

УДК 336.7

*I. O. Туриница*ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханов», Москва,
e-mail: igor.turyanitsa@gmail.com

ГЕНЕЗИС РАЗВИТИЯ СЕКҮЮРИТИЗАЦИИ В УСЛОВИЯХ ТРАНСФОРМАЦИИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Ключевые слова: Секьюритизация, Asset-Backed Securities, Mortgage-Backed Securities, CDO, CMO, блокчейн, SMART-контракт, токенизация, токен.

Секьюритизация, возникшая как инновационный метод структурирования активов в конце XX века, продолжает трансформировать глобальные финансовые рынки. За последние десятилетия данный механизм укрепил свои позиции, став одним из ключевых инструментов финансирования для корпораций и институтов. Динамика развития секьюритизации характеризуется не только расширением спектра базовых активов – от традиционных ипотечных кредитов до сложных долговых обязательств, – но и адаптацией её моделей к меняющимся рыночным условиям. Это способствует повышению ликвидности, распределению рисков и созданию новых инвестиционных возможностей. В рамках исследования проведён анализ эволюции секьюритизации, а также её многопланового воздействия на финансовую систему. Особый акцент сделан на взаимосвязи между технологическими инновациями (такими как блокчейн, токенизация и SMART-контракты) и оптимизацией процессов секьюритизации. Рассмотрены перспективы интеграции данных технологий, включая повышение прозрачности транзакций и минимизацию операционных издержек. Результаты работы подчёркивают потенциал технологической синергии для снижения системных рисков и увеличения эффективности структурированных финансовых продуктов. Исследование вносит вклад в дискуссию о будущем секьюритизации в условиях цифровизации для дальнейшего изучения и практического использования.

I. O. Turyanitsa

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, e-mail: igor.turyanitsa@gmail.com

GENESIS OF SECURITIZATION DEVELOPMENT IN THE CONDITIONS OF FINANCIAL MARKET TRANSFORMATION

Keywords: Securitization, Asset-Backed Securities, Mortgage-Backed Securities, CDO, CMO, blockchain, SMART contract, tokenization, token.

Securitization, which emerged as an innovative method of asset structuring at the end of the 20th century, continues to transform global financial markets. Over the past decades, this mechanism has strengthened its position, becoming one of the key financing instruments for corporations and institutions. The dynamics of securitization development is characterized not only by the expansion of the range of underlying assets – from traditional mortgages to complex debt obligations – but also by the adaptation of its models to changing market conditions. This contributes to increased liquidity, risk allocation and the creation of new investment opportunities. The study analyzes the evolution of securitization as well as its multidimensional impact on the financial system. Particular emphasis is placed on the relationship between technological innovations (such as blockchain, tokenization and SMART contracts) and the optimization of securitization processes. Prospects for the integration of these technologies, including increased transaction transparency and minimization of transaction costs, are considered. The results emphasize the potential of technological synergies to reduce systemic risks and increase the efficiency of structured financial products. The study contributes to the debate on the future of securitization under digitalization for further study and practical application.

Введение

Секьюритизация, созданная как инновационный финансовый инструмент, на протяжении последних пяти десятилетий трансформировала глобальную финансовую систему и ее институты. Будучи значимым источником повышения ликвидности банковских институтов, инструментом перераспределения рисков и новаторским механиз-

мом структурированного финансирования, секьюритизация не только оставалась популярным инструментом для участников финансового рынка, но и продолжала эволюционировать, видоизменяя и модернизируя механизм фондирования банковских институтов и привлечения денежных средств для небанковских институтов. Несмотря на то, что ипотека продолжает оставаться популярным

базовым активом для секьюритизации, подтверждая свою востребованность обширной практикой, эволюция данного механизма финансирования привела к использованию и альтернативных активов. В разные периоды признания добивались и неипотечные банковские активы, и лизинговые платежи, и будущие денежные потоки от операционной деятельности компаний.

С учетом относительно короткого периода использования секьюритизации, данный механизм успел столкнуться с рядом вызовов и последующих ограничений. Финансовый кризис 2008 года сумел раскрыть для участников финансового рынка системные риски непрозрачности работы с активами в обеспечении выпускаемых облигаций, а также подсветить значимое влияние субъектов процесса секьюритизации на последующее ценообразование и восприятие на рынке получаемых ценных бумаг.

