разработок в мире, отмечавшегося с начала 90-х годов. Наш потенциал связан с богатым западным опытом, который при разумном заимствовании может оказать неоценимое значение для качественного и количественного развития отечественного рынка ценных бумаг.

Во-вторых, анализ избранных финансовых инноваций показал, что такие глобальные разработки, как рынок стрипов и ипотечных облигаций, являются пока недостижимой целью для российских инвестиционных банков по причинам отсутствия необходимых ресурсов (денежных средств у банка в случае со стрипами и достаточного пула базовых активов для ипотечных облигаций), а также по причинам недостаточного развития российского рынка ценных бумаг. Однако, параллельно становится очевидно, что залогом ускоренного внедрения данных глобальных как по рыночным масштабам, так и по воздействию на экономику страны инноваций является сотрудничество инвестиционных банков с государством, которое имеет для того необходимые средства и силы.

В-третьих, в качестве альтернативы первым двум глобальным инновационным проектам рассматривается группа гибридных инструментов. Эти ценные бумаги составляют инновационные продукты меньшего ранга, требующие поэтому меньших затрат от инвестиционных банков. Однако, их упоминание неслучайно – дело в том, что гибридные облигации относятся к тем инновациям, которые в силу меньших масштабов способны разорвать замкнутый круг низких темпов экономического развития, делающих крупные инновации заложниками узкого, волатильного и сверхрискового рынка. То есть за повышение эффективности общественного производства необходимо располагать пропорциональными этому эффекту ресурсами. В случае отсут-

ствия таких ресурсов необходимо прибегать к менее глобальным инновациям, осуществление которых возможно в свете располагаемых ресурсов. И чтобы Россия не превратилась в сырьевой и финансовый придаток развитых стран, который лишь поставляет сырье и капиталы процветающему западу, надо постоянно двигаться вперед, пусть даже маленькими шагами – за счет «мини-инноваций».

Таким образом, совершенствование рыночных механизмов и постоянный поиск инновационных решений инвестиционными банками как частными центрами развития рынка ценных бумаг позволит решить проблему неразвитости отечественно рынка, а также скажется на развитии экономики страны в целом.

Приложение №1. Определения основных видов рисков, перераспределяемых с помощью финансовых инноваций.

Процентный риск – риск изменения стоимости ценной бумаги вследствие колебаний процентных ставок на рынке или доходности самого инструмента.

Кредитный риск – риск невыполнения эмитентом обязательств по погашению суммы основного долга и процентов в полном объеме.

Валютный риск – риск неблагоприятного изменения валютных курсов.

Риск реинвестирования – риск инвестирования купонных платежей по ставкам, отличным от преобладавших на момент приобретения данного долгового обязательства, является производным от процентного риска.

Риск отзыва – риск, связанный с необходимостью ранее, чем предполагалось инвестировать досрочно полученные средства по преобладающей на рынке процентной ставке.

Риск покупательной силы – риск того, что конечные поступления будут иметь покупательную силу, отличную от планируемой вследствие изменения темпов инфляции.

Риск перефинансирования – риск сокращения объемов активов, финансируемых за счет данного заимствования, и как следствие появление избытка привлеченных средств.

Приложение №2. Список финансовых инноваций Дж. Финнерти

Финансовые инструменты потребительского типа (consumer-type financial Instruments)

Брокерские счета управления наличностью (broker cash management accounts)
Фонды муниципальных облигаций (municipal bond funds)
Сберегательный сертификат для всех (all-saver certificates)
Счет «доступа» к собственному капиталу (equity access account)
Дебетовая карточка (debit card)
Фьючерс на «обучение» (tuition futures)
Ипотека с переменной или корректирующейся ставкой (variable or adjustable rate mortgages)
Взаимные фонды денежного рынка (money market mutual funds)
Счета денежного рынка (money market accounts)
«Нау»-счета (NOW accounts)
Депозитные сертификаты «бык»/«медведь» (Bull/Bear CD)
Индивидуальные пенсионные счета/счета Keog (IRA/Keogh accounts)
Страхование жизни (универсальное или с плавающей ставкой) (universal or variable life insurance)
Конвертируемые закладные или ссуда с опционом сокращения (convertible mortgages or reduction option loans)

Ценные бумаги (securities)

