

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКЕ

А.И. Бельзецкий

Общепризнано, что секьюритизация (от английского security – «ценная бумага») является самой значительной финансовой инновацией второй половины XX в. Известны два основных вида секьюритизации: классический и синтетический.

Для классической (структурированной) секьюритизации характерна передача активов их владельцем другому юридическому лицу (*Special Purpose Vehicle* – SPV), которые владеют активами создает именно под эти цели. При этом эмитентом новых ценных бумаг является не сам владелец активов, а именно SPV. После размещения ценных бумаг на рынке SPV передает полученные денежные средства создавшему их владельцу активов. Как правило, SPV – это прозрачная компания, которая создается только для проведения секьюритизации.

Синтетическая секьюритизация представляет собой передачу рисков с помощью специфических переоформляемых бумаг, но без передачи самих активов. Иначе говоря, активы объединяются в определенные выпуски

ценных бумаг, и сам владелец активов осуществляет их размещение.

При классической секьюритизации владелец активов, передавая их со своего баланса на баланс SPV, переносит сразу весь риск на других лиц, что позволяет ему снизить общий уровень рисков своих активов. При синтетической секьюритизации весь риск не сразу передается, а только по мере реализации ценных бумаг. В первом случае длинные активы (а секьюритизируемые активы, как правило, имеют продолжительный срок реализации) выводятся за баланс, а во втором случае для длинных активов создаются длинные пассивы.

Под названием «секьюритизация» изначально понимался процесс создания ценных бумаг, выпускаемых на основе пула ипотек, с помощью которого объединенные в пул активы становятся стандартными ценными бумагами, обеспеченными этими активами. Во многих странах ипотечные ценные бумаги пользуются популярностью, а объемы их выпуска постоянно растут (рисунок 1).

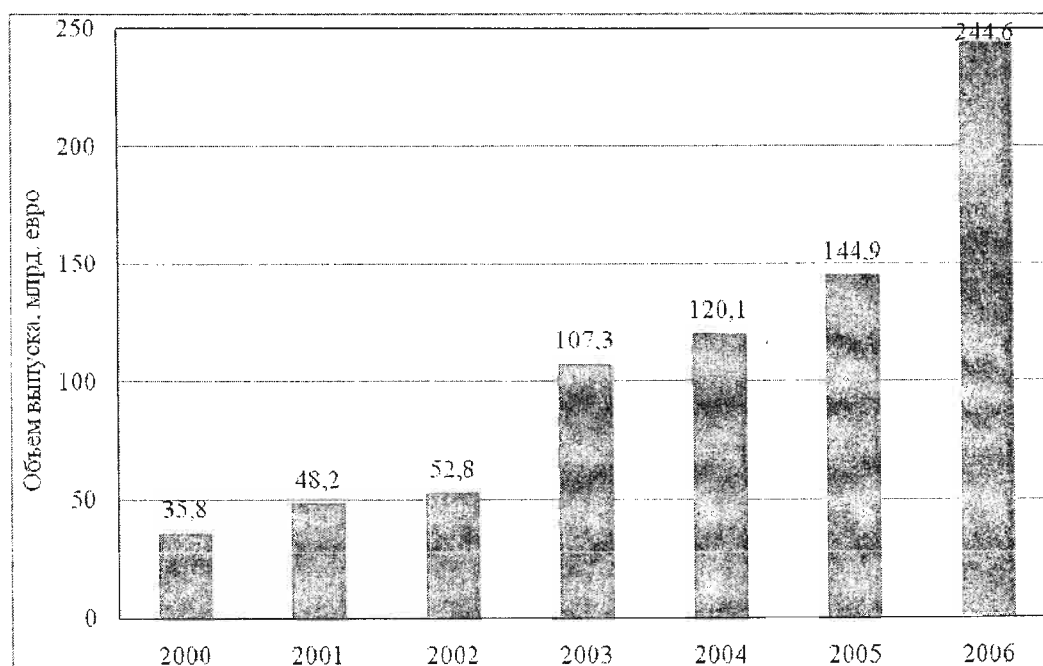


Рисунок 1 – Динамика объемов выпуска ипотечных облигаций в Европе

Источник: European Securitisation Forum – www.europeansecuritisation.com

Трансформация иных неликвидных и непоточных активов в оборотоспособное имущество началась в 1985 г. В настоящее время секьюритизируются разные финансовые обязательства, вплоть до будущих поступлений оплаты жилищно-коммунальных услуг. Наиболее распространены операции с потребительскими активами (требованиями по потребительским и ипотечным кредитам), коммерческими и инновационными активами (денежными требованиями по лицензионным

соглашениям, договорам франчайзинга, налоговым платежам). Такие сделки позволяют банкам избегать разрывов ликвидности, возникающих из-за того, что долгосрочные кредиты выдаются за счет краткосрочных депозитов.