Целью работы является рассмотрение эволюции инструмента секьюритизации с выявлением контрольных точек развития данного механизма. Особое внимание выделяется развитию секьюритизации в условиях современных финтех направлений, в частности технологий распределительного реестра, блокчейна и СМАРТ-контрактов. Автор ставит своей задачей структуризацию подхода к изучению эволюции механизма секьюритизации и используемых классов активов.

Результаты исследования и их обсуждение

Секьюритизация – это процесс конструирования новой ценной бумаги, в обеспечении которой находится актив, способный генерировать денежный поток [1]. Механизм секьюритизации впервые возник в конце XX века в Соединенных Штатах Америки. В основе и обеспечении первых выпусков секьюритизации использовался ипотечный кредит, в связи с этим ключевыми институтами в развитии и формировании нового созданного рынка являлись Ginnie Mae, Fannie Mae и Freddie Mac [2]. Ginnie Mae, также известная как Правительственная национальная ипотечная ассоциация в США, выполнила функцию гаранта в первом выпуске MBS в 1970 году. MBS (Mortgage-Backed Securities), они же ипотечные ценные бумаги, продолжали выпускаться и в последующие годы, частично видоизменяясь, тем самым создавая новые инструменты на рын-

ке ценных бумаг. Крупнейшие ипотечные агентства в Соединенных Штатах Америки, Fannie Mae и Freddie Mac, поочередно сыграли системообразующую роль в дальнейшем развитии рынка секьюритизации на базе ипотечных активов. В 1981 году Fannie Mae секьюритизировал свой первый пул ипотечных кредитов, а в 1983 году Freddie Mac выпустили первые СМО (ипотечное обязательство с обеспечением). В основе обеспечения первых СМО находились тридцатилетние ипотечные кредиты в фиксированной ставкой для заемщиков.

Параллельно с созданием первых ипотечных ценных бумаг и последующих ипотечных обязательств с обеспечением, в обиходе участников финансового рынка того времени появился термин «секьюритизация». Именно этим термином была названа сделка эмиссии ценных бумаг с участием инвестиционного банка Salomon Brothers, в обеспечении которых находился залог прав требований по ипотечным кредитам. В последующие годы термин «секьюритизация» эволюционировал от узкоспециализированного обозначения механизма структурированного финансирования до одной из ключевых и популярнейших новых концепций на фондовом рынке. Так, например, журналист The New York Times Ф. Блекли (Bleckley, F.) в 1985 году, цитируя Уильяма Бенедетто (William Benedetto), директора инвестиционного банка в брокерской компании «Dean Witter Reynolds Inc», называет секьюритизацию «новой горячей игрой в креативном финансировании» [3]. В некотором роде, данная позиция становится пророческой. В том же 1985 году формируется рынок неипотечной секьюритизации (ABS, Asset-Backed Securities). Одной из первой эмиссией ABS, в обеспечении которых находился портфель автокредитов, стала сделка с основным участником в виде компании Chrysler Financial [4].

В последующие годы на рынке секьюритизации начали проявляться и иные виды активов. К 1996 году одним из самых быстрорастущих сегментов на долговом рынке США стала секьюритизация дебиторской задолженности (L.M. LoPucki) [5]. К концу XX века участники финансового рынка стали активно сталкиваться с секьюритизацией студенческих займов [6].

В завершении двадцатого столетия рынок секьюритизации разделился на три крупные подгруппы в зависимости от типа

активов в обеспечении выпусков: ипотечные кредиты, альтернативные активы (такие как дебиторская задолженность, студенческие займы и другие), интеллектуальная собственность. Механизм секьюритизации, основанный на интеллектуальной собственности, также известный как секьюритизация будущих потоков (FFS), заключается в процессе продажи прав на неизвестные будущие потоки доходов и последующем выпуске ценной бумаги, обеспеченной данными потоками. Примерами отчуждаемых активов в механизме секьюритизации будущих потоков могут являться доходы от товарных знаков, фирменных наименований, патентов, спортивных контрактов, роялти и прочего. Первой крупной сделкой секьюритизации интеллектуальной собственности можно считать сделку Morgan Stanley Dean Witter, в рамках которой удалось привлечь 1,4 миллиарда долларов США для гоночной организации «Формула 1» [7]. Инструмент в виде секьюритизации будущих доходов активно развивался на пересечении двадцатого и двадцать первого столетия. К 2005 году, например, было успешно завершено пятнадцать сделок секьюритизации будущих доходов от фильмов на общую привлеченную сумму в более 10 миллиардов долларов США [8].

