Алексей ТАРАСОВ,
эксперт по международным рынкам капитала, кандидат экономических наук, EMBA

Книжное обозрение

Предлагаемая заметка продолжает серию статей автора по обзору книг, посвященных рынкам капитала и инвестиционно-банковскому бизнесу, в которых значимое внимание уделяется сделкам секьюритизации[1]. Следует отметить, что в предложенных книгах делается акцент на таких фундаментальных аспектах, как инструментарий, структура и транзакционные стандарты рынков.

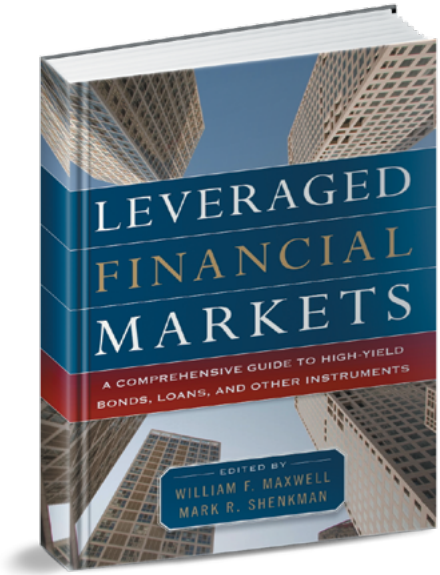
Начнем обозрение с книги «**Structured finance: techniques, products and market**»[2]. Данное издание составлено как сборник семи статей разных авторов. В них рассматривается весь спектр структурированных продуктов: секьюритизация, проектное финансирование, структурированные лизинговые сделки, сделки долгового выкупа. Книга начинается со статьи двух редакторов (*S. Gatti, S. Caselli*), посвященной общим характеристикам и свойствам рассматриваемых в сборнике сделок структурированного финансирования (*«Characteristics and Common Features of Structured Finance Transactions»*). Сделки секьюритизации рассматриваются

[1] Тарасов А. А. Книжное обозрение // Энциклопедия российской секьюритизации — 2022. СПб.: Любавич, 2022. С. 142–143.

[2] Caselli S. (editor), Gatti S. (editor). Structured finance: techniques, products and market, 2nd ed. Springer, 2017. 207 p.

в главе 2 (*«The Alchemy of Securitization. Evolution and Perspectives», авторы: P. Comuzzi, R. Tasca, S. Zambelli*), где описывается история развития рынка секьюритизации и его основные тенденции и перспективы, и в главе 7 (*«Securitization of Non-performing Loans», автор — A. Fabbri*), где рассматривается структурирование и реализация сделок секьюритизации просроченных кредитов. Две статьи сборника посвящены сделкам проектного финансирования: по аналогии с главами о секьюритизации, в первой (*«Project Finance», автор — S. Gatti*) предлагается обзор фундаментальных аспектов рынка проектного финансирования (историческая динамика, основные инструменты, отраслевые и географические особенности), во второй (*«Issues and Trends in Project Finance for Public Infrastructure», авторы: V. Vecchi, M. Hellowell, F. Casalini*) — анализируются сделки проектного финансирования для развития инфраструктуры. Также в сборнике весьма детально рассмотрены структурированные лизинговые сделки (*«Structured Leasing Transactions», автор — S. Caselli*) и сделки долгового финансирования (*«Leveraged Acquisitions: Technical and Financial Issues», автор — V. Capizzi*). Обратим внимание, что рассматривается второе издание сборника (первое вышло в свет в 2005 году[1]). По сравнению с предыдущим изданием, состоящим из пяти глав, в новое издание добавлены две «прикладные» главы, посвященные секьюритизации просроченных кредитов и сделкам проектного финансирования для развития инфраструктуры. Таким образом, на основании изучения данной книги можно получить достаточно детальное представление о ключевых инструментах структурированного финансирования. Из недостатков можно отметить относительно небольшой объем издания и большое количестве примеров и кейсов на материале именно итальянского финансового рынка.