Облигации с нулевым купоном/со значительным дисконтом (deep discount/zero coupon bonds)
Облигации с плавающей ставкой (floating rate notes)
Освобожденные от налога облигации с плавающей ставкой (floating rate tax-exempt notes)
Ценные бумаги с реальной доходностью (real yield securities)
Продлеваемые облигации с правом досрочного возврата (puttable-extendible notes)
Облигации с перенастраиваемой процентной ставкой (interest rate reset notes)
Продлеваемые облигации (extendible notes)
Облигации с правом досрочного возврата и корректирующимся предложением (puttable/adjustable tender bonds)
Еврооблигации и еврокоммерческие бумаги (Euronotes/Euro-commercial paper)
Среднесрочные облигации (medium term notes)
Облигации, обеспеченные ипотеками (mortgage-backed bonds)
Облигации, обеспеченные пулом ипотек (collateralized mortgage obligations)
Ценные бумаги, обеспеченные счетами к получению (receivable-backed securities)
Долговые ценные бумаги с повышаемым рейтингом (teller of credit/surety bond credit support)
Процентные свопы (interest rate swaps)
Процентные кэпы, флоры и коллары (interest rate caps/floors/collars)
Облигации, денонмированные в иностранной валюте (foreign-currency-denominated bonds)
Двухвалютная облигация (dual currency bonds)
Облигации, связанные с ценой товара (commodity-linked bonds)
«Золотые» ссуды (Gold loans)
Опционы, торгуемые на биржах (exchange-traded options)
Процентные фьючерсы (interest rate futures)
Опционы на фьючерсные контракты (options on futures contract)
Варранты на покупку облигаций (warrants to purchase bonds)
Конвертируемые привилегированные акции с корректирующейся ставкой (convertible adjustable preferred stock)
Перенастраиваемые на рынок привилегированные акции (remarketed preferred stock)
Одноточечные акции с корректирующейся ставкой (single point adjustable rate stock)
Кумулятивные привилегированные акции с переменной ставкой (variable cumulative preferred stock)
Конвертируемые долговые обязательства с корректирующейся ставкой (adjustable rate convertible debt)
Конвертируемые облигации с правом досрочного возврата (puttable convertible bonds)
Синтетические конвертируемые долговые обязательства (synthetic convertible debt)
Конвертируемые перенастраиваемые облигации (convertible reset debentures)
Головное ограниченное товарищество (master limited partnership)
Фонд Americus (Americus trust)
Обыкновенные акции с правом досрочного возврата (puttable common stock)
Разделенные долговые ценные бумаги (stripped debt securities)
Чувствительные к рейтингу облигации с плавающей ставкой (floating rate, rating sensitive notes)
Облигации с аукционной ставкой (auction rate notes/debentures)
Индексированные облигации с нулевым купоном (dollars BILS)
Облигации с растущей ставкой (increasing rate notes)
Бессрочные облигации (annuity notes)
Обновляемые облигации с переменным купоном (variable coupon/rate renewable notes)
Облигации с переменной дюрацией (variable duration notes)

Универсальные коммерческие бумаги (universal commercial paper)
 Обращающиеся депозитные сертификаты (negotiable CD)
 Переходные ипотечные сертификаты (mortgage pass-throughs)
 Разделенные ценные бумаги, обеспеченные ипотеками (stripped mortgage-backed securities)
 Облигации, обеспеченные недвижимостью (real estate-backed bonds)
 Облигации «быка» и облигации с максимальной ставкой (yield curve/maximum rate notes)
 Валютные свопы (currency swaps)
 Перенастраиваемые на рынок облигации (remarketed reset notes)
 Евровалютные облигации (Eurocurrency bonds)
 Индексированные облигации с опционом на валюту/ценные бумаги с доходностью, привязанной к валютному курсу (indexed currency option notes/principal exchange rate linked securities)
 Высокодоходные ("мусорные") облигации (high-yield (junk) bonds)
 Фьючерсы на иностранную валюту (foreign currency futures)
 Фьючерсы на фондовый индекс (stock index futures)
 Форвардное соглашение о процентной ставке (forward rate agreements)
 Привилегированные акции с корректирующейся ставкой (adjustable rate preferred stock)
 Привилегированные акции с аукционной ставкой (auction rate preferred stock)
 Индексированные привилегированные акции с плавающей ставкой (indexed floating rate preferred stock)
 Аукционные привилегированные акции с заявленной ставкой (stated rate auction preferred stock)
 Конвертируемые обменываемые привилегированные акции (convertible exchangeable preferred)
 Конвертируемые долговые обязательства с нулевым купоном (zero coupon convertible debt)
 Облигации с обязательной конверсией в акции (mandatory convertible/equity contract notes)
 Обмениваемые аукционные привилегированные акции (exchangeable auction preferred)
 Облигации участия (participating bonds)
 Дополнительные классы обыкновенных акций (additional class(es) of common stock)
 Парные обыкновенные акции (paired common stock)
Финансовые процессы (financial processes)
 «Регистрация на полке» (shelf registration)
 Дисконтное брокерство (discount brokerage)
 Терминал на месте продаж (point-of-sale terminals)
 Электронные платежи/автоматизированные клиринговые палаты (electronic funds transfer/automated clearing houses)
 Публичная продажа ценных бумаг (direct public sale of securities)
 Автоматические кассовые машины (automated teller machines)
 Электронная торговля ценными бумагами (electronic securities trading)
 Система "ЧИПС" (расчет в тот же день) (CHIPS (same day settlement)
 Управление наличностью/счета «свил» (cash management/sweep accounts)
Финансовые стратегии и решения (financial strategies/solutions)
 Более эффективные стратегии «отзыва» облигаций (more efficient bond call strategies)
 Свопы акции/долг (stock-for-debt swaps)
 Покупка права на получение привилегированного дивиденда (preferred dividend rolls)
 Структуризация выкупа с использованием рычага (leveraged buy-out structuring)
 Проектное финансирование/аренда/финансовая структура, обеспеченная активами (project finance/lease/asset-based financial structuring)
 Обмены долга на долг (debt-for-debt exchanges)
 Фактическое аннулирование старого займа (in-substance defeasance)
 Хеджирование «захвата» дивидендов (hedged dividend capture)
 Реструктуризация корпорации (corporate restructuring)