В то же время в конце XX века начал развиваться новый механизм на стыке секьюритизации активов и будущих доходов. Whole-Business Securitization (WBS) как новый специализированный тип секьюритизации возник в Англии в 1990-ых годах. В рамках данного типа сделок секьюритизируются операционные активы компаний [9]. Также в конце двадцатого столетия продолжилось развитие обеспеченных обязательств. В дополнение к уже существующим СМО (ипотечное обязательство с обеспечением, первый выпуск которого прошел в 1983 году), на рынке начали образовываться обеспеченные долговые обязательства (CDO), в частности обеспеченные кредитные обязательства (CLO). CDO – это ценные бумаги, обеспеченные диверсифицированным пулом активов, в рамках которого может быть один или несколько типов долговых обязательств, несущих кредитный риск. При эмиссии CDO участники процесса стараются достичь цели в виде необходимого для инвестора профиля риск-доходности, в дополнение позволяющий оригиналатору отказаться от своих рисков [10]. В после-

дующие годы уже XXI столетия на рынке секьюритизации образовался настоящий «алфавитный суп» [6]. Инвесторам стали доступны CSO (обеспеченная синтетическая облигация, состоящая из набора синтетических активов), CFO (в основе которой находятся риски хедж-фондов и фондов прямых инвестиций), CCO (обеспеченная товарная облигация, в рамках которой приобретается риск от товарных производных финансовых инструментов), CXO (в основе которой находятся риски от обмена ставок производных финансовых инструментов).

К 2007-2008 годам фондовый рынок насчитывал обильное количество инструментов, получаемых с помощью механизма секьюритизации. Активное развитие и широкое использование синтетических CDO (разновидность классических CDO с базовым активом в виде производных финансовых активов, в том числе кредитно-дефолтных свопов, кредитных нот (CLN) и других) и «CDO в квадрате» (CDO с базовым активом в виде другого CDO) спровоцировали последующий финансовый кризис [11]. Однако после 2008 года использование синтетической секьюритизации было ограничено [12].

Несмотря на финансовый кризис и последующие санкции в использовании некоторых разновидностей секьюритизации, данный механизм продолжил активное развитие на основе актуальных трендов современности. Стоит отметить синергию инструмента секьюритизации и основных элементов устойчивого развития (ESG). В XXI веке активное распространение получила секьюритизация на основе солнечной энергии [13]. При этом важно отметить, что несмотря на развитие новых классов активов, основным типом секьюритизации по объемам эмиссии все равно считается секьюритизация ипотечных кредитов [14]. Однако современные тренды сдвинулись в сторону цифровизации и развития Индустрии 4.0. Теории цифровых финансов с финтехом, цифровыми активами и рынками пришли на смену классическим и неклассическим теориям финансов [15]. При этом цифровизация позволяет развить архитектуру финансового рынка, усовершенствовать ее на базе уже существующей [16]. Поэтому обоснованно ожидать внедрение новых технологий в механизм секьюритизации, в частности технологий блокчейна, токенизации и цифровых активов.

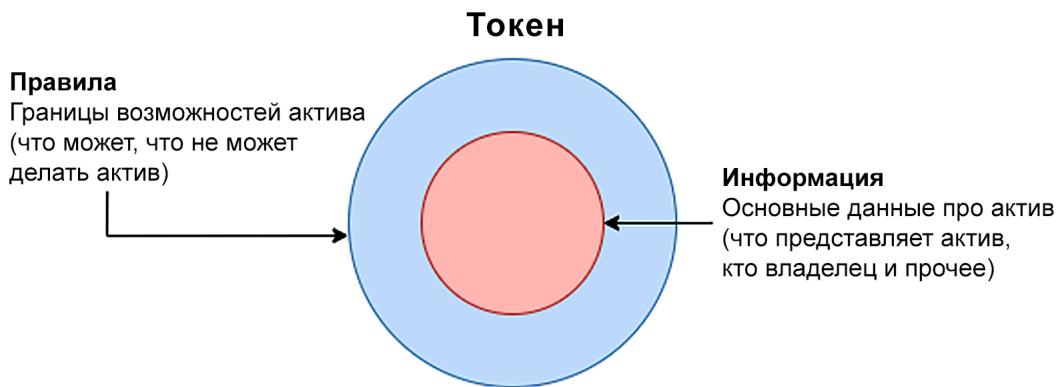


Рис. 1. Структура токена
Источник: переведено автором на основе [19]