В мире преимущества секьюритизации уже давно оценили по достоинству. В Европе на конец 2006 г. суммарный объем нерыночных активов, объединенных в пакеты для торговли на рынке, достиг 458,9 млрд евро (таблица 1).

Таблица 1 – Выпуски ценных бумаг в Европе по видам обеспечения в 2006 г., млрд евро

Вид обеспечения	Квартал				Итого
	I	II	III	IV	
Автокредиты	0,7	1,0	3,2	6,8	11,7
Кредитные карты	1,6	1,0	0,2	0,6	3,4
Долговые обязательства (CDO)	11,5	22,9	18,0	35,6	88,0
Коммерческие ипотеки (CMBS)	7,5	9,6	22,0	21,0	60,1
Лизинг (включая оборудование и иные виды)	0,4	1,0	0,3	4,2	5,9
Кредиты (коммерческие, потребительские, корпоративные заимствования)	1,5	5,3	2,9	6,0	15,7
Поступления по банковским счетам, договорам страхования, медицинского обеспечения, обслуживания и др.	0,5	1,5	3,6	0,4	6,0
Жилищные ипотеки (RMBS)	37,6	49,3	58,0	99,7	244,6
Другое	4,8	13,8	2,1	2,8	23,5
Итого	66,1	105,4	110,3	177,1	458,9

Источник: European Securitisation Forum – www.europeansecuritisation.com

Формирование и развитие секьюритизации в Беларуси

На современном этапе развития белорусского права проведение сделки секьюритизации активов в принципе невозможно, за исключением банковских облигаций, обеспеченных обязательствами под жилищное строительство, о которых будет сказано позже. Рассмотрим преобразования, которые необходимо провести в Беларуси, чтобы секьюритизация стала действенным механизмом инвестиционного развития страны.

Наиважнейшей является задача *развития секьюритизируемых активов*, поскольку создавать секьюритизацию того, чего нет, бессмысленно. В первую очередь на основе мирового опыта следует развивать институт ипотечного кредитования. Для этого необходимо разработать и принять закон «Об ипотечных ценных бумагах». Этот закон должен быть посвящен процедуре эмиссии ипотечных ценных бумаг, их видам, должен устанавливать правила выпуска ипотечных ценных бумаг, порядок возникновения и исполнения обязательств эмитентов ипотечных бумаг,

процедуру эмиссии и особенности обращения этих бумаг, а также порядок раскрытия информации эмитентами.

Вид секьюритизации – это стратегическое направление, которое должно быть выбрано в первую очередь и положено в основу решения всех остальных вопросов секьюритизации. Здесь возможны три варианта: классическая, синтетическая или смешанная секьюритизация. Под *смешанной секьюритизацией* будем понимать существование в стране одновременно классической и синтетической секьюритизации.

При выборе вида секьюритизации следует учитывать *начальные условия* на рынке ценных бумаг. В соответствии с Указом Президента № 537 [1] банки могут выпускать облигации, обеспеченные обязательствами по возврату основной суммы долга и уплате процентов по предоставленным ими кредитам на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости (далее – *облигации, обеспеченные обязательствами на жилищное строительство*). Эти облигации представляют собой ростки будущей

синтетической секьюритизации. По-видимому, отказываться от данного направления экономически нецелесообразно.

Остается решить вопрос, касающийся классической секьюритизации, т.е. стоит ли в нашей стране создавать SPV (далее – Спецюрлица), которым владельцы активов (далее – Инициаторы) смогут передавать свои активы для выпуска новых ценных бумаг.

Рассмотрим преимущества, которые дает классическая секьюритизация.

Основными принципами классической секьюритизации являются обеспечение действительной (беспорной) передачи активов Спецюрлицу, исключение риска его банкротства и жесткий контроль инвесторов над потоками поступлений по переданной дебиторской задолженности. Поэтому ценные бумаги Спецюрлица могут претендовать на высокий инвестиционный рейтинг и, следовательно, привлекать инвесторов на более выгодных для заемщика условиях, чем доступные самому Инициатору. В то же время организаторами сделки по секьюритизации предусматриваются механизмы передачи экономической выгоды сделки от Спецюрлица Инициатору. Таким образом, классическая секьюритизация активов в отличие от обычных форм финансирования позволяет компаниям с невысоким кредитным рейтингом привлечь значительные финансовые ресурсы на выгодных условиях.

Особенно важно, когда Спецюрлицо создается в оффшорной зоне. Благодаря этому создается канал привлечения иностранных инвестиций в нашу страну по процентным ставкам, более низким, чем с помощью традиционных методов, например, с помощью эмиссии еврооблигаций. Это объясняется тем, что пул активов переводится на компанию специального назначения SPV, зарегистрированную за пределами Беларуси. В этом случае ценные бумаги SPV ограждены от страновых рисков и могут получить более высокие кредитные рейтинги. Как правило, международные рейтинговые агентства присваивают таким бумагам рейтинги инвестиционного уровня, которые будут превышать страновые рейтинги Беларуси, в данный момент являющиеся спекулятивными. Именно поэтому доходность обеспеченных ценных бумаг SPV будет ниже доходности обычных еврооблигаций. Важно также, что обеспечение находится вне баланса Инициатора. Это означает, что в случае дефолта эмитента инвесторам не придется стоять в очереди других кредиторов.