Приложение №3. О Международной ассоциации финансовых инженеров

Международная ассоциация финансовых инженеров (IAFE) была организована в 1991 году и начала работать с января 1992 года. Она представляет собой профессиональное некоммерческое сообщество финансовых инженеров. Изначально Ассоциация была основана небольшой группой ученых и практиков, которые разделяли уверенность в том, что финансовые системы мира переживают глобальные изменения, вызванные ускоренным развитием финансовой теории, а также финансовых и информационных технологий. С момента своего основания численность Ассоциации превысила 1800 членов.

IAFE издает пользующийся авторитетом среди специалистов Журнал финансового инжиниринга («Journal of Financial Engineering»), ежегодно проводит несколько международных конференций, а также множество локальных мероприятий через свои региональные подразделения. Ассоциация поддерживает тесные связи как с инвестиционными банками и финансовыми учреждениями, так и высшими учебными заведениями. Ученые Ассоциации разработали методологию обучения финансовому инжинирингу, которая активно используется высшими учебными заведениями при подготовке соответствующих специалистов.

IAFE работает над сертификационной программой финансового инженера, которая позволила бы унифицировать стандарты требований к специалистам этого направления. Ассоциация также выступает в качестве спонсора ежегодной премии в области финансового инжиниринга (IAFE/SunGard Financial Engineering of the Year Award), среди лауреатов которой Роберт Мертон, Фишер Блек, Марк Рабинстайн и др.

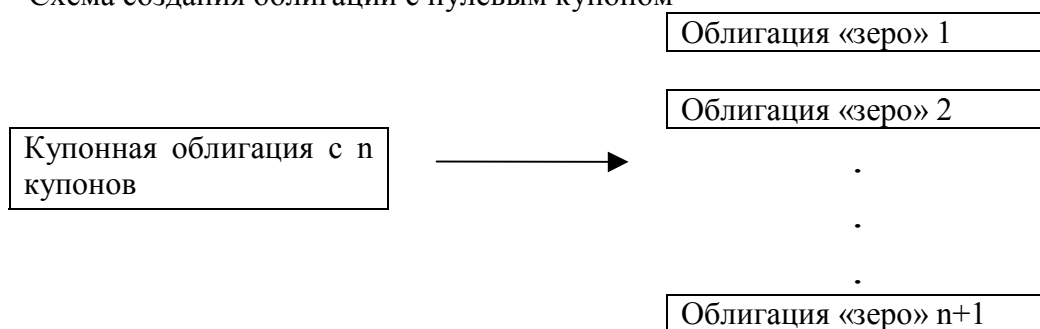
Приложение № 4. О создании «зеро» – облигаций с нулевым купоном.

Облигаций с нулевым купоном или дисконтные облигации – долговой инструмент, который продается с дисконтом к номиналу и не предполагает выплаты купонов. Доходность по такой облигации реализуется путем повышения стоимости инструмента при погашении по номиналу.

Первые подобные облигации были созданы в 1982 году инвестиционным банком Merrill Lynch на базе ценных бумаг Казначейства США и назывались Treasury Investment Growth Receipts (TIGR). Компания Merrill Lynch провела разделение исходных денежных потоков, которые были переданы банку-попечителю для создания безотзывных трастов. Выпущенные паи этих трастов и представляли собой «тигров», которые были распространены между клиентами Merrill Lynch. За «тиграми» последовал десяток аналогичных инструментов других инвестиционных банков, которые вошли в историю финансовых инноваций под общим названием «финансовый зоопарк».

