Англоязычные заимствования и проблемы нормотворчества на финансовом рынке

1. Введение

Всякая правотворческая деятельность как правило неразрывно связана с использованием языковых конструкций. Поскольку нормативный акт всегда имеет письменную форму, устанавливаемые им правила излагаются посредством письменной речи на определенном языке. Согласно **п. 1 ст. 68 Конституции РФ** общим для всей территории Российской Федерации **государственным языком является русский язык.**

Осуществляя свою нормотворческую функцию, законодатель сообщает установленное в нормативном акте правило индивидуально неопределенному кругу лиц. Так как нормативный акт устанавливает обязательные для этого круга лиц правила поведения, естественно предположить, что законодатель, формулируя нормативный акт, проявляет максимальную заботу о том, чтобы содержащееся в нем правило поведения могло быть правильно понято и исполнено теми, кому оно адресовано. В этом, собственно, состоит основная цель нормотворческой деятельности.

В свою очередь задача субъектов права и правоприменителей состоит в том, чтобы правильно истолковать волю законодателя, т.е. сформулированное им правило. Этой цели служат различные приемы толкования закона и договора. Первейший интерес для нас представляет грамматическое толкование закона.

Согласно ст. 431 Гражданского кодекса РФ при толковании условий договора должно приниматься во внимание **буквальное значение** содержащихся в нем слов и выражений – грамматическое толкование договора. Если буквальное значение условия договора оказывается неясным, то его значение устанавливается путем сопоставления этого условия с другими условиями договора и смыслом договора в целом – логическое толкование договора.

Положение ст. 431 ГК РФ о приоритете буквального (грамматического) толкования договора перед всеми иными видами толкования вполне обоснованно, поскольку оно основано на презумпции грамматически правильного и достоверного выражения сторонами договора своей действительной воли. В еще большей степени эта презумпция применима к толкованию закона[1]. Поэтому отступление от грамматического толкования нормы закона или иного нормативного акта может быть обусловлено только такими основаниями, как неясность смысла этой нормы либо ее противоречие другим нормам того же или иного нормативного акта.

Что представляет собой грамматическое толкование закона? Как и грамматическое толкование договора, это уяснение его смысла исходя из буквального значения использованных в законе слов и выражений (групп слов или словосочетаний), объединенных в предложения, то есть в группы слов, выражающие законченную мысль законодателя. Используемые в нормативных актах слова должны пониматься исходя из **общепринятого в**

[1] А.М. Эрделевский, О толковании закона, Научно-практический материал, 2001

русском языке значения, если их иное значение специально не определено законодателем или не следует явно из нормативного акта. Предложения же, то есть словесные конструкции, выражающие сообщения законодателя, должны толковаться исходя из смысла использованных в них слов и выражений и в соответствии с «Правилами русской орфографии и пунктуации», утвержденными Академией Наук СССР, Министерством высшего образования СССР и Министерством просвещения РСФСР, и введенными в действие Приказом Министра просвещения РСФСР от 23 марта 1956 г. № 94. Толкование правоприменительным органом нормативного акта в противоречии с этими Правилами само по себе представляет собой противоправное действие и должно влечь соответствующие последствия (например, отмену основанного на таком толковании судебного решения).

2. Проблемы толкования и перевода иноязычных терминов

Рассмотрим, каким образом задача выяснения буквального значения слов и выражений решается в современном финансовом законодательстве. На практике она тесно переплетается с другой проблемой – поиском и подбором адекватных русскоязычных терминов, обозначающих явления экономической жизни. Объективные сложности этого процесса, возникшие в последнее время, обусловлены глобализацией финансовых рынков, которая приводит к тому, что временной разрыв между «изобретением» новых финансовых инструментов на развитых рынках и попытками воспользоваться ими в российских условиях становится все короче. Благодаря СМИ и переводной литературе названия новых финансовых инструментов начинают самостоятельную жизнь в русском языке (фьючерсы, деривативы, ипотека, ипотечные кредиты, дефолт, секьюритизация, первичное размещение).

Однако регулярных соответствий для значительной части новых англоязычных терминов во многих случаях нет, а те варианты, которые в условиях вечной спешки предлагаются журналистами и переводчиками, в большинстве случаев заставляют морщиться как финансистов, так и лингвистов. Это и понятно. Соответствующие правовые и экономические категории (институты) не только не существуют в российском праве, но зачастую даже не имеют здесь близких аналогов. Многие инструменты, обращающиеся на западных рынках, и технологии финансирования пока не получили развития на отечественном финансовом рынке, что в свою очередь крайне затрудняет поиск адекватных русскоязычных эквивалентов, т.е. постоянных равнозначных соответствий, как правило, не зависящих от контекста[2].

Однако поскольку «нет такого слова, которое не могло бы быть переведено на другой язык хотя бы описательно, т.е. распространённым сочетанием слов данного языка»[3], на практике задача поиска соответствующего слова (термина) обычно решается одним из следующих способов.

Во-первых, всегда присутствует искушение оставить все как есть, то есть перенести в перевод то слово, которое присутствует на языке оригинала, сохранив его написание латинскими буквами. Если говорить о деловой литературе и журналистике, то в последнее время в конечный текст из оригинала зачастую переносятся названия компаний, как крупных, так и малоизвестных, наименования финансовых инструментов или надзорных органов. Этот прием широко использовался и при переводе настоящей книги, поскольку стиль и строй русского предложения от этого практически не страдает. Гораздо важнее дать

[2] Рецкер Я.И. Теория перевода и переводческая практика. М., 1974)
[3] Федоров А.В. Основы общей теории перевода, М., 1983

заинтересованному читателю точное написание ключевого слова, тем самым облегая ему поиск дополнительной информации, например, в сети Интернет.

Второй способ заключается в том, что переводчик пишет переводимое слово на кириллице, то есть изображает его русскими буквами. Лингвисты различают здесь два варианта (транскрипция – передача звуковой оболочки слова; транслитерация – замена латинских букв русскими). Его использование бывает оправдано лишь тогда, когда – неважно, по какой причине – написанное кириллицей «чужестранное» слово более или менее органично воспринимается в русском языке: глагол поддается спряжению, а существительное – склонению по одной из существующих парадигм (моделей). Названые условия – это минимальный набор требований, в какой-то мере оправдывающих данный, далеко не самый удачный способ перевода.

В-третьих, возможен так называемый «прямой» перевод (калькирование) иностранного слова, когда используется тот вариант перевода, который дают общие двуязычные словари, а в случае новой терминологии – толковые словари языка-оригинала и словари синонимов. Если искомое слово не зафиксировано в толковых словарях, что бывает очень часто, когда речь идет о новых явлениях, то можно использовать имеющийся перевод слов с близким значением (синонимов).

В-четвертых, в процессе перевода могут подбираться те русские или уже укоренившиеся в русском языке слова и словосочетания, которые достаточно точно отражают сущность называемого явления, однако весьма далеки от так называемых регулярных соответствий, которые приводятся в двуязычных словарях.