Однако выход на внешние рынки возможен только для крупных банков и предприятий. Во-первых, в Европе или США объемы выпуска ценных бумаг должны быть более 100 млн долларов, иначе расходы на андеррайтинг, юридическое сопровождение сделки и прочие нужды сделают операцию слишком дорогой. Во-вторых, на начальном этапе секьюритизация потребует очень больших затрат: на разработку схем, консалтинг и учреждение специальных посреднических структур. Они под силу только сравнительно крупным структурам, которые рассчитывают поставить секьюритизацию на поток. Для них секьюритизация окажется дорогой на старте, но за счет меньшей доходности облигаций со временем удешевит привлечение денег. Идеальным для Беларуси был бы промежуточный вариант, сопровождающийся приходом в нашу страну нерезидентов, которые стали бы конвертировать валюту и вкладывать ее в обеспеченные ценные бумаги. Для нерезидентов уровень доходности ценных бумаг до 10 % годовых является вполне приемлемым. Поэтому для крупных банков и компаний актуальной является классическая внешняя или внутренняя секьюритизация, а для средних и мелких – классическая внутренняя или синтетическая секьюритизация.

Таким образом, учитывая зарождающуюся в нашей стране синтетическую секьюритизацию, а также отмеченные преимущества классической секьюритизации, наиболее предпочтительным вариантом для нас является развитие смешанной секьюритизации.

Налогообложение секьюритизации

Основные препятствия секьюритизации, которые создает современное налоговое законодательство Беларуси состоят в следующем. Во-первых, это налогообложение передачи активов, и в первую очередь НДС: 18-процентный налог слишком обременителен для любой, даже самой идеальной, структуры сделки. Во-вторых, налоговые органы должны согласиться с тем, что Спецюрлицо является в экономическом смысле пассивным образованием. Поступления от инвесторов в оплату эмитированных ценных бумаг передаются Инициатору. Они являются покупной ценой пула активов. Иначе говоря, у Спецюрлица нет и не может быть никакой прибыли. Средства, оставшиеся после полной уплаты всем кредиторам, передаются Инициатору. В-третьих, налогообложение инвесторов. Особенно серьезную преграду составляет 40-процентный налог, которым облагаются

доходы резидентов и нерезидентов юридических лиц в соответствии с Декретом Президента №43 [2]. Это практически запретительный налог.

В случаях с международными сделками, когда Спецюрлицо создается в оффшорной зоне, встает вопрос об уступке прав требования за рубеж. Здесь также возникают проблемы с налогообложением, если эту сделку приравнять к экспорту и распространить на нее правила налогообложения при экспорте. Возникают также вопросы валютного регулирования и контроля, например, уступка прав требования, выраженных в рублях, зарубежному Спецюрлицу. С точки зрения гражданского права местом исполнения денежного обязательства при безналичных расчетах является счет кредитора. Но платежи за рубеж в рублях по большинству юрисдикций невозможны, поскольку отсутствуют соответствующие соглашения между национальными банками. Платежи же в валюте будут являться операцией, связанной с движением капитала, на которую требуется согласие Национального банка.

Дополнительные барьеры секьюритизации ставит законодательство о рынках ценных бумаг, ограничивающее объемы эмиссии облигаций размерами уставного капитала или обеспечения, предоставленного третьими лицами. Поскольку пул активов передается Спецюрлицу, автоматически он не может считаться обеспечением, предоставленным третьими лицами. Ипотечные ценные бумаги обеспечиваются в первую очередь ипотечными активами, во вторую очередь в качестве обеспечения выступает остальное имущество эмитента. Очевидно, что общая стоимость ипотечных бумаг может равняться, по меньшей мере, стоимости пула активов.

Наиболее существенным требованием к сделкам по секьюритизации активов, направленным на защиту интересов инвесторов, является такая передача Спецюрлицу активов, которая всегда будет бесспорной и юридически действительной, даже в случае последующего банкротства (неплатежеспособности) Инициатора. При этом бесспорными и действительными должны быть как основание передачи (договор об уступке прав требований, договор факторинга и т.д.), так и последствия такой передачи, например, недопущение включения в конкурсную массу при банкротстве Инициатора прав требования, которые уже были переданы Спецюрлицу. Белорусское законодательство на настоящий

момент не обеспечивает выполнение этих условий. В случае ликвидации Инициатора законодательно должно предусматривать приоритетное право покупателя облигаций на покрытие пулом активов. В законе должен быть четко прописан механизм отделения пула секьюритизированных активов от общего баланса Инициатора.