В 1986 года Федеральное казначейство США выело на рынок свою программу стриппирования - Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities (STRIP). «Стрипы» сформировали единый рынок zero облигаций на базе казначейских бумаг, вместо менее ликвидного разрозненного рынка инвестиционно-банковских инструментов.

Схема создания облигации с нулевым купоном



Облигации с нулевым купоном и их кривые доходности стали одним из базовых инструментов для финансового инженера. Дело в том, что благодаря заранее определенной цене покупки, сумме и сроку погашения zero-облигации дают возможность оценивать доходность других инструментов путем их комбинации. Комбинацией облигаций «зеро» можно имитировать практически любой будущий поток денежных средств, а затем, сравнивая стоимость исходных вложений, оценить прибыльность соответствующего инструмента. Соответственно можно декомпозировать потоки по существующей бумаге для того, чтобы провести их сравнение со «стрипами».

Приложение № 5. Структура банковских вкладов и депозитов в 2002 году

Вклады и депозиты	№ стр.	2002 год		
		01.январь	01.февраль	01.март
Депозиты и вклады в рублях и валюте, - всего (млн руб.) в том числе:	1	971 571	993 362	1 022 004
Физических лиц (млн руб.)	2	690 056	716 496	744 758
из них в валюте:	3	243 648	259 512	269 977
из них доли вкладов и депозитов по срочности (% от 2):	4			
до востребования	5	25%	23%	22%
из них в валюте (% от 3):	6	24%	22%	22%
до 1 года	7	51%	52%	51%
из них в валюте (% от 3):	8	62%	62%	62%
свыше 1 года	9	24%	26%	27%
из них в валюте (% от 3):	10	14%	16%	16%
Предприятий и организаций (млн руб.)	11	252 404	248 079	247 709
Банков (млн руб.)	12	29 110	28 787	29 536

Таблица составлена по данным Банка России - архив документов от 18.05.2002 (<http://www.cbr.ru/>).

Содержание законопроекта «Об ипотечных эмиссионных ценных бумагах»⁶⁰

Проект федерального закона "Об ипотечных эмиссионных ценных бумагах" состоит из 7 глав и 53 статей. В Главе I "Общие положения" устанавливается сфера применения данного законопроекта, вводится определение ипотечных ценных бумаг и их отдельных видов. Ипотечными ценными бумагами признаются эмиссионные ценные бумаги, выпущенные с ипотечным покрытием в соответствии с требованиями, установленными настоящим законом.

Глава II законопроекта определяет основные требования к покрытию ипотечных ценных бумаг. В соответствии с законопроектом ипотечное покрытие делится на основное и дополнительное. К основному покрытию отнесены денежные требования по обеспеченным ипотекой обязательствам из кредитных договоров, договоров займа, а также залогодержателей по указанным договорам удостоверяются залоговыми. Дополнительное покрытие составляют денежные средства, ценные бумаги и иные финансовые инструменты.

Учет денежных требований по обеспеченным ипотекой обязательствам и иного имущества, которые составляют покрытие ипотечных ценных бумаг, осуществляется путем их отражения эмитентом на отдельном балансе и ведения реестра ипотечного покрытия, что служит гарантией реализации прав держателя ипотечных ценных бумаг.

Денежные требования по обеспеченным ипотекой обязательствам, входящие в состав основного покрытия, должны отвечать специальным стандартам и требованиям, обеспечивающим минимизацию возможных рисков при долгосрочном жилищном ипотечном кредитовании, а также надежность ипотечных ценных бумаг. Основные требования заключаются в следующем:

- сумма кредита (займа) не должна превышать 70 процентов от рыночной стоимости жилого недвижимого имущества, выступающего предметом ипотеки;

- рыночная стоимость недвижимого имущества (предмета ипотеки) должна быть определена независимым лицензированным оценщиком;

- андеррайтинг заемщиков, в рамках которого определяется его платежеспособность, кредитоспособность, а также качество обеспечения осуществляется в соответствии с критериями, устанавливаемыми в проспекте эмиссии;

- по кредитоспособности должника по обеспеченному ипотекой обязательству - она должна быть определена в соответствии с положением, содержащимся в проспекте эмиссии. Кроме того, недвижимое имущество, выступающее предметом ипотеки, должно быть застраховано от рисков утраты или повреждения в полной стоимости на весь срок действия кредитного договора или договора займа. Жизнь и здоровье граждан, являющихся должниками по обеспеченному ипотекой обязательству должны быть застрахованы на весь срок действия кредитного договора.