Нетрудно заметить, что перечисленные выше четыре способа перевода расположены в порядке возрастания требующихся от переводчика усилий. Сказанное отнюдь не означает, что использование последнего (смыслового) из них заведомо гарантирует более качественный перевод, нежели попытка перевести термин «напрямую» или путем транслитерации. Достижение адекватности перевода – вещь очень сложная и не поддающаяся автоматизации. Готовых рецептов тут, к сожалению, не существует..

Сторонники второго способа (и значительная часть специалистов в области сравнительного правоведения) выступают за то, чтобы новый (специальный) термин на всех языках звучал (и выглядел на письме) точно так, как и в языке оригинала. Это, мол, даст возможность избежать недоразумений, путаницы, разночтений и т.п. Однако такой подход справедлив лишь в том случае, когда речь идет об устном общении специалистов между собой на профессиональном жаргоне или профессиональном просторечии[4]. Жаргон делает общение лаконичным и точным. Но жаргоны характерны исключительно для устной формы: они развиваются по другим правилам, нежели письменная форма речи и специальная литература. Необходимости внедрять эти правила в письменный стиль речи никогда не существовало, отсутствует она и в настоящее время. По этой причине в письменных формах, предназначенных для публикации – не только в книгах и статьях, но и в переписке между специалистами – употребление жаргонной лексики нежелательно (или даже недопустимо).

В мире нет ни одного языка, в котором не было бы заимствованных слов. Нелингвистические причины языковых заимствований различны: исторические контакты народов и наличие определенного уровня двуязычия, потребность в наименовании новой вещи, нового понятия, новаторство нации в какой-либо отдельной сфере деятельности, престижность иноязычного слова по сравнению с исконным, экономия языковых средств. Есть и собственно языковые причины заимствований: необходимость пополнять недостающие звенья в лексической системе языка; необходимость точнее выразить при помощи заимствованных слов те или иные понятия; тенденция к устранению омонимии (то

[4] Скворцов Л.И. Литературный язык, просторечие и жаргоны в их взаимодействии. – Сб. Литературная норма и просторечие. М.: Наука, 1977.

есть слов, звучащих одинаково, но имеющих разные значения) или полисемии (многозначности) исконного слова; тенденция пополнять экспрессивные (выразительные) средства языка. Конечно, следует осознавать, что в эпоху глобализации невозможно совсем отказываться от использования терминов, рожденных языком оригинала[5].

Итак, основные способы введения иноязычного слова в текст (в том числе, нормативный) – перевод, транскрипция, транслитерация.

Перевод – передача готовыми средствами языка, то есть с помощью слов, уже существующих в языке. Так передается вся масса иностранного текста, имеющая смысловое соответствие в русском языке. Для собственных имен перевод в большинстве случаев недопустим.

Транскрипция – механическое перенесение термина из иностранного языка в язык перевода графическими средствами последнего с максимальным приближением к оригинальной фонетической форме[6]. При практической транскрипции в качестве таких знаков используется исторически сложившаяся орфографическая система того языка, на который передаются иностранные имена и названия. Помимо чисто утилитарных соображений единообразие в написании иностранных имен, как и всякое единство орфографии, является показателем общей культуры языка, а также культуры его носителей.

Транслитерация – передача, переписывание слова «буквы в букву», в отличие от транскрипции – передачи звуков слова (хрестоматийный пример: д-р Уотсон будет приблизительной транскрипцией, а Ватсон – транслитерацией имени литературного героя).

В теории языкознания иноязычные слова делятся на неосвоенные заимствования, экзотизмы и варваризмы.

Неосвоенные заимствования не вполне «акклиматизировались» в русском языке, они ещё ощущаются как слова чужеземного происхождения. Часто употребляются, но еще не до конца прижились в русском языке, имеют оттенок «иностранности», зачастую требуют разъяснения. Если иметь в виду морфологическую природу заимствования, то нужно сказать, что выделение морфемы происходит на основе словесного ряда, состоящего из слов, характеризующихся повторяемостью какого-либо структурного элемента. Например: холдинг, прессинг, мониторинг. Влияние социально-экономических, политических связей общества может привести к появлению слов – параллелей к уже имеющимся наименованиям. Например: кастинг - отбор; этнический – народный, приоритет – первенство.

Экзотизмы выражают реалии другой страны, другого народа. В экзотических словах изменена только графика. Они представляют собой по существу незамкнутые группы слов. Употребление их обусловлено тематической необходимостью: 1) описание обрядов, 2) быта, 3) домашней утвари, 4) обычаев, 5) одежды и т. п. той или иной страны. Например, слово «хакама» обозначает самурайские брюки. Экзотическая лексика, в отличие от заимствованных слов, не теряет ничего или почти ничего (графический облик) из черт, присущих им как единицам языка, которому они обязаны своим происхождением. Экзотизм, с заимствованием самого предмета (обычая), им обозначаемого, также может превращаться в неосвоенное заимствованное слово. Например, слово смог. (Смог - туман в Лондоне). Это слово очень быстро прижилось в русском языке. И из экзотизма превратилось в неосвоенное заимствованное. Экзотизмы можно разделить на узкие и широкие. Узкие экзотизмы отражают быт, культуру одной страны, широкие – называют явления, свойственные жизни нескольких стран.

Варваризмы отличаются от всех остальных заимствований они тем, что объяснение их значений нельзя найти в толковых словарях русского языка. Они имеют синонимы в

[5] См. Приложение № 1.
[6] См.: С. Влахов, С. Флорин Непереводимое в переводе, М., 1980

литературном языке. Особенно много варваризмов среди интернациональных слов и разного рода специальных терминов – общественно-политических, научно-технических. Например: шоппинг, ноу-хау и т.п. «Чужеродность» этих слов проявляется в том, что многие из них не имеют форм склонения.

Из потока иностранных слов, наводняющего язык в эпохи социальных потрясений и научно-технических революций, удерживается лишь некоторая часть. Процесс адаптации иноязычных слов, управляемый, как и все языковые процессы, прежде всего внутриязыковыми факторами, до какой-то степени может регулироваться и экстралингвистичесими силами – по крайней мере, возможности вмешательства человека и общества в этот процесс больше, чем в том случае, когда речь идет о фонетических и в особенности грамматических изменениях. В языковом сообществе всегда имеются консервативные силы, препятствующие проникновению в язык «засоряющих» его иностранных слов – как и вообще всем инновациям (изменениям в произношении, в том числе в ударении, сдвигам значения, проникновению в литературный язык жаргонизмов, профессионализмов и т.д.).

Защита языка от иностранных слов имеет обычно еще и ярко выраженную идеологическую окраску. Однако, независимо от вызвавших их к жизни идеологических устремлений, такие консервативные силы объективно выполняют весьма важную общественную функцию поддержания естественного баланса между старым и новым, необходимого для нормального функционирования языка. Например, авторитет А.И.Солженицына, являющегося противником употребления иноязычных слов и предлагающего заменять их словами русского происхождения, возможно, окажется достаточно велик, чтобы оказать некоторое влияние на судьбу тех или иных иноязычных слов. Иногда языковое сообщество идет даже на административные меры. Так, во Франции в порядке борьбы, прежде всего, с англицизмами недавно был введен список из приблизительно 3000 слов, ограничивающий возможности употребления иностранных слов в создаваемых на французском языке текстах, предназначенных для средств массовой информации.