Традиционно Спецюрлицо создается как траст и выполняет посреднические функции между Инициатором и инвесторами. Главная задача Спецюрлица заключается в покупке активов у Инициатора, их обособление в пуле, эмиссия и распространение ценных бумаг, обеспеченных этим пулом активов. Поэтому к Спецюрлицу предъявляются такие требования, чтобы исключить риск его банкротства, в том числе и добровольного банкротства. Белорусское законодательство не допускает создания юридического лица в форме траста.

По действующему белорусскому законодательству для осуществления функций Спецюрлица могут быть использованы такие организационно-правовые формы, как открытое или закрытое акционерное общество, общество с ограниченной ответственностью. Для секьюритизации при использовании данных форм необходимо исключить возможность добровольного банкротства и ликвидации Спецюрлица, а также не допустить слияния Спецюрлица с иным предприятием либо иных форм реорганизации. Белорусское законодательство не допускает установления в учредительных документах Спецюрлица запрета на реорганизацию, а также добровольную ликвидацию. Введение подобного запрета может быть признано судом недействительным как ограничивающее права Спецюрлица на участие в управлении компанией.

Создание Спецюрлица за границей решает множество вопросов, в частности, касающихся организационно-правовой формы и полномочий Спецюрлица, эмиссии ценных бумаг, а также организации сбора дебиторской задолженности. Однако это вызывает новые вопросы, связанные прежде всего с валютным регулированием и контролем дочерних обществ за границей, передачей прав требования и получением платежей в иностранной валюте. Инициатор обязательно столкнется с необходимостью получения разрешений на осуществление валютных операций, а также с императивными требованиями в отношении конвертации и репатриации валютной выручки. Даже расширенные возможности

банков с полной валютной лицензией, как правило, не решают всех проблем, создаваемых валютным законодательством.

Наряду с рассмотренными выше вопросы есть еще проблемы регистрационного и нотариального сбора, права должника произвести зачет прав требования, уведомления должников, обслуживания долга и т.д. Очевидно, что ответы на все поставленные вопросы должен дать закон «О секьюритизации активов», разработку и принятие которого следует осуществить в ближайшее время.

Одним из инструментов развития секьюритизации в нашей стране являются банковские облигации, обеспеченные обязательствами на жилищное строительство.

Банковские облигации

Импульс развитию рынка банковских облигаций в Беларуси придал Указ Президента № 626 [3], который освобождал доходы, полученные физическими лицами в виде процентов по облигациям ОАО «СБ «Беларусбанк», от обложения подоходным налогом. В результате в 2004–2005 гг. ОАО «СБ «Беларусбанк» осуществил девять выпусков облигаций на общую сумму 50 млрд руб., четыре выпуска облигаций, номинированных в иностранной валюте, на сумму 8 млн долл. США и 2 млн евро.

В 2006 г. вышел новый Указ Президента № 201, согласно которому не облагались налогом доходы, полученные физическими лицами в виде процентов по облигациям (в том числе при их погашении), уже четырех открытых акционерных обществ: Сберегательного банка «Беларусбанк», «Белагропромбанка», «Белпромстройбанка», Белорусского банка развития и реконструкции «Белинвестбанк», номинированные в белорусских рублях и иностранной валюте и размещенные этими акционерными обществами путем открытой продажи [4].

За 2006 г. Департаментом по ценным бумагам было зарегистрировано 22 выпуска банковских облигаций на общую сумму эмиссии 84,1 млрд руб., 5 млн долл. США и 6 млн евро [5]. Наряду с банковскими облигациями был зарегистрирован один выпуск облигаций эмитированных субъектами хозяйствования (кроме банков) на общую сумму эмиссии 0,8 млрд руб., а также шесть выпусков жилищных облигаций на общую сумму эмиссии 14,6 млрд руб.

Анализ эмитированных банками облигаций показал, что основную их часть (95 %) составляли облигации для физических лиц.

Это объясняется тем, что в соответствии с вышеупомянутым Указом № 201 доходы физических лиц не облагались налогом. Доходность облигаций находилась в пределах 6–8 % годовых для облигаций в иностранной валюте (долларах США и евро) и в размере ставки рефинансирования плюс 1–2 процентных пункта для облигаций в белорусских рублях. Минимальный срок размещения облигаций составлял 200 дней, максимальный – 1,5 года.

В конце 2006 г. вышел Указ Президента № 537 [1], согласно которому банкам, в установленном порядке осуществляющим привлечение во вклады средства физических лиц, разрешено выпускать для размещения среди юридических и физических лиц номинированные в белорусских рублях дисконтные или процентные облигации, обеспеченные обязательствами по возврату основной суммы долга и уплате процентов по предоставленным ими кредитам на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости. Причем эмиссия облигаций на любую дату до их погашения (досрочного погашения) не должна превышать 70 % основной суммы долга по кредитам на жилищное строительство. Доходы, полученные от реализации и погашения облигаций, включая процентный доход, не облагаются налогом на доходы и подоходным налогом, кроме доходов, полученных от реализации облигаций выше их текущей стоимости на день продажи.