[1] Caselli S. (editor), Gatti S. (editor). Structured finance: techniques, products and market, 1st ed. Springer, 2005. 206 p.



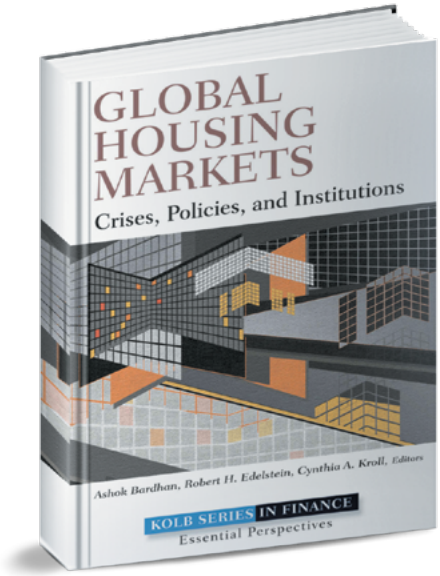
Вторая книга обзора **«Leveraged financial markets»**[2] посвящена высокодоходным рынкам капитала[3]. Издание состоит из 18 глав, каждая из которых написана автором (или группой авторов), являющимся практиком в соответствующей области. Статьи в книге можно разделить на пять блоков: (1) введение в высокодоходные рынки капитала (*«An overview of leveraged finance» и «The components of the leveraged finance market», автор — W. Maxwell*) и обзор основных инструментов рынка — высокодоходных кредитов (*«Leveraged loans as an Asset Class», автор — D. Toscano*) и высокодоходных облигаций (*«Bond Indentures and Bond Characteristics», автор — W. Whelan*); (2) методы анализа высокодоходных сделок, кредитные метрики и модели, а также роль рейтинговых агентств (данным темам посвящено четыре главы); (3) трейдинг и управление портфелем

[2] Maxwell W. (editor), Shenkman M. (editor). Leveraged financial markets: a comprehensive guide to loans, bonds, and other high-yield instruments. McGraw-Hill, 2010. 416 p.

[3] Тарасов А. А. Сделки LBO: экономика, структурирование и секьюритизация // Энциклопедия российской секьюритизации — 2021. СПб.: Любавич, 2021. С. 120–127.

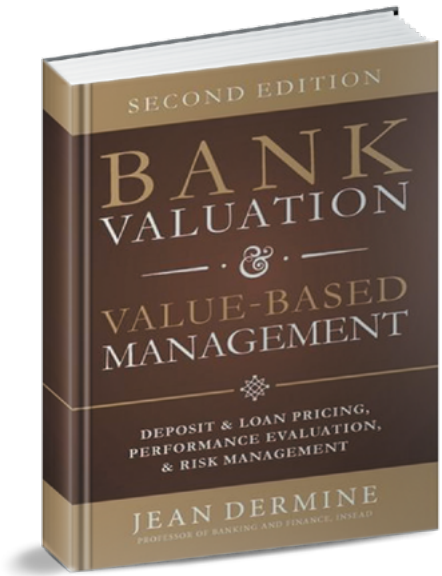
высокодоходных активов (четыре главы); (4) финансирование и инвестирование в проблемные активы (*«Debtor-in-Possession Financing», авторы: W. Maxwell, P. Delbridge; «Distressed Investing», автор — D. Breazzano*); сложноструктурированные сделки (четыре главы). Рассмотрим подробнее последний блок. В книге в двух главах детально анализируются сделки collateralized loan obligations (далее — «CLOs») (*«Collateralized Loan Obligations», авторы: F. Bernhard, J. Kim, J. Savas*) и рассматриваются различия между данными сделками и collateralized debt obligations (далее — «CDOs») (*«Differences between CLOs and Structured Finance CDOs», автор — J. Blau*). Также в двух главах рассматриваются credit default swaps (далее — «CDOs») (*«CDS: A Primer on Single Name Instruments and Strategies», автор — S. Mahadevan*) и особенности использования CDSs для высокодоходных кредитов (*«Leveraged Loan CDSs», авторы: V. Tirupattu, S. Mahadevan*). Таким образом, книга является одним из лучших изданий, посвященных высокодоходным рынкам капитала, и позволяет получить целостное представление об инструментах и процессах реализации сделок на данных рынках. При этом следует отметить, что книга, учитывая год ее выхода (2010), нуждается в переиздании, так как ряд приведенных в ней положений (включая рыночную статистику) уже потеряли актуальность.