Калька – единица, созданная путем заимствования структуры элемента чужого языка (слова или словосочетания) с заменой его материального воплощения средствами родного языка; процесс создания кальки называется калькированием. В зависимости от того, структура какого языкового элемента копируется, кальки делятся на словообразовательные, фразеологические и семантические. При словообразовательном калькировании воспроизводится морфологическая структура слова. Так, русское слово мировоззрение является калькой с немецкого Weltanschauung, мероприятие – калькой с немецкого Maßnahme.

Семантической калькой называется придание слову родного языка отсутствовавшего у него ранее переносного значения – по образцу некоторого слова другого языка. Так, русский глагол трогать приобрел значение «волновать чувства» под влиянием французского слова toucher, имеющего оба значения (прямое и переносное). Слово трогать в переносном значении, а также образованное от него прилагательное трогательный появились в русском языке на рубеже XVIII-XIX вв. – наряду со многими другими семантическими кальками, созданными в эту эпоху; например, слова влияние, вдохновение, впечатление приобрели современное значение под влиянием имеющих ту же внутреннюю форму французских слов influence, inspiration, impression. Как и другие типы заимствований, калькированные значения не всегда закрепляются в языке. Примером не сохранившейся семантической кальки может служить значение «атом» у латинского слова individuum (поморфемно соответствующего греческому «неделимый»).

Калькирование тем самым выполняет в языке очень важную функцию, выступая в качестве проводника культурного влияния. Поэтому наиболее последовательные партизаны

идеи национальной самобытности являются противниками не только заимствования слов в их иноземном обличье, но и калькирования, поскольку таким образом заменяется лишь внешность, а «чуждая» суть остается. Предложенные в начале XIX в. идеологами славянофильства слова колоземица вместо атмосфера, мокроступы вместо калоши, ловкосилие вместо гимнастика и т.п. имеют свою собственную, некалькированную внутреннюю структуру. В Германии на волне аналогичного идейного течения была создана, в частности, оригинальная грамматическая терминология (например существительное – Sachwort букв. «вещественное слово», глагол – Zeitwort, букв. «временное слово» и т.п.); ср. также другие немецкие слова с оригинальной внутренней формой, такие, как Hochzeit «свадьба», букв. «высокое время», wahrnehmen «воспринимать», букв. «брать правду» и т.п.

Действительно, калькирование, как и всякое заимствование, является в некотором смысле свидетельством слабости, т.е. недостаточности средств собственного языка – или нежелания говорящих сделать усилие, чтобы эти средства изыскать; в некотором смысле это путь наименьшего сопротивления. В частности, калькирование – это первый признак плохого перевода и вообще недостаточного владения языком. Наоборот, хорошее знание языка предполагает умение выражаться «идиоматично», т.е. знание готовых словосочетаний иностранного языка, позволяющее избежать калькирования (т.е. пословного перевода) конструкций родного языка.

Перейдем к постановке некоторых лингвистических вопросов, которые непосредственно связаны с формированием терминологической основы российского финансового законодательства. При этом мы затронем несколько проблемных областей – секьюритизацию, деривативы, первичные размещения и ипотеку. Прежде чем перейти к формулированию вопросов, в каждом случае дается краткое описание основных финансовых концепций, вводится базовая терминология и характеризуется текущее состояние рынка.

3. Секьюритизации активов (Asset Securitisation)

` Дадим краткое определение и опишем содержание секьюритизации активов. В качестве важнейших элементов определения секьюритизации активов выделяют следующие три конституирующих признака:

- выделение определенного имущества посредством его юридического обособления и отделения от хозяйственных и операционных рисков оригинатора (изоляция рисков пула от рисков продавца)
- использование активов и иного обеспечения в качестве обеспечения (Collateral) при выпуске ценных бумаг (уступка активов и предоставление обеспечения в пользу инвесторов)
- использование порождаемых активами потоков платежей для осуществления процентных и капитальных выплат по ABS (непосредственная связь потоков платежей, генерируемых активами и ценными бумагами).

Таким образом, **секьюритизация активов**[7] – это инновационная техника (способ) финансирования, при которой:

- диверсифицированный пул финансовых активов выделяется (списывается) с баланса банка или иного предприятия,

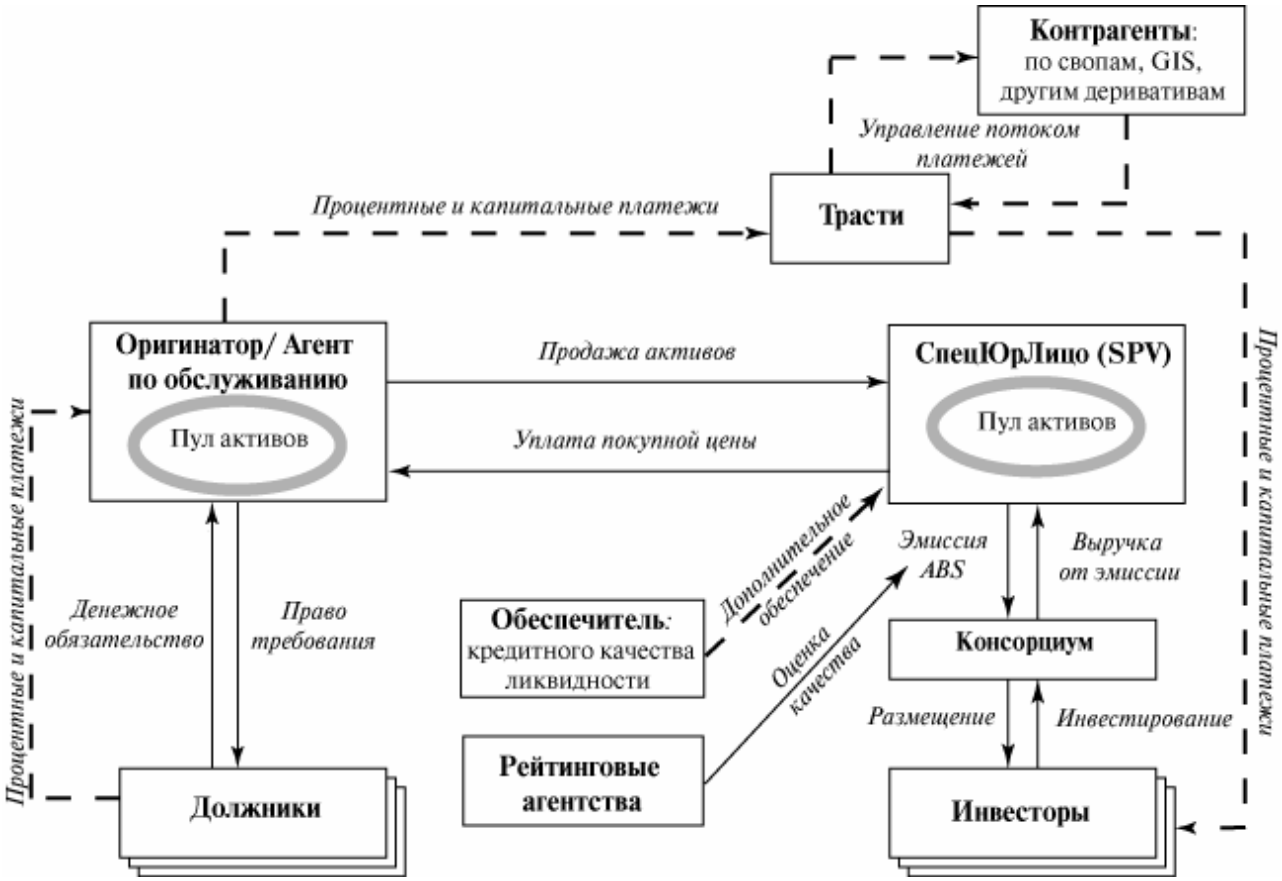
[7] Данное определение взято из книги Х.П. Бэр, «Секьюритизации активов», Волтерс Клувер, 2006, перевод Ю.М. Алексеев, О.М. Иванов.