Блокчейн – это распределительный реестр, в котором отражается общее представление сети о каждой когда-либо осуществленной транзакции [17]. По своей сути блокчейн это непрерывная цепочка записей транзакций в блоках. В каждом из таких блоков хранится информация о предыдущем и следующем блоке. Внедрение технологий блокчейн в процесс секьюритизации обоснован характерным использованием финансовыми рынками технического прогресса и перспективами улучшения расчетных процессов множества финансовых продуктов [18]. На основе блокчейн технологии существует процесс предоставления прав на активы в цифровом виде на программируемой платформе называемый токенизацией [19]. Токен состоит из двух элементов: правила и информации (рис. 1). Токен, в основе которого находятся другие активы, называется Asset-Backed Token.

По мнению ряда специалистов, внедрение технологий блокчейна и Asset-Backed Tokens в механизм секьюритизации может решить традиционные проблемы секьюритизации, в частности неипотечной, в виде асимметрии информации, неточных рейтингов эмиссионных бумаг и низкой ликвидности инструментов [20]. При этом это не единственные затруднения, которые могут быть решены за счет цифровизации процесса секьюритизации. Важно также отметить следующие предполагаемые преимущества [21]:

- Повышение прозрачности за счет наличия блоков с юридическими, оценочными данными, отдельными данными об активах в обеспечении и дальнейшее увеличение

доверия инвесторов к выпускаемым ценным бумагам.

- Повышение пропускной способности с помощью снижения количества посредников при эмиссии, сокращение материальных и человеческих ресурсов за счет автоматического выполнения СМАРТ-контрактов при соблюдении определенных условий.
- Ускорение расчетов при использовании токенов вместо традиционных ценных бумаг и уменьшение привязки ко времени работы биржи в связи с возможностью выполнять торговые операции с токенизованными активами на постоянной основе в любое время при поддержке СМАРТ-контрактов.

- Автоматическое отслеживание и поддерживание изменений в пуле секьюритизированных активов, ведение платежных записей инвесторов и вкладчиков в цифровом виде, формирование прозрачного и более точного рейтинга эмиссионных ценных бумаг при секьюритизации с помощью блокчейн технологий.

Внедрение блокчейн в финансовый рынок Российской Федерации также имеет место быть. В связи с развитием рынка цифровых финансовых активов (ЦФА) Банк России ввел понятие «цифровая секьюритизация», которое обозначает выпуск и передачу ЦФА, обеспеченных задолженностью третьих лиц [22]. В свою очередь сами ЦФА являются цифровыми правами, включающими денежные требования и ряд прочих прав [23].

При активном развитии цифровой секьюритизации в России возможны такие преимущества, как ускорение реализации сделки, удешевление обслуживания проекта и привлечение новых инвесторов [24].