Для инвесторов банковские облигации обладают двумя важными преимуществами. Во-первых, эти облигации обеспечены конкретными активами банка: обязательствами по задолженности клиентов по предоставленным банком кредитам на строительство, реконструкцию или приобретение жилья, а кредит в свою очередь гарантирован залогом уже построенной недвижимости. При этом размер предоставленного банком обеспечения в соответствии с регламентацией законодательных и нормативных документов [1,6] превышает объем эмиссии облигаций.

Во-вторых, льготное налогообложение доходов, полученных владельцами банковских облигаций. В соответствии с Указом № 537 [1] доходы по банковским облигациям облагаются налогами так же, как и по государственным ценным бумагам. Таким образом, даже при более низкой процентной ставке по банковским облигациям доход от данного инструмента будет гораздо выше, чем другим долговым ценным бумагам (банковским сертификатам, векселям).

За первое полугодие 2007 г. зарегистрировано 29 выпусков корпоративных облигаций на общую сумму эмиссии 215,8 млрд руб., 12,5 млн дол. США и 7 млн евро [7]. По сравнению с 2006 г. сумма эмиссии облигаций, номинированных в белорусских рублях, только за первое полугодие 2007 г. возросла более чем в два раза.

Увеличение объема эмиссии облигаций, номинированных в белорусских рублях, в первом полугодии 2007 г. по сравнению с 2006 г. связано с выпуском банками облигаций, обеспеченных обязательствами на жилищное строительство. Так, из общего количества зарегистрированных в рассматриваемом периоде выпусков корпоративных облигаций, номинированных в белорусских рублях, доля облигаций, обеспеченных обязательствами на жилищное строительство, составила 88,97%.

Основные трудности, которые препятствуют развитию рынка банковских облигаций в Беларуси состоят в следующем.

1. *Ограниченность возможностей страховых организаций.* Законодательно закрепленные нормативы инвестирования страховых резервов не позволяют страховщикам направлять на приобретение корпоративных ценных бумаг более 10–15% суммы сформированных страховых резервов (в зависимости от осуществляемых видов страхования), что при существующих темпах роста страховых резервов не превышает 15–20 млрд руб. в год.

2. Установленный Национальным банком Республики Беларусь алгоритм расчета нормативов безопасного функционирования не стимулирует банки вкладывать собственные средства в корпоративные облигации (в отличие от приобретения государственных ценных бумаг).

3. *Неразвитость рынка производных финансовых инструментов* не позволяет иностранным инвесторам страховать валютные риски при инвестировании средств в облигации, номинированные в белорусских рублях.

Корпоративные облигации

В настоящее время для белорусских предприятий корпоративные облигации являются одним из наиболее перспективных источников финансирования инвестиционных проектов. Выпуск корпоративных облигаций, при прочих равных условиях, позволяет предприятию привлекать заемные средства дешевле и на более длительные сроки по сравнению с банковским кредитом и векселями.

Использование рыночного механизма для распределения и ценообразования кредита в

пределах корпоративного долгового рынка гарантирует большую эффективность в распределении капитала заемщикам и придает этому процессу большую прозрачность. С позиций управления риском глубокий и ликвидный рынок корпоративных облигаций обеспечивает естественную защиту для национальных корпораций. Рассмотрим основные тенденции, характерные для национальных рынков корпоративных облигаций.

Анализ структуры финансовых рынков развитых и развивающихся стран (таблица 2) показывает, что на конец 2004 г. наряду с ценными бумагами правительств и финансовых институтов существенный сегмент рынка ценных бумаг занимали корпоративные облигации. В развитых странах ценные бумаги государства, финансовых институтов и корпораций составляли соответственно 66,5; 57,3 и 16,4 % ВВП, а в развивающихся странах эти цифры составляли соответственно 25,3; 8,4 и 4,6 % ВВП. В целом объем финансирования с помощью долговых ценных бумаг в развитых странах значительно больше, чем в развивающихся странах, и составляет 140,2 против 38,1 % ВВП.

Банковские кредиты остаются основным источником корпоративного финансирования и по своему удельному весу во многих странах зачастую превосходят общий объем финансирования с помощью долговых ценных бумаг (таблица 2). Для большинства стран, роль корпоративных облигационных займов постоянно возрастает, причем в развитых странах объем финансирования с помощью корпоративных облигационных займов более чем в три раза превосходит объем корпоративных облигационных займов в развивающихся странах, и составляет 16,4 против 4,6 % ВВП.