- приобретает юридическую самостоятельность путем передачи специально созданному юридическому лицу (SPV),
- которое осуществляет его рефинансирование на международном рынке капиталов или денежном рынке посредством выпуска ценных бумаг.

При этом речь идет о превращении мало ликвидного, не обращающегося на рынке имущества в форму финансовых инструментов денежного рынка или рынка капиталов.

В дополнение к юридическому обособлению активов имеет место прямая привязка потоков платежей, генерируемых финансовыми активами, к процентным и капитальным платежам по вновь сконструированным ценным бумагам. Тем самым из рассмотрения исключаются такие ценные бумаги, которые хотя и обеспечены пулом активов, однако обслуживаются из средств всего предприятия, а активы, соответственно, остаются на балансе предприятия. Это, в частности, имеет место при выпуске ипотечных облигаций (Mortgage-Backed Bonds) или закладных листов ипотечных банков (Pfandbrief).

Базовая схема сделки секьюритизации активов имеет следующий вид:



Приведем краткую информацию о сделках секьюритизации с участием российских оригинаторов в 2004-2006 гг.[8]

[8] Российский Форум Секьюритизации. Отчет по сделкам секьюритизации с участием российских оригинаторов, Октябрь, 2006

Оригинатор	Дата закрытия сделки	Заявленная величина пула активов ($ млн.)	Категория секьюритизируемых активов
ОАО «РЖД»	30.03.2006	495,49	Поступления по договорам лизинга
Банк «Русский стандарт»	27.03.2006	359,19	Потребительские кредиты
Home Credit&Finance Bank	07.12.2005	149,03	Потребительские кредиты
Альфа-банк	28.03.2006	350	Диверсифицированные будущие платежные потоки
Банк «Союз»	27.07.2005	49,8	Автокредиты
Росбанк	26.10.2004	300	Будущие поступления по платежным картам
ОАО «Газпром»	23.07.2004	1250	Будущие поступления от экспорта
ОАО «Внешторгбанк»	18.07.2006	88,3	Жилищная ипотека
Городской ипотечный банк	10.08.2006	73,9	Жилищная ипотека

По состоянию на 1 сентября 2006 года в общей сложности было проведено 9 сделок секьюритизации с участием российских оригинаторов, причем 5 из 9 сделок были закрыты в первые 8 месяцев 2006 года, в то время как на предыдущие два года приходится всего 4 сделки (по две в год). При этом все ценные бумаги, выпущенные в рамках секьюритизации с участием российских оригинаторов, находятся в обращении. Ближайший юридический срок погашения – 24.09.2009 г. (сделка с участием Росбанка).

На сегодняшний день в сделках секьюритизации активов в России, общий объем которых составил $3116 млн., в качестве оригинаторов приняли участие 7 финансовых организаций (т.е. банков) и 2 организации нефинансового сектора, на которые пришлось 43% ($1,37 млрд) и 57% ($1,7 млрд) от общего объема сделок соответственно. Крупнейшей по объему оказалась сделка с участием ОАО «Газпром», проведенная в 2004 году и составившая 40% от общего объема сделок секьюритизации. Объем сделок в 2006 году составил $1367 млн., или около 44% от общего объема сделок секьюритизации, проведенных с участием российских оригинаторов.

Профессиональный жаргон секьюритизации является весьма обширным, однако он употребляется не единообразно, поэтому очень важно максимально точно определить и классифицировать основные понятия и термины.

Некоторые термины, используемые в сделках секьюритизации активов, приведены в следующей таблице[9].

Термин	Объяснение
Организатор (Arranger)	Сторона, которая консультирует оригинатора по юридическим вопросам и оформлению сделки секьюритизации активов, а также оказывает ему консультационную поддержку при ее проведении. Помимо структурирования трансакции он обычно участвует в размещении ценных бумаг в качестве ведущего менеджера или андеррайтера. Как правило в этой роли выступает инвестиционный

[9] Взято из книги Х.П. Бэр, «Секьюритизации активов», Волтерс Клувер, 2006, перевод Ю.М. Алексеев, О.М. Иванов