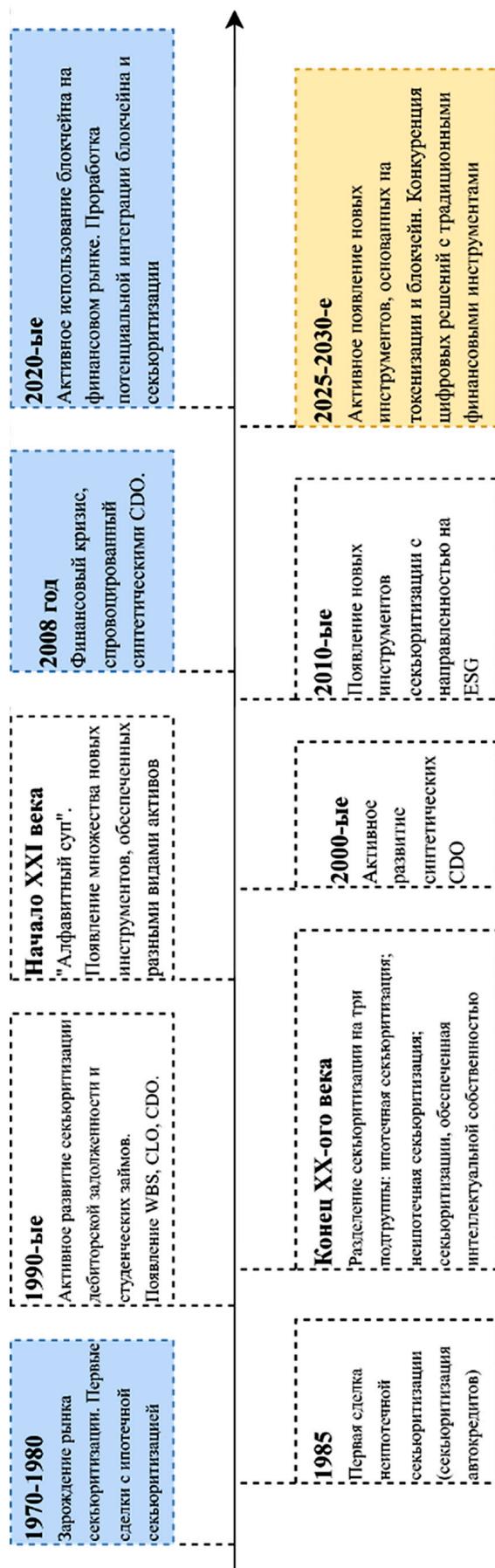


Рис. 2. Этапы развития секьюритизации в мире
Источник: составлено автором

Это обосновано автоматизацией всех необходимых расчетов и документов, прозрачностью активов в пуле обеспечения. Стоит также отметить, что в связи с динамичным развитием рынка ЦФА, цифровые инструменты со временем имеют шансы дополнить классические финансовые инструменты, в частности это утверждение актуально и для цифровой секьюритизации [25].

Отмечая вышеизложенные преимущества внедрения блокчейн технологий в процесс секьюритизации, автор считает, что подобная синергия относительно популярного финансового продукта или механизма финансирования как секьюритизация с современными технологиями способа дать импульс для дальнейших модернизации и развития не только самого процесса эмиссии ценных бумаг с обеспечением отчуждаемых активов, но и финансового рынка в целом. Удешевление эмиссии и ускорение процесса выпуска ценных бумаг при секьюритизации активов способно стать катализатором дальнейшего использования эмитентами данного механизма. Поэтому по мнению автора следующим этапом развития секьюритизации станет цифровая секьюритизация (рис. 2).

Заключение

Несмотря на относительно недавнее возникновение такого механизма финансирования как секьюритизация, финансовые инструменты на его основе обрели массовое распространение среди участников финансового рынка. В связи с этим секьюритизация активно модернизировалась, предлагая новые способы привлечения денежных средств на базе различных классов активов. Несмотря на негативные последствия подобного развития в виде финансового кризиса 2007-2008 годов, вызванного в том числе развитием синтетических CDO, рынок не отказался от дальнейшего использования секьюритизации активов.

Однако рынок секьюритизации может видоизменится с учетом развития блокчейн. С помощью синергии современных технологий распределительных реестров и механизма секьюритизации, эмитенты и инвесторы могут получить ряд преимуществ, в том числе ускорение эмиссии ценных бумаг, повышение прозрачности и ликвидности, автоматизацию процесса сделки и круглогодичную доступность для осуществления купли-продажи инструмента.