Размер национальных рынков корпоративных облигаций по отношению к ВВП существенно различается для разных стран. Среди развитых стран США имеют наибольший рынок корпоративных облигаций, занимающий около 22,0, Япония – 16,3 и развитые страны еврозоны – 10,0 % ВВП. Большинство развивающихся стран имеет небольшие (в процентах ВВП) рынки корпоративных облигаций. Однако рынки корпоративных облигаций в Малайзии и Корее могут быть отнесены к наибольшим, поскольку их доля в 2003 г. составляла соответственно 43,3 и 27,7 % ВВП. Среди развивающихся стран Латинской Америки особняком стоит Чили: в 2004 г. объем рынка корпоративных облигаций в этой стране достиг 12,3 % ВВП.

Таблица 2 – Структура развитых и развивающихся финансовых рынков в конце 2004 г., % ВВП

Регион	Долговые ценные бумаги				Банковские кредиты	Рыночная капитализация акций
	государства	финансовых институтов	корпораций	всего		
Развивающиеся рынки, в том числе:	25,3	8,4	4,6	38,1	65,2	61,2
Африка	32,1	5,0	5,8	42,8	72,6	186,5
Азия ¹	22,3	13,4	6,9	42,6	103,6	74,1
Европа ²	26,9	0,5	1,0	27,7	24,3	34,1
Латинская Америка ³	28,9	5,3	2,6	36,8	20,9	40,2
Развитые рынки, в том числе:	66,5	57,3	16,4	140,2	76,8	91,4
Европа ⁴	53,6	29,8	10,0	93,3	103,9	54,6
Япония	141,0	25,6	16,3	182,9	94,4	78,5
США	47,1	94,4	22,0	163,5	45,8	129,0

¹Китай, Гонконг, Индия, Корея, Малайзия, Таиланд

²Чехия, Венгрия, Польша, Россия, Турция

³Аргентина, Бразилия, Чили, Колумбия, Мексика, Перу

⁴Австрия, Бельгия, Финляндия, Германия, Греция, Ирландия, Италия, Голландия, Португалия, Испания

Источники: Bank of International Settlements, Bloomberg, Standard & Poor's, International Monetary Fund.

До начала 80-х гг. рынки корпоративных облигаций в большинстве развитых стран практически отсутствовали, за исключением США, где исторически национальный рынок облигаций был важным источником финансирования корпоративного сектора. Во второй половине 90-х гг. как в Европе, так и (в несколько меньшей степени) в Японии, традиционная важность банковского кредитования в финансировании корпораций большого и среднего размера начала разрушаться.

Ослабление стандартов преемственности рынка, учреждение рейтинговых агентств, начало биржевой торговли со срочными сделками по долговым обязательствам, либерализация финансовых операций внесли существенный вклад в развитие рынков корпоративных облигаций. Национальные рынки корпоративных облигаций в развитых странах выросли приблизительно с 5 % ВВП в начале 80-х гг. до 16,4 % ВВП в 2000–2004 гг. (рисунок 2).



До введения евро большинство европейских рынков корпоративных облигаций было относительно небольшим. Европейское денежное объединение побудило многие европейские страны выпускать международные облигации. За период с 1997 по 2004 г. европейский рынок корпоративных облигаций продемонстрировал стремительный рост и увеличился приблизительно с 2,8 до 10,9 % ВВП (рисунок 2).

На этом фоне показателен рост рынка корпоративных облигаций в Германии. Спецификой облигационного рынка Германии является абсолютное преобладание банковских облигаций в структуре задолженности и ничтожная доля облигаций промышленных компаний. Эта специфика объясняется особой ролью банков в экономике страны. Они удовлетворяют большую часть потребностей крупных предприятий в долгосрочном капитале. Финансовый сектор Германии являет собой образец финансовой системы, основанной на банках, в противоположность финансовой системе, основанной на

рынке ценных бумаг, которая характерна для англосаксонских стран. Однако с конца 90-х гг. в Германии, как и в других странах ЕС, наблюдается стремительный рост заимствований на облигационном рынке нефинансовыми компаниями. В результате, если в 1999 г. соотношение корпоративных облигаций и ВВП составляло 1% (21,6 млрд евро), то в 2004 г. оно равнялось уже 8% (175,8 млрд евро).

В большинстве развивающихся стран рынки корпоративных облигаций также начали стремительно расти с середины 90-х гг. (рисунок 3). В Азии за период с 1997 по 2003 г. рынки корпоративных облигаций выросли с 4,3 до 8,4 % ВВП, со значительной разницей для отдельных стран. Особенно стремительно росли рынки корпоративных облигаций в тех странах, которые в наибольшей степени пострадали от валютного кризиса 90-х гг. За период с 1997 по 2003 г. рынки корпоративных облигаций Малайзии, Кореи и Таиланда удвоились, достигнув значений соответственно 43,3; 27,7 и 13,5 % ВВП.