	банк, располагающий всеми необходимыми ноу-хау.
Секьюритизация активов (Asset Securitisation)	Процесс превращения низколиквидных, не обращающихся на рынке финансовых активов в торгуемые ценные бумаги. С финансово-экономической точки зрения под этим термином понимается инновационная форма привлечения средств, сопровождающаяся списанием активов с баланса оригинатора (Off-Balance-Sheet-Financing).
Активы (Asset)	Активы, отраженное в балансе имущество. При секьюритизации активов речь идет о таком имуществе, которое генерирует некоторый известный поток платежей. Как правило под активами понимаются права требования (поступления), например дебиторская задолженность или требования возврата основной суммы долга и процентов, возникающие по кредитным договорам.
Ценные бумаги с покрытием в виде финансовых активов; Ценные бумаги, обеспеченные активами (Asset-Backed Securities, ABS)	Ценные бумаги (Securities), которые обеспечены пулом финансовых активов. Помимо этого процентные и капитальные выплаты по этим ценным бумагам осуществляются непосредственно за счет денежного потока, порождаемого пулом активов. Эти ценные бумаги представляют собой либо обычные долговые обязательства, возникающие из отношений займа (Pay-Through Securities), либо ценные бумаги, удостоверяющие долю участия (Pass-Through Securities), по аналогии с участием в капитале инвестиционного фонда. ABS можно рассматривать в качестве конечного продукта секьюритизации активов.
Механизмы повышения надежности ценных бумаг и ликвидности (Credit- and Liquidity Enhancement)	Способы улучшения кредитного качества финансирования при секьюритизации активов, предусматривающие внутренние или внешние меры, направленные на снижение кредитных рисков. Применяются в целях защиты инвесторов от потерь, возникающих в результате неисполнения/дефолта отдельных требований или задержки выплат (недостаточной ликвидности). Синоним: кредитная поддержка и обеспечение ликвидности (Credit- and Liquidity Support).
Обеспечитель (Credit- and Liquidity Enhancer)	Сторона, которая обеспечивает повышение надежности ценных бумаг (кредитную поддержку) и/или ликвидности. В этой роли чаще всего выступают банки и специализированные страховые компании. Синоним: кредитный провайдер (Credit- and Liquidity Provider).
Инвестор (Investor)	Покупатель ABS. Он обладает определенными правомочиями в отношении секьюритизируемого имущества (долевые ценные бумаги) или правами на получение платежей, порождаемых принадлежащим СпецЮрЛицу имуществом (долговые ценные бумаги). Как правило покупателями выступают институциональные инвесторы – банки, страховые компании и инвестиционные фонды.
Эмитент (Issuer)	Сторона, которая от собственного имени осуществляет выпуск ценных бумаг. Термин «эмитент» в данной книге употребляется в качестве синонима СпецЮрЛица (SPV), в то же время в литературе эмитентом иногда называют оригинатора.
Сделка с несколькими оригинаторами, Multi-Seller Vehicle (MSV) или Multi-Originator Vehicle (MOV)	Специальный способ структурирования сделок секьюритизации активов, при котором активы приобретаются СпецЮрЛицом (SPV) у нескольких компаний (оригинаторов) – в некоторых случаях, даже инкорпорированных в разных странах. Используя эту конструкцию (MSV) несколько оригинаторов могут осуществить единый выпуск ABS под свои активы. Она позволяет существенно снизить минимально необходимый объем активов, приходящийся на одного оригинатора (до 10-20 млн долл.). Финансовые средства привлекаются обычно путем выпуска коммерческих ценных бумаг или эмиссии среднесрочных нот. Структурирование, предполагающее секьюритизацию активов единственного оригинатор, называется соответственно Single-Seller Vehicle (SSV), Stand-Alone Vehicle (SAV) или Single-Originator Vehicle (SOV).
Оригинатор (Originator)	Предприятие, которое продает СпецЮрЛицу (SPV) часть активов из своего портфеля, соответствующих заданным критериям. Обычно им выступает компания, которая порождает эти активы в рамках своей обычной хозяйственной деятельности. Однако активы могут также приобретаться у других компаний с целью их последующей секьюритизации.

Должник (Obligor)	Должник оригинатора, платежи которого формируют поток платежей, используемый для обслуживания ценных бумаг. Как правило он вообще не уведомляется об уступке требования СпецЮрЛицу (Non-Notification).
Рейтинг (Rating)	Критерий кредитного качества (надежности) ценных бумаг, характеризующий вероятность своевременного и полного исполнения обязательств по ним. Этим же термином часто обозначают процесс оценки качества ценных бумаг и присвоения рейтинга.
Агент по обслуживанию, обслуживающая компания (Servicer/Service Agent/Administrator)	Предприятие, которое осуществляет обслуживание активов после их продажи оригинатором. Из экономических соображений в большей части случаев оригинатор оставляет за собой функции по обслуживанию активов, получая за это вознаграждение. В дальнейшем мы будем избегать использования термина администратор (Administrator) и использовать в основном термины обслуживающая компания (Servicer) и агент по обслуживанию активов (Service Agent).
Специально созданное юридическое лицо, СпецЮрЛицо (Special Purpose Vehicle, SPV)	Юридически самостоятельное и экономически независимое юридическое лицо, созданное специально с целью привлечения финансирования путем секьюритизации активов. СпецЮрЛицо может создаваться в форме траста или хозяйственного общества. Чтобы избежать консолидации СпецЮрЛица с самим оригинатором или инвестиционным банком, оно должно быть учреждено без участия оригинатора. В отношении него по возможности должен также выполняться критерий налоговой нейтральности. Его акции как правило передаются некоммерческому (Charitable) трасту. Поскольку в числе учредителей СпецЮрЛица отсутствуют участвующие в сделке лица, оно часто называется «предприятием, лишенным учредителей» (Orphan Company). Синонимы: кондуит (Conduit), Special Purpose Company (SPC), Special Purpose Entity (SPE), Limited Purpose Company (LPC). В немецкоязычной литературе используются также термины проектная компания, компания, создаваемая для специальных целей.
Доверенное лицо, трасти (Trustee)	Сторона, которая в качестве фидуциарного собственника обладает преимущественным правом в отношении активов, то есть при определенных условиях вправе распоряжаться активами от собственного имени, но в чужих интересах (в пользу инвесторов). Трасти следит за осуществлением прав владельцев ценных бумаг.

Кратко остановимся на вопросе о том, как рассматриваемые англицизмы приживаются на европейском континенте. Если во Франции уже укоренилось специальное обозначение для секьюритизации активов – «Titrisation»[10], то в германо-говорящих странах до настоящего времени для нее не существует специального термина. Поэтому на практике, а также в немецкоязычной литературе используются следующие обозначения:

- выпуск ценных бумаг под имущество, активы или кредиты (Vermögens-, Aktiven-, Kreditverbriefung),
- оформление требований в виде ценных бумаг (Verbiefung von Forderungen),
- ценные бумаги с покрытием или залоговым обеспечением (Vermögensgedeckte oder kollateralisierte Wertpapiere),
- секьюритизация имущественных требований (Sekuritisierung von Vermögenswerten),
- финансирование, предусматривающее передачу в обеспечение соответствующих активов, имущества или требований (Forderungsgestützte respective forderungsunterlegte Finanzierungen),
- структурное финансирование[11].

[10] Термин Titrisation происходит от французского le titre (ценная бумага).

[11] Английский термин, обозначающий структурное финансирование, – Structured Finance – используется во многих странах, и в том числе рейтинговыми агентствами, в качестве синонима Asset Securitisation. В

Вместо приведенных здесь и не вполне точных немецких терминов в последние годы в германо-говорящих странах и повсюду в Европе, в том числе в России, все шире используется термин производные от английского термина, полученные путем транслитерации. С одной стороны, это позволяет сохранить оригинальный характер названий соответствующих финансовых инноваций, пришедших из англо-американской практики, с другой – при переводе можно было бы потерять само содержание понятия «Asset Securitisation». Термин «Securitisation» адекватно отражает динамичную, наблюдающуюся в последнее время в финансовом секторе тенденцию построения все новых моделей финансирования, основанных на эмиссии ценных бумаг, и подразумевает грамматическую взаимосвязь с английским названием ценной бумаги (Securities). Слово «Asset» указывает на специфическую форму этого общего тренда. В отличие от англо-американской версии «Securitization» (с «z»), в дальнейшем мы будем использовать английское написание (с «s»), потому что оно, похоже, гораздо чаще встречается в европейской англоязычной юридической и финансовой литературе.

Некоторые вопросы:

1. Securitisation – «секЪюритизация» или «секЬюритизация»? Существуют ли в русском языке глагол «секьюритизировать» и причастие «секьюритизируемый»?