Законопроект допускает замену имущества, входящего в состав основного покрытия ипотечных ценных бумаг. Она производится эмитентом в случаях: неисполнения или ненадлежащего исполнения должником денежного обязательства, включенного в состав основного ипотечного покрытия; досрочного исполнения должником денежного обязательства, включенного в состав основного ипотечного покрытия; утраты предмета ипотеки по обеспеченному ипотекой денежному обязательству, включенному в состав основного ипотечного покрытия; вступления в законную силу решения суда о признании договора, из которого возникло денежное обязательство, включенное в состав основного покрытия, недействительным либо решения суда о его расторжении.

Учет имущества и денежных требований, составляющих покрытие ипотечных ценных бумаг осуществляется путем ведения реестра ипотечного покрытия. Реестр покрытия ипотечных ценных бумаг состоит из со-

⁶⁰ На основе «Пояснительной записки к проекту федерального закона «Об ипотечных эмиссионных ценных бумагах», представленной по адресу <http://www.cyberland.ru/info/meet/gdpk220301/pz.htm>

вокупности данных о денежных требованиях по обеспеченным ипотекой обязательствам (основное покрытие), а также ином имуществе (дополнительное покрытие), а также данных о денежных обязательствах по ипотечным ценным бумагам, выпущенным с данным покрытием.

Глава III законопроекта содержит процедуру и особенности эмиссии ипотечных ценных бумаг. В отличие от процедуры выпуска эмиссионных ценных бумаг, предусмотренной федеральным законом "О рынке ценных бумаг", законопроект предусматривает, что принятию эмитентом решения о выпуске ипотечных ценных бумаг должно предшествовать получение разрешения на осуществление эмиссии ипотечных ценных бумаг и формирование покрытия ипотечных ценных бумаг. Законопроект устанавливает формы выпуска ипотечных ценных бумаг, порядок выдачи разрешений на осуществление эмиссии ипотечных ценных бумаг, перечень документов, представляемых для получения разрешения на осуществление эмиссии ипотечных ценных бумаг, основания для отказа в государственной регистрации выпуска ипотечных ценных бумаг, основания признания выпуска ипотечных ценных бумаг несостоявшимся или недействительным, а также правовые последствия этого факта.

Глава IV законопроекта определяет особенности эмиссии и обращения закладных листов. В соответствии с проектом исполнение обязательств эмитента закладных листов перед их владельцами обеспечивается покрытием закладных листов. Покрытие закладных листов является основным источником исполнения обязательств эмитента закладных листов перед их владельцами. В случае неисполнения эмитентом принятых по закладным листам обязательств их владельцы вправе требовать от эмитента удовлетворения своих требований из стоимости имущества, составляющего покрытие закладных листов, преимущественно перед другими кредиторами эмитента.

Имущество, составляющее покрытие закладных листов, не включается в общую конкурсную массу в случае ликвидации или банкротства эмитента закладных листов.

Глава V законопроекта определяет особенности эмиссии и обращения ипотечных сертификатов участия. В соответствии с проектом ипотечный сертификат участия является именной эмиссионной ценной бумагой. Срок обращения ипотечных сертификатов участия соответствует сроку исполнения

обеспеченных ипотекой денежных обязательств, включенных в состав покрытия выпуска ипотечных сертификатов участия. Эмитент обязан закончить размещение выпускаемых ипотечных сертификатов участия в течение 30 дней с даты начала эмиссии. Эмиссия ипотечных сертификатов участия считается несостоявшейся, если эмитент разместил меньшее количество ценных бумаг, чем указано в решении о выпуске ипотечных сертификатов участия.

Владелец ипотечного сертификата участия имеет право на получение пропорциональной части производимых должниками в соответствии с условиями кредитных договоров, входящих в состав покрытия выпуска ипотечных сертификатов участия, выплат основной суммы долга и процентов за пользование кредитом или заемными средствами, а также право на получение соответствующей части денежной суммы, вырученной от реализации заложенного имущества, являющегося обеспечением по кредитным договорам и договорам займа, входящим в состав покрытия выпуска ипотечных сертификатов участия, в случае обращения взыскания на предмет ипотеки. Эмитент осуществляет доверительное управление имуществом, составляющим покрытие выпуска ипотечных сертификатов участия, в интересах владельцев ипотечных сертификатов в течение всего срока их обращения.

Условия доверительного управления имуществом, составляющим покрытие выпуска ипотечных сертификатов участия, и порядок исполнения по ним устанавливается эмитентом в решении о выпуске. В условиях доверительного управления имуществом должны предусматриваться обязательства эмитента по периодичности передачи владельцам ипотечных сертификатов участия денежных средств, полученных от должников по кредитным договорам, составляющим покрытие выпуска ипотечных сертификатов участия.