Библиографический список

1. Туряница И.О. Тип финансовой системы и развитие секьюритизации: вопросы взаимодействия // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2024. № 9-2. С. 332-337. DOI: 10.17513/vaael.3740.
2. Stone C.A., Zissu A. The Securitization Markets Handbook: Structures and Dynamics of Mortgage- and Asset-backed Securities. 2nd ed. 2012. 447 p.
3. Bleckley F. Hot new game in financing // The New York Times. 1985. June 14. URL: <https://www.nytimes.com/1985/06/04/business/hot-new-game-in-financing.html> (дата обращения: 10.02.2025).
4. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / Под ред. Лакхбира Хейра; Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. 416 с.
5. LoPucki L.M. The death of liability // Yale Law Journal. 1996. Vol. 106. P. 1–24.
6. Buchanan B.G. Securitization and the Global Economy. History and Prospects for the Future. 2017. 251 p.
7. Brandman J. IP securitization: And the bond played on // Global Finance. 1999. No. 13. P. 66–67.
8. Eisbruck J. H. Blockbuster or flop? The history and evolution of film receivables securitization, 1995–2005 // Journal of Structured Finance. 2005. Fall. P. 11–16.
9. Тарасов А. Сделки LBO: экономика, структурирование и секьюритизация // Энциклопедия российской секьюритизации. М., 2021. С. 120–127.
10. Marcantoni E. Collateralized Debt Obligations. A Moment Matching Pricing Technique based on Copula Functions. 2014. 93 p.
11. Вулф Мартин. Сдвиги и шоки: почему нас научил и еще должен научить финансовый кризис / пер. с англ. А. Гусев; научный редактор перевода Е. Головляницина. М.: Изд-во Института Гайдара, 2016 512 с.
12. Калмыков В.В. Развитие инструментария финансового инжиниринга в посткризисных условиях: дис. канд экон наук. М., 2016. 209 с. [Электронный ресурс]. URL: https://www.mirkin.ru/_docs/dissert106.pdf (дата обращения: 10.02.2025).
13. Газман В.Д. Секьюритизация лизинговых активов в солнечной энергетике // Экономический журнал Высшей школы экономики. 2023. Т. 27, № 4. С. 574-593.

14. Туриница И.О. Влияние ипотечной секьюритизации на ипотечный рынок в Российской Федерации. Определение актуальных рисков для ипотечного рынка и ипотечной секьюритизации // Финансовые рынки и банки. 2023. № 4. С. 114-119.
15. Фрумина С.В., Хоминич И.П., Челухина Н.Ф. Современные финансовые рынки в условиях нарастания глобальных рисков / мнение экспертов РЭУ им. Г.В. Плеханова // Банковские услуги. 2023. № 5. С. 2-13. DOI: 10.36992/2075-1915_2023_5_2.
16. Фрумина С.В., Галанов В.А. Архитектура цифрового финансового рынка // Сибирская финансовая школа. 2023. № 3(151). С. 67-74. DOI: 10.34020/1993-4386-2023-3-67-74.
17. Тапскотт Д., Тапскотт А. Технология блокчейн: то, что движет финансовой революцией сегодня / пер. с англ. К. Шашковой, Е. Ряхиной. М.: Эксмо, 2017. 448 с.
18. Генкин А., Михеев А. Блокчейн: Как это работает и что ждет нас завтра. М.: Альпина Паблишер, 2018. 592 с.
19. The role of securitization in tokenized assets [Электронный ресурс]. URL: https://assets-global.website-files.com/651206970b81ddce1edf1ea/6536e1b1436cbc683707a4f4_securitization-in-tokenized-assets.pdf (дата обращения: 10.02.2025).
20. Pan W., Qiu M. Application of blockchain in asset-backed securitization // 2020 IEEE 6th Intl Conference on Big Data Security on Cloud (BigDataSecurity). IEEE, 2020. P. 71–76.
21. Ashish Kumar, Rohit Kumar Sachan, Divya Singh, Rachna Jain. Analysis of Block Chain Applications in Asset Backed Securitization System // Procedia Computer Science. 2024. P. 147-153.
22. Банк России. Развитие рынка цифровых активов в Российской Федерации. Доклад для общественных консультаций [Электронный ресурс]. 2022. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/141991/Consultation_Paper_07112022.pdf (дата обращения: 10.02.2025).
23. Федеральному закону «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 31.07.2020 N 259-ФЗ.
24. Самохвалов С., Веролайнен А., Бельченко Л., Кашицын П. Значение цифровых финансовых активов для рынка секьюритизации // Совместный материал «Эксперт РА» и юридической фирмы «Меллинг, Войтишкин и партнеры». 2023. [Электронный ресурс]. URL: <https://raexpert.ru/docbank/835/f9a/1c2/9deba08fbeb51c230c869dd.pdf> (дата обращения: 10.02.2025).
25. Самохвалов С. Цифровая секьюритизация – с чего начать? // Энциклопедия российской секьюритизации. 2023. С. 74–77.