2. Securitisation Transaction – «сделка секьюритизации» или «сделка по секьюритизации»?

3. Originator – «оригинатор» или «инициатор»? Существует ли в русском языке слово «оригинатор»?

4. Servicer – «обслуживающая компания» или «сервисер»? Существует ли в русском языке слово «сервисер»?

5. Credit Enhancer – «обеспечитель» или «лицо, повышающее кредитное качество»? Существует ли в русском языке слово «обеспечитель»?

6. Credit Enhancement – «повышение кредитного качества»? Этот термин переводится различным образом. В общем случае используется русскоязычный термин «механизмы повышения кредитного качества» или «механизмы повышения надежности ценных бумаг». Однако, когда речь идет о воплощении различных механизмов, удобно говорить о «способах (техниках) повышения надежности». И наконец, когда рассматриваются внешние механизмы повышения надежности, то как правило имеется ввиду дополнительное обеспечение (гарантии, поручительства, денежные средства, аккредитивы), предоставляемое обеспечителем.

7. Asset-Backed Securities – «ценные бумаги, обеспеченные активами» или «ценные бумаги с покрытием в виде финансовых активов»?

8. Какие из приведенных терминов допустимо использовать в законе «О секьюритизации активов», проект которого готовится в настоящее время?

отдельных случаях использование свопов, фьючерсов и иных специально сконструированных видов финансовых продуктов также может называться структурным финансированием.

И еще 108 вопросов…

4. Деривативы (Derivatives)

Деривативные финансовые инструменты («финансовые деривативы» или просто «деривативы») – это взаимные договоры, цена которых является производной [12] от некоторой лежащей в их основе величины («базисной стоимости», «базиса»), зависящей от рыночных котировок. Базисными стоимостями деривативов могут быть рыночная стоимость финансовых инструментов (например акций или займов) или других товаров (например, валюты, сырья, сельскохозяйственной продукции), а также иные рыночные стоимости, как например процентные ставки или индексы (например, фондовый индекс). Деривативы сами могут служить базисным инструментом для других деривативов (второго уровня). В зависимости от типа договора деривативы традиционно разделяются на простую покупку на срок (прямые срочные сделки), подвидами которой являются внебиржевой «форвард» и биржевой «фьючерс», на свопы и на опционы.

Для наглядного пояснения приведем три простых примера:

Покупка на срок (Forward, Terminkauf)[13]

1 января А «продает» В одну тысячу акций акционерного общества Х, которые котируются на бирже по цене 30 евро за штуку. Эта цена (цена срочной сделки) соответствует рыночному курсу акций Х на наличном рынке в этот день. Договор исполняется не немедленно, а лишь 30 июня. Помимо этого оговаривается исполнение в денежной форме. Это означает, что А не поставляет акции, и Б не должен их принимать. Предмет договора состоит в том, чтобы одна из сторон договора уплатила другой стороне денежную сумму, компенсирующую ценовую разницу. Так, что по завершении сделки стороны договора должны оказаться в такой финансовой позиции, как будто бы акции 30 июня по оговоренной цене были действительно поставлены и при этом А немедленно вновь купил акции того же вида по текущей рыночной цене на наличном рынке («спот рынке»), а В соответственно немедленно реализовал приобретенные акции. Таким образом, если курс акций на 30 июня оказывается выше, чем цена срочной сделки, В получает компенсационный платеж, если курс лежит ниже срочной цены, доход получает А.

Опцион (Option)

А и В договариваются как и выше о «продаже» одной тысячи акций общества Х, предусматривая выплату денежной суммы, компенсирующей ценовую разницу. Однако В не требуется платить в том случае, когда текущая цена на 30 июня опустится ниже срочной цены, но в обратном случае он получает право потребовать от А компенсационный платеж (опцион на покупку). А уступает В все шансы на получение дохода в обмен на денежную сумму (опционную премию), которую В уплачивает в момент заключения договора. В случае опциона на продажу стороны договариваются о том, что лишь «продавец» А при

[12] *Global Derivatives Study Group* дает следующее определение: «A derivatives transaction is a bilateral contract or payments exchange agreement whose value derives, as its name implies, from the value of an underlying assets or underlying reference rate or index».

[13] Такие сделки на англо-американских рынках называют также расчетными форвардами (non-deliverable forward), в германском праве – Terminkauf и Terminverkauf. Прямой перевод немецкоязычного термина, а именно «покупка и продажа на срок», использовался в Своде законов гражданских Российской Империи (ч.1 т.Х)

благоприятном для него изменении рыночных цен может потребовать денежной выплаты и соответственно должен выплатить за это В опционную премию.

Своп (Swap)

А обещает В выплачивать проценты на сумму в 100 тысяч евро в размере 2% годовых ежемесячно на протяжении последующих пяти лет. В ответ В обязуется на протяжении того же отрезка времени выплачивать А переменные проценты на ту же капитальную сумму, размер которых определенным образом привязан к ставке LIBOR как референсному показателю денежного рынка. Сроки уплаты процентов для каждой из сторон могут совпадать и договор может предусматривать автоматический зачет встречных обязательств так, что каждый раз лишь одна из сторон, процентное обязательство которой больше, должна осуществлять выплату. В месяце, когда ставка LIBOR лежит выше оговоренного договором твердого процента, А получает платеж от В. В случае, когда, наоборот, твердый процент оказывается выше, А должен заплатить В (процентный своп). В зависимости от экономических целей, которым служит заключенный сторонами своп, говорят о свопе обязательств (liability swap), если преобразовываются рыночные риски существующих денежных обязательств в отношении третьих лиц, или о свопе активов (asset swap), если речь идет о рисках, связанных с собственными активами[14].

Форвард и своп[15] отличаются тем, что будущие обязательства твердо оговорены обеими сторонами договора, и их шансы на получение прибыли/убытка носят зеркальный (симметричный) характер. В то же время профиль риска опционов имеет асимметричную природу[16]. Под этим понимается следующее: при заключении опциона возможные потери одной из сторон и прибыль другой заведомо ограничены определенной суммой (опционной премией). В торговой практике различают следующие формы деривативов – оформленные и не оформленные в виде ценной бумаги, а также биржевые и внебиржевые (или «Over-The-Counter», OTC) деривативы.

Производные финансовые инструменты существуют уже достаточно давно, в Германии срочные сделки заключаются на бирже с XIX века. В последние тридцать лет, а именно с 1972 года, с введением в оборот на Чикагской бирже (Chicago Board of Trade) первого валютного фьючерса началось развитие рынка деривативов, которое в итоге привело к чрезвычайно многообразному и инновационному мировому рынку деривативных финансовых инструментов, каковым он и предстает сегодня. Благодаря использованию все новых комбинаций основных типов едва ли не ежедневно происходит создание новых финансовых продуктов. Общая номинальная сумма заключенных внебиржевых деривативов исчислялась превышает 150 трлн[17] долларов США, а биржевых инструментов – 15 трлн. долларов США. Общий оборот деривативных финансовых контрактов, по оценкам международных финансовых институтов, составил в 2005 году свыше 1200 трлн. долларов.