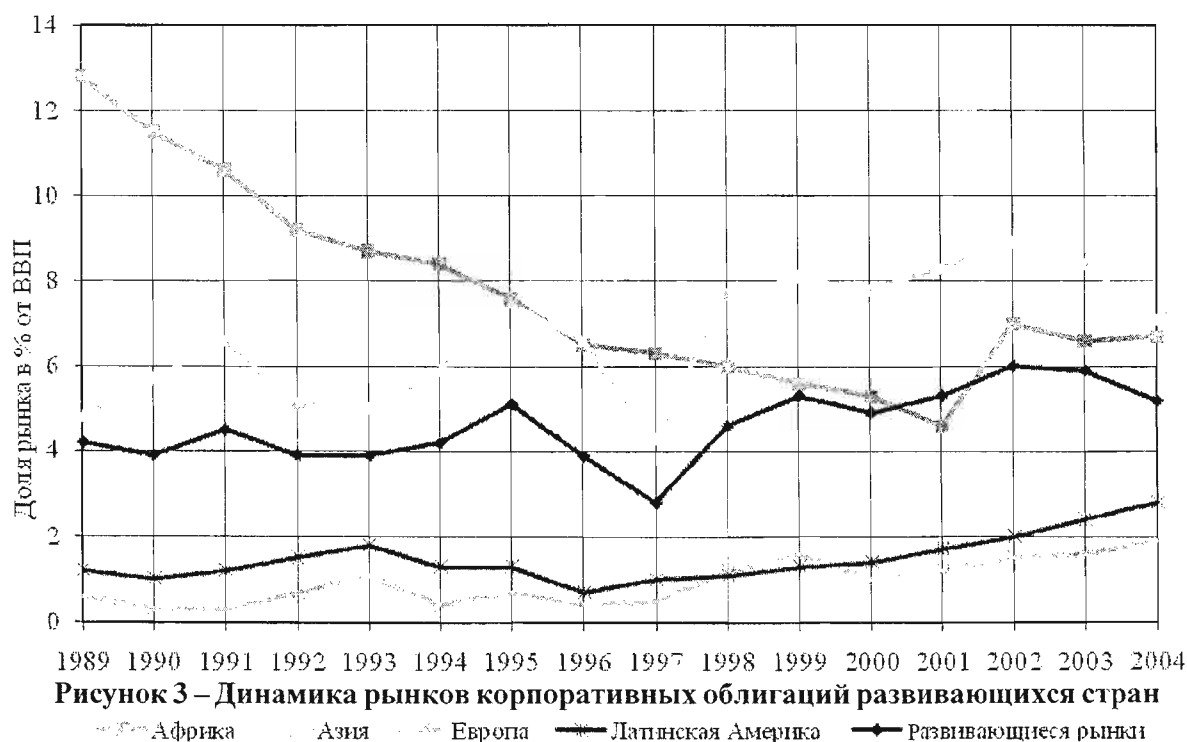


Рисунок 3 – Динамика рынков корпоративных облигаций развивающихся стран

— Африка - - - Азия - · - Европа — Латинская Америка ◆ — Развивающиеся рынки

В странах Латинской Америки с середины 90-х гг. рынки корпоративных облигаций более чем удвоились и в 2004 г. составляли 2,8 % ВВП. Особенно внушительный рост продемонстрировал рынок корпоративных облигаций Чили, который за период с 1997 по 2004 г. вырос более чем в пять раз – с 2,3 до 12,3 % ВВП.

Рост рынков корпоративных облигаций в странах Центральной и Восточной Европы был намного менее внушительным из-за превалирования банковских кредитов. В 2004 г. доля этих рынков составляла 1,9 % ВВП. Одно исключение составляет Чешская республика, где за период с 1997 по 2004 г. рынок корпоративных облигаций вырос почти

в четыре раза, достигнув в 2004 г. размера 4,0 % ВВП.

Таким образом, анализ динамики развития рынков корпоративных облигаций в развитых и развивающихся странах показал, что, начиная с середины 90-х гг. доля этих рынков в объеме ВВП стремительно растет. Причем темпы роста рынков облигаций не зависят от типа финансовой системы страны: ориентированной на банки или на фондовый рынок. Например, в большинстве развитых европейских стран финансовые системы основываются на банках, тем не менее именно в этих странах был отмечен наибольший рост рынков корпоративных облигаций. За период с 1997 по 2004 г. в развитых европейских странах рынки выросли в среднем более чем в три раза (см. рисунок 2).

Рынки корпоративных облигаций развиваются наиболее стремительно в тех странах, которые в наибольшей степени пострадали от валютного кризиса 90-х гг. или в которых происходили банковские кризисы. В качестве примера можно привести такие страны, как Малайзия и Корея, в которых за период с 1997 по 2003 г. доля рынков корпоративных облигаций в объеме ВВП удвоилась. Иначе говоря, прошедший в стране кризис толкает правительство этой страны к более решительным действиям в направлении развития рынков корпоративных облигаций.