Эмитент ипотечных сертификатов участия самостоятельно и от своего имени осуществляет по отношению к должникам по кредитным договорам, договорам займа, договорам купли-продажи жилых помещений в кредит либо в кредит с условием о рассрочке платежа, все предусмотренные законодательством Российской Федерации юридические и фактические действия и осуществляет обслуживание обязательств, входящих в состав покрытия.

В Главе VI. Эмитенты ипотечных ценных бумаг вводятся два вида эмитентов - специализированные и неспециализированные. Неспециализированными эмитентами являются юридические лица, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации, с местом нахождения в Российской Федерации, и получившие разрешение на осуществление эмиссии ипотечных ценных бумаг в порядке, предусмотренном настоящим Федеральным законом. Специализированными эмитентами признаются ипотечные финансовые агентства, а также иные организации в соответствии с федеральными законами.

Объем эмиссии ипотечных ценных бумаг неспециализированных эмитентов не

должен превышать величину уставного капитала эмитента. Ипотечным финансовым агентствам разрешена эмиссия ипотечных ценных бумаг в объеме не более 40 уставных капиталов.

Законопроект устанавливает требования к ипотечным финансовым агентствам, особенности реорганизации и ликвидации эмитента ипотечных ценных бумаг, а также ответственность эмитентов и их органов управления за нарушение требований законодательства.

Глава VII законопроекта определяет органы, методы и процедуры контроля за осуществлением эмиссии ипотечных ценных бумаг и исполнением обязательств по ним.

Приложение 7. Программные продукты, используемые инвестиционными банками (на примере продуктов компании Murex).

Компания Murex

Компания Murex была основана 16 лет назад. Можно сказать, что она развивалась вместе с новыми рынками инновационных финансовых продуктов, а ее специализацией является предоставление финансовых программных продуктов и сопутствующих услуг крупнейшим финансовым институтам по всему миру. Программные продукты Murex обеспечивают поддержку в решении проблем во всех главных сегментах рынка, а именно: на рынке иностранной валюты, рынке долговых обязательств, акций и товарных рынках.

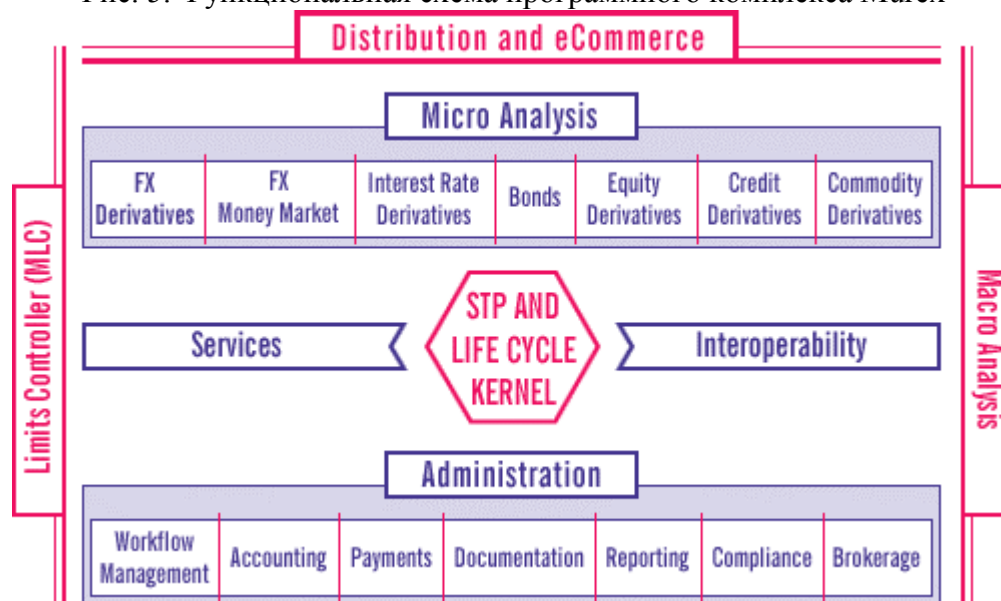
На сегодняшний день клиентами Murex являются более чем 200 крупнейших компаний из развитых стран – Великобритании, США, Германии, Канады, Италии, Франции, Испании, Швеции, Швейцарии, Бельгии, Нидерландов, Люксембурга, Японии, Китая, Сингапура и др. – для обслуживания которых, были созданы четыре региональных офиса: Murex Europe (Париж), Murex North America (Нью-Йорк), Murex Asia (Токио) и Murex Systems (Бейрут)

Продукты компании

Компания Murex является разработчиком интегрированных пакетов прикладных программ для бэк-офиса, позволяющих управлять денежными потоками, обеспечивать трейдинг на рынке деривативов, иностранной валюты, товаров, акций и процентных ставок. Наиболее успешной разработкой Murex в этой области является пакет из 4 прикладных программ – Currency+, MxEquity, MxRates и MxCom. Эти предназначенные для автоматизации всего технологического цикла – от фронт- до бэк-офиса – и применимые соответственно на рынке иностранной валюты, акций, ссудных капиталов и товаров.