С учетом многочисленных возможностей для применения деривативных финансовых инструментов круг их пользователей является чрезвычайно разнородным. Участниками

---

[14] Примеры взяты из книги Г.Райнер «Деривативы и право», Волтерс Клувер, 2005, перевод Ю.Алексеев, О.Иванов.

[15] Исключение составляет так называемый кредитный дефолтный своп (credit default swap), который имеет опционный характер и структура рисков которого похожа на страхование кредитов. По кредитному дефолтному свопу одна сторона договора обязуется осуществить компенсационную выплату в случае, когда стоимость определенного, подверженного кредитному риску имущества (например, облигаций) уменьшится до заранее установленного значения.

[16] В документах Банка международных расчетов (*BIS*) деривативы, оформленные в виде договоров, разделяются на две большие группы: такие, содержанием которых является взаимная передача рисков и рыночная цена которых на момент заключения договора с учетом рыночной конъюнктуры равна нулю (договоры с форвардной характеристикой), и такие, при которых происходит односторонняя передача риска против уплаты премии в момент заключения договора (договоры с опционной характеристикой).

[17] 1 трлн = 1 000 000 000 000

рынка деривативов являются частные и институциональные инвесторы, торговые и промышленные предприятия, публичные власти, а также финансовые организации и посредники. Благодаря использованию деривативов предприятия–«конечные пользователи» (исключая финансовых посредников) решают задачи в области риск- и портфельного менеджмента (сделок страхования рисков или хеджирования). При этом часть рисков, связанных с текущими хозяйственными сделками или инвестиционными операциями, переносится на других участников рынка. Отличие деривативов от иных инструментов хеджирования состоит в том, что они позволяют расщеплять риски, которые ранее были не разделимы. Например, инвестор, приобретающий иностранные акции и стремящийся при этом избежать валютного риска, может использовать дериватив. Это позволит осуществить вложение, стоимость которого подвержена связанному с выбранной акцией рыночному, но не валютному риску. В принципе для каждого финансового риска или даже его части может быть сконструирован дериватив, структура которого точно соответствует выбранному риску. Названный эффект оказывается прямым следствием того факта, что рыночная стоимость деривативного инструмента является производной от базисной стоимости. Благодаря этому свойству деривативы также хорошо подходят для того, чтобы принять на себя определенный риск (открыть позицию) в ожидании благоприятного изменения стоимости базисного актива (спекуляция или, более изысканно, «трейдинг»). Указанное обстоятельство играет не последнюю роль для институциональных и частных инвесторов. Особенная привлекательность деривативных инструментов в сравнении с вложениями в базисный актив состоит в том, что при относительно небольшом и даже минимальном использовании собственного капитала, включая транзакционные издержки, можно получить более высокий доход. Его оборотная сторона проявляется в сопоставимой вероятности крупных потерь и весьма высокой вероятности не столь значительных убытков (так называемый «эффект кредитного плеча»). Вследствие этого финансовые деривативы хорошо подходят для получения арбитражного дохода.

Макроэкономическое значение рынка деривативов состоит в функции выявления и распределения рисков, а также, в качестве вторичного эффекта, в его воздействии на процесс ценообразовании на рынке базисного актива. Участники рынка базисного актива могут получить достоверную информацию относительно его будущей цены, необходимую для решения своих производственных, торговых или стратегических задач, и при этом вовсе не обязаны участвовать в срочной торговле. Спекулятивные сделки, заключаемые на рынке деривативов, являются экономическим условием для создания на нем ликвидности. Общеэкономические риски рынка деривативов проистекают из того, что крупнейшие участники рынка вследствие потерь по деривативам могут оказаться на грани финансового краха и даже увлечь за собой других участников.

Последние десять лет о деривативах публично говорят прежде всего в связи с сенсационными потерями и банкротством отдельных участников рынка в результате заведомо спекулятивных или, по крайней мере, не достаточно просчитанных сделок. Случаи подобного рода побудили надзорные органы в соответствующих странах, а также по всему миру пересмотреть свое отношение к тому, насколько остро стоит потребность в (дальнейшем) ужесточении законодательных рамок деривативных финансовых инструментов.

Особенность рынка деривативов состоит в его невероятном многообразии. Буквально каждые полгода на нем появляются новые виды инструментов, которые получают свое собственное уникальное англоязычное наименование. Приведем некоторые примеры деривативов и их содержательные определения[18]:

[18] Взято из Стандартов Комитета АРБ по стандартам и унифицированным правилам срочного рынка.

Интерпретация АРБ	определения ISDA[19]
Конверсионная сделка	Foreign Exchange Transaction
По конверсионной сделке каждая из сторон обязуется передать другой стороне определенную сумму в одной валюте в обмен на получение определенной суммы в другой валюте по курсу, определяемому на дату совершения сделки либо на согласованную дату в будущем.	A transaction providing for the purchase of one currency with another currency providing for settlement either on a "spot" or two-day basis or a specified future date.
Валютный опцион	Currency Option
По сделке валютный опцион первая сторона принимает на себя обязательство по требованию другой стороны передать ей определенное количество одной валюты (сумму в одной валюте) и принять от другой стороны оговоренное количество другой валюты (сумму в другой валюте). Другая сторона обязуется уплатить первой стороне установленное в договоре вознаграждение (опционная премия), а также в течение определенного срока или в определенную дату в будущем вправе потребовать от первой стороны передачи соответствующего количества одной валюты против передачи ему оговоренного количества другой валюты.	A transaction in which one party grants to the other party (in consideration for a premium payment) the right, but not the obligation, to purchase (in the case of a call) or sell (in the case of a put) a specified amount of a given currency at a specified strike price.
Валютный своп	Currency Swap
По сделке валютный своп одна сторона обязуется периодически выплачивать другой стороне денежные суммы в одной валюте, размер которых определяется путем умножения определенной в договоре номинальной суммы в этой валюте исходя на предусмотренный договором фиксированную процентную ставку, а другая сторона обязуется периодически выплачивать первой стороне денежные суммы в иной валюте, размер которых определяется путем умножения определенной в договоре номинальной суммы в соответствующей валюте на другую фиксированную процентную ставку. Валютный своп может предусматривать платеж в размере номинальной суммы в начальную и/или конечную дату срока действия договора.	A transaction in which one party pays fixed periodic amounts of one currency and the other party pays fixed periodic amounts of another currency. Payments are calculated on a notional amount. Such swaps may involve initial and or final payments that correspond to the notional amount.
Поставочный товарный форвард	Commodity Forward – Delivery
По сделке поставочный товарный форвард одна сторона (продавец) обязуется в определенную дату в будущем (дата исполнения товарного форварда) передать с собственность другой стороны (покупателю) определенное количество товара (за исключением иностранной валюты и ценных бумаг), а другая сторона (покупатель) обязуется принять это количество товара и уплатить за него определенную денежную сумму (цену).	
Расчетный товарный форвард	Commodity Forward – Cash Settlement
По сделке расчетный товарный форвард каждая из сторон принимает на себя обязательство в определенную дату в будущем осуществить выплату денежной суммы, размер которой рассчитывается как разница между договорной	A transaction in which one party agrees to purchase a specified quantity of a commodity at a future date at an agreed price and the other party agrees to pay a price for the same quantity

[19] ISDA – International Swap and Derivative Association.