Следующая книга, «**Global Housing Markets: Crises, Policies, and Institutions**»[1] посвящена описанию кризиса 2007 года, во многом вызванного рынками ипотеки и ипотечных ценных бумаг. Аналогично первым двум книгам обзора, данное издание составлено из статей разных авторов, при этом каждая глава посвящена отдельной стране. Книга охватывает все крупнейшие страновые рынки жилья и ипотеки в Азии, Европе и Америке. Две главы посвящены российскому рынку. В первой (*«The Housing Market in Russia:*



Lessons of the Mortgage Crisis», авторы: N. Kosareva, A. Tumanov) рассмотрены вопросы развития российского ипотечного рынка, включая высокие темпы роста рынка в 2000-х годах и особенности секьюритизации (регулирование, участники, структура сделок). Во второй (*«The Housing Market and Housing Finance in Russia and its Regions: A Quantitative Analysis», авторы: C. Sprenger, B. Urosevic*) приводится количественный анализ ипотечных рынков в российских регионах, включая влияние кризиса 2007 года на обслуживание кредитов и выявление различий между регионами. Как следует из данных глав, российский рынок ипотеки 2000-х прошел период бурного роста, и спад был вызван скорее внешними факторами, нежели наличием на рынке финансового пузыря. Большой интерес представляет написанная тремя редакторами книги первая глава (*«The Financial Crisis and Housing Markets Worldwide: Similarities, Differences, and Comparisons»*), посвященная глобальному анализу финансового кризиса и его влиянию на мировые рынки жилья. Книга рекомендуется как одна из лучших книг о причинах и последствиях глобального кризиса 2007 года в разрезе рынков жилья и ипотеки крупнейших экономик мира.

[1] Bardhan A., Edelstein R., Kroll C. (editors). Global Housing Markets: Crises, Policies, and Institutions. Wiley, 2011. 576 p.



Последняя публикация этого обзора, «**Bank Valuation and Value-Based Management**»[1], посвящена вопросам управления активами и пассивами банков. Книга состоит из четырех разделов: (1) первый раздел включает четыре главы и посвящен методам оценки стоимости банка (*«Bank Valuation»*), основным драйверам роста стоимости, а также роли комиссионных доходов как фактора создания стоимости; (2) во втором разделе в восьми главах рассматриваются подходы к управлению стоимостью банка (*«Value-Based Management»*), включая привлечение фондирования, оптимальное использование капитала и работу с просроченной задолженностью; (3) третий раздел из 11 глав рассматривает такие вопросы риск-менеджмента (*«Risk Management»*), как «value at risk», влияние рисков ликвидности на стоимость банка, использование деривативов; (4) заключительный раздел посвящен ряду специальных тем (*«Special Topics»*) в области регулирования и структурирования банковского бизнеса (данный раздел дополняет рассматриваемое второе издание по сравнению с первым[2]). Секьюритизация рассматривается во втором разделе как один из основных инструментов роста стоимости банка с точки зрения структурирования и экономики сделок. Важным плюсом книги является широта охваченных тем и аналитический подход к изложению материала. Книга будет интересна банковским специалистам, занимающимся сделками на рынках капитала, риск-менеджментом и регулированием банковской деятельности.

[1] Dermine J. Bank Valuation and Value Based Management. McGraw-Hill, 2014. 480 p.

[2] Dermine J. Bank Valuation and Value Based Management. McGraw-Hill, 2009. 442 p.