Рынок корпоративных облигаций оказывает положительное влияние на экономику в целом. С одной стороны, конкурируя с рынком государственных облигаций, он позволяет снизить стоимость обслуживания государственного долга. С другой – конкурируя с кредитами, он позволяет постепенно удешевить стоимость заимствований, тем самым способствуя более быстрому развитию реального сектора экономики. Кроме того, рынок корпоративных облигаций увеличивает налоговые поступления в бюджет, а также способствует снижению инфляции и стабилизации валютного курса, поскольку отвлекает на себя часть свободных денежных средств.

В настоящее время в Беларуси сложились как никогда благоприятные предпосылки для ускоренного развития рынка корпоративных облигаций, которые состоят в следующем [8]:

- улучшение финансовых результатов деятельности предприятий различных отраслей экономики и, как результат, увеличение их спроса на инвестиции;
- стабилизация валютного курса, что способствует долгосрочным заимствованиям;

- снижение ставки рефинансирования, приводящее к снижению процентных ставок на долговом рынке и стоимости обслуживания долга;

- умеренная политика заимствований Минфина на внутреннем финансовом рынке (отказ от крупномасштабных заимствований под любые проценты);

- значительный инвестиционный потенциал населения, которое до сих пор предпочитает хранить свои накопления в иностранной валюте или на депозитах в банках;

- создана эффективная инфраструктура фондового рынка, состоящая из Белорусской валютно-фондовой биржи, двухуровневой депозитарной системы (включающей Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг, депозитарий Национального банка и 44 депозитария второго уровня), профессиональных участников рынка ценных бумаг, органов государственного регулирования и управления.

Главными причинами неразвитости белорусского рынка корпоративных облигаций являются:

- несовершенство законодательства, регулирующего порядок выпуска и обращения корпоративных облигаций, в первую очередь касающегося обеспечения исполнения обязательств по облигациям, а также возможности выпуска необеспеченных облигаций;

- высокая (40%) ставка налога на процентный доход по корпоративным облигациям и на доход от операций с корпоративными облигациями;

- отсутствие в республике независимых рейтинговых агентств;

- необходимость выплаты процентного дохода по корпоративной облигации за счет чистой прибыли эмитента;

- наличие преференций, в первую очередь налоговых, на рынке государственных ценных бумаг.

Таким образом, проблема формирования и развития секьюритизации финансовых активов в условиях переходной экономики является весьма многогранной и затрагивает интересы всех участников рынка, включая государство. Для того чтобы секьюритизация стала действенным инструментом развития экономики, необходимо реализовать комплексные меры по совершенствованию законодательства, формированию механизма организованного рынка ипотечных и корпоративных облигаций, организации работы с эмитентами и другими участниками рынка ценных бумаг.

ЛИТЕРАТУРА

1. О выпуске банками облигаций. Указ Президента Республики Беларусь от 28 августа 2006 г. № 537.
2. О налогообложении доходов, полученных в отдельных сферах деятельности. Декрет Президента Республики Беларусь от 23 декабря 1999 г. № 43 (в ред. Декретов Президента Республики Беларусь от 04.04.2002 № 10, от 12.11.2003 № 22, от 21.02.2006 № 3, от 26.12.2006 № 21).
3. Об освобождении доходов, полученных физическими лицами в виде процентов по облигациям открытого акционерного общества «Сбергательный банк «Беларусбанк», от обложения подоходным налогом. Указ Президента Республики Беларусь от 29 декабря 2004 года № 626.
4. Об освобождении доходов, полученных физическими лицами в виде процентов по облигациям банков, от обложения подоходным налогом. Указ Президента Республики Беларусь от 4 апреля 2006 г. № 201.
5. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства Финансов Республики Беларусь в 2006 году. Утвержден решением коллегии Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь 27 февраля 2007 г. Протокол № 1.
6. Порядок выпуска, обращения и погашения облигаций, выпускаемых банками. Утвержден постановлением Совета Министров Республики Беларусь и Национального банка Республики Беларусь от 29.12.2006 г. № 1753/22.
7. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь за первое полугодие 2007 г. – Минск, 2007. – 22 с.
8. *Бельзецкий, А.* Рынок корпоративных облигаций: от существующего к возникающему / А. Бельзецкий // *Фондовый вестник*. – 2004. – № 3. – С. 22–31

РЕЗЮМЕ

Секьюритизация позволяет привлечь дополнительные ресурсы, которые могут быть использованы для инвестиционного развития экономики Беларуси. В статье приведены основные преимущества, которые дает секьюритизация финансовых активов, описаны ее основные виды, проанализированы мировые тенденции развития рынка секьюритизируемых активов. Рассмотрены стратегические вопросы формирования секьюритизации в условиях переходной экономики и даны рекомендации для ее развития в Беларуси. Проанализированы тенденции развития рынка ипотечных облигаций в нашей стране, а также основные причины и направления развития рынков корпоративных облигаций за рубежом. Рассмотрены факторы, способствующие и препятствующие развитию рынка корпоративных облигаций в Беларуси.

* Статья поступила в редакцию 18 декабря 2007 г.