Все четыре системы имеют аналогичную архитектуру, построенную вокруг ядра, объединяющего фронт-, миддл- и бэк-офис. Ниже представлена схема, характеризующая систему задач, которые позволяет решать пакет программ компании в процессе автоматизации операций инвестиционных банков (рис. 5).

Рис. 5. Функциональная схема программного комплекса Murex



Как следует из схемы, программные продукты компании предоставляют необходимую информацию службам работы с клиентами и электронной коммерции (на схеме вверху), обслуживают задачи макроанализа и управления рисками (на схеме справа и слева соответственно). Кроме того, пакет программ включает две группы модулей, построенных

вокруг ядра (kernel): группу микроанализа, подразделенную на отдельные модули по продуктовому принципу, а также группу управления внутренними процессами инвестиционного банка (администрирование задач, учет и отчетность, расчеты, документооборот, комплаенс-контроль, брокерские операции). Все модули связаны между собой обслуживающими информационными потоками (services and interoperability).

Конфигурация статистических данных

Гибкое определение финансовых и нефинансовых статичных таблиц

Содержимое финансовых таблиц: все финансовые инструменты, поддерживаемые определенной программой из пакета.

Содержимое нефинансовых таблиц: стороны по сделке, брокеры, инструкции по урегулированию расчетов, календарные значения, пользователи, права пользователей и пароли, портфели и т.д.

Рыночные данные

Автоматический или ручной ввод всех рыночных данных, необходимых для оценки и анализа риска: цены, графики процентных ставок, своп-пункты, проценты по репо, базовые графики, показатели волатильности, дивиденды, матрицы коэффициентов корреляции и т.д. Выбор методов для преобразования рыночных данных в данные для моделирования (например, различные методы подсчета zero-купонов, включая возможность использования внешних моделей). Определение подходящего сценария для применения рыночных данных в анализе риска.

Ценообразование и имитация

Функциональные окна для каждого типа сделок. Окна для быстрого ввода сделки и открытия позиции. Разнообразные элементы меню для быстрого расчета чувствительности по всем релевантным параметрам. Инструменты риск-менеджмента, такие, как динамические таблицы и графики, отображающие результаты сценариев «что-если».

Миддл-офис

- Окно для отображения истории торгов (цена исполнения, дата исполнения, неттинг, досрочное исполнение, отмена и изменение условий сделок и т.д.)
- Детальный ввод параметров сделки и система подтверждения достоверности передачи данных из фронт- в бэк-офис
- Расчет прибыли и убытков, включая факторный анализ
- Определяемая пользователем система подтверждения сделки
- Автоматическое сохранение контрольных данных
- Расчет показателей VAR (исторических или статистических), с учетом нелинейности многих продуктов
- Модуль расчета кредитного риска. Проверка и передача в режиме реального времени всех сообщений от подключенных пользователей и их аутентификация.

Модуль бухгалтерского учета

Мультивалютный и мультипродуктовый модуль отчетности, обладающий большой гибкостью и способный конвертировать любое бухгалтерское событие (забалансовая сделка, прибыль, убыток) в соответствующую бухгалтерскую проводку. созданная таким образом временная главная книга может быть отредактирована и автоматически консолидирована с внешней главной книгой.

Модуль отчетности

Возможность пользовательских настроек и встроенный набор стандартных отчетов (анализ прибылей и убытков, денежных потоков, соответствия регулятивным требованиям, кредитный риск, рыночный риск, бухгалтерская отчетность и т.д.)

Модуль платежей

Автоматическое генерирование потоков платежей по завершении процесса заключения и подтверждения сделки. Связан со сторонами по сделке и производит действия в соответствии с пользовательскими установками (например, может быть автоматически создано сообщение SWIFT)

Утилиты

- экспорт внешних моделей
- специальная программа (интерфейс **OLK**) для обмена данных в режиме реального времени с внешними системами (например, с электронными торговыми системами, биржами)
- настройка модуля отчетности для модификации стандартных отчетов и создания новых
- загрузка данных о рыночных ценах в режиме реального времени (Reuter's, TIBCO и др.)
- интерфейс **FlexDeal** для определения новых типов экзотических опционов и структурированных продуктов

Платформы и программное обеспечение

Все программы Murex совместимы с широким рядом рабочих станций: Sun Solaris, IBM/AIX, DEC/Unix, HP/UX и Windows NT. Стандартная реляционная СУБД - Sybase (серия 11).

Список литературы

- 1 ФЗ от 29.10.2001 № 156 «Об инвестиционных фондах»
- 2 ФЗ от 29.07.1998 № 136 «Об особенностях эмиссии и обращения государственных ценных бумаг»
- 3 Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" (с изменениями от 26 ноября 1998 г., 8 июля 1999 г.)
- 4 Распоряжения Правительства РФ от 12 декабря 1998 г. № 1787-р
- 5 Приказ ЦБ РФ от 2.07.1997 г. № 63 «О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями»
- 6 Постановление ФКЦБ РФ от 17.10.1997 № 37 «Положение о доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги»
- 7 Постановление Правительства Российской Федерации от 26 августа 1996 г. № 1010 «Об Агентстве по ипотечному жилищному кредитованию»
- 8 Экономическая энциклопедия. Политическая экономия - М.: «СЭ», 1980 – в 4 томах
- 9 Балабанов И. Т. Инновационный менеджмент. Учебник.- С-П.:Питер, 2001. - 304 стр.
- 10 Бартенев С.А. Экономические теории и школы: курс лекций – М.: БЕК, 1996. – 352 стр.
- 11 Бархатов И.В. Новые финансовые технологии рынка корпоративных ценных бумаг //Проблемы совершенствования и развития экономических отношений в переходной экономике.- Челябинск, 2000.
- 12 Галиц Л. Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском. – М.: ТВП, 1998. – xvi, 576 с.
- 13 Маршалл Джон Ф., Бансал Випул К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям./ Перевод с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
- 14 Финансы: Учебник/ под ред. Родионовой
- 15 Капелинский Ю.И. Теоретические аспекты финансового инжиниринга с использованием ценных бумаг// – Вестник ФА. –1999. - №2.
- 16 Капелинский Ю.И. Теоретические аспекты финансового инжиниринга с использованием ценных бумаг// – Банковские услуги. –1998. - №3.
- 17 Клепикова Е. Механизм рефинансирования ипотечных программ// - РЦБ – 1999. - №20.
- 18 Кузнецов М., Овчинников А. Время российских стрипов// - РЦБ – 1999. - №7.
- 19 Кук Джеймс Б. Новый приоритет — организация финансирования ипотечных программ// - РЦБ – 1999. - №20.
- 20 Лосев С.В. Организация выпуска ипотечных облигаций в России// РЦБ. – 1999. – №19.
- 21 Миркин Я.М. Материалы лекций
- 22 Овчинников А. Купонный стриппинг: теоретическая кривая ставок спот// - РЦБ – 1999. - №24.
- 23 Овчинников А. Стрипы - еще один финансовый долгострой?// - РЦБ – 1999. - №23.
- 24 Пономарев В. Государственная жилищная политика России: реализация и перспективы// - РЦБ – 2001. - №6.
- 25 Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов// - РЦБ – 2001. - №6.
- 26 Хоминич И.П. Инновационный менеджмент банковской деятельности// Банковские услуги – 1998 – №3
- 27 Храпченко Л. Индексируемые облигации: возможности выбора// - РЦБ – 2000. - №19.
- 28 Храпченко Л. Корпоративные облигации: текущая ситуация и перспективы разви-

- тия// Рынок ценных бумаг. – 2001. -№4.
- 29 Шадрин А. Рынок ипотечных ценных бумаг. Опыт США и перспективы России //Рынок ценных бумаг. - 1998. - №7, 8.
- 30 Gerald Joe, Defining financial engineering// Financial Engineering News. May 1998 - Issue 4.
- 31 John Birge and Vadim Linetsky, Tracking New Trends in Financial Engineering// Financial Engineering News. February 1998 - Volume 2 No. 1.
- 32 <http://fenews.com/> Financial Engineering News
- 33 <http://risk.ifci.ch/> RiskInstitute.ch
- 34 <http://www.bondsonline.com/> Bonds Online
- 35 <http://www.cbr.ru/> Банк России
- 36 <http://www.convertbond.com/> Convertible Bonds
- 37 <http://www.cspb.com/> Credit Suisse First Boston
- 38 <http://www.fdic.gov/> Federal Insurance Deposit Corporation
- 39 <http://www.fsa.gov.uk/> Financial Services Authority of UK
- 40 <http://www.rcb.ru/> Журнал «Рынок ценных бумаг»
- 41 <http://www.regions.com/> Regions Financial Corporation
- 42 <http://www.sbrf.ru/> Сбербанк РФ