ценой и биржевой/рыночной ценой установленного количества определенного товара (за исключением иностранной валюты и ценных бумаг). В случае превышения договорной цены над биржевой/рыночной ценой товара выплату денежной суммы осуществляет покупатель, в противном случае выплату денежной суммы осуществляет продавец.	to be set on a specified date in the future. The payment calculation is based on the quantity of the commodity and is settled based, among other things, on the difference between the agreed forward price and the prevailing market price at the time of settlement.
ПОСТАВОЧНЫЙ ТОВАРНЫЙ ОПЦИОН НА ПОКУПКУ	COMMODITY OPTION – DELIVERY – CALL
По сделке поставочный товарный опцион на покупку одна сторона принимает на себя обязательство по требованию другой стороны передать ей определенное количество товара (за исключением иностранной валюты и ценных бумаг). Другая сторона обязуется уплатить первой стороне установленное в договоре вознаграждение (опционная премия), а также в течение определенного срока или в определенную дату в будущем вправе потребовать от первой стороны передачи товара против уплаты оговоренной в договоре цены (цена исполнения опциона).	A transaction in which one party grants to the other party (in consideration for a premium payment) the right, but not the obligation, to purchase (in the case of a call) or sell (in the case of a put) a specified quantity of a commodity at a specified strike price. The option can be settled either by physically delivering the quantity of the commodity in exchange for the strike price or by cash settling the option, in which case the seller of the option would pay to the buyer the difference between the market price of that quantity of the commodity on the exercise date and the strike price.
ПОСТАВОЧНЫЙ ТОВАРНЫЙ ОПЦИОН НА ПРОДАЖУ	COMMODITY OPTION – DELIVERY – PUT
По сделке поставочный товарный опцион на продажу одна сторона принимает на себя обязательство по требованию другой стороны принять от нее определенное количество товара (за исключением иностранной валюты и ценных бумаг) и уплатить за него оговоренную в договоре цену (цена исполнения опциона). Другая сторона обязуется уплатить первой стороне установленное в договоре вознаграждение (опционная премия), а также в течение определенного срока или в определенную дату в будущем вправе потребовать от первой стороны уплаты оговоренной в договоре цены против передачи товара.	
РАСЧЕТНЫЙ ТОВАРНЫЙ ОПЦИОН НА ПОКУПКУ	COMMODITY OPTION – CASH SETTLEMENT – CALL
По сделке расчетный товарный опцион на покупку одна сторона принимает на себя обязательство по требованию другой стороны в случае, если рыночная цена товара превышает договорную цену, уплатить ей денежную сумму, равную разнице между рыночной и договорной стоимостью определенного количества товара (за исключением иностранной валюты и ценных бумаг). Другая сторона обязуется уплатить первой стороне установленное в договоре вознаграждение (опционная премия), а также в течение определенного срока или в определенную дату в будущем вправе потребовать от первой стороны соответствующей денежной выплаты в указанном случае.	
РАСЧЕТНЫЙ ТОВАРНЫЙ ОПЦИОН НА ПРОДАЖУ	COMMODITY OPTION – CASH SETTLEMENT – PUT
По сделке расчетный товарный опцион на покупку одна	

сторона принимает на себя обязательство по требованию другой стороны в случае, если договорная цена товара превышает рыночную цену, уплатить ей денежную сумму, равную разнице между договорной и рыночной стоимостью определенного количества товара (за исключением валюты и ценных бумаг). Другая сторона обязуется уплатить первой стороне установленное в договоре вознаграждение (опционная премия), а также в течение определенного срока или в определенную дату в будущем вправе потребовать от первой стороны соответствующей денежной выплаты в указанном случае.	
ТОВАРНЫЙ СВОП	COMMODITY SWAP
По сделке товарный своп каждая из сторон обязуется периодически выплачивать другой стороне денежные суммы в размере, рассчитываемом путем умножения предусмотренного в договоре количества определенного товара, на фиксированную цену его единицы – для одной стороны, и на рыночную цену единицы указанного товара или текущую цену фьючерса на такой товар – для другой стороны. В случае, если в соответствии с договором сроки выплат обеих сторон совпадают, договор может предусматривать зачет встречных требований сторон.	A transaction in which one party pays periodic amounts of a given currency based on a fixed price and the other party pays periodic amounts of the same currency based on the price of a commodity, such as natural gas or gold, or a futures contract on a commodity (e.g., Light Sweet Crude Oil on the New York Mercantile Exchange); all calculations are based on a notional quantity of the commodity.
БАЗИСНЫЙ СВОП	BASIS SWAP
По сделке базисный своп каждая из сторон обязуется периодически выплачивать другой стороне денежные суммы в размере, рассчитываемом путем умножения определенной в договоре номинальной суммы, на некоторую устанавливаемую с определенной периодичностью плавающую процентную ставку – для одной стороны, и на другую, устанавливаемую с определенной периодичностью плавающую (либо фиксированную) процентную ставку – для другой стороны. В случае, если в соответствии с договором сроки выплат обеих сторон совпадают, договор может предусматривать зачет встречных требований сторон.	A transaction in which one party pays periodic amounts of a given currency based on a floating rate and the other party pays periodic amounts of the same currency based on another floating rate, with both rates reset periodically; all calculations are based on a notional amount of the given currency.
СДЕЛКА, НАПРАВЛЕННАЯ НА ОГРАНИЧЕНИЕ МАКСИМАЛЬНЫХ ПРОЦЕНТОВ	CAP TRANSACTION
По сделке, направленной на ограничение максимальных процентов, одна сторона (покупатель) единовременно или периодически уплачивает другой стороне фиксированную сумму, а другая сторона (продавец) в случае превышения рыночной (плавающей) процентной ставки над установленной в договоре процентной ставкой периодически выплачивает покупателю суммы в той же валюте, равные разнице указанных процентных ставок, умноженной на определенную в договоре номинальную сумму.	A transaction in which one party pays a single or periodic fixed amount and the other party pays periodic amounts of the same currency based on the excess, if any, of a specified floating rate (in the case of an interest rate cap) or commodity price (in the case of a commodity cap) in each case that is reset periodically over a specified per annum rate (in the case of an interest rate cap) or commodity price (in the case of a commodity cap).
СДЕЛКА, НАПРАВЛЕННАЯ НА ОГРАНИЧЕНИЕ МИНИМАЛЬНЫХ ПРОЦЕНТОВ	FLOOR TRANSACTION
По сделке, направленной на ограничение минимальных процентов, одна сторона (покупатель) единовременно или периодически уплачивает другой стороне фиксированную сумму, а другая сторона (продавец) в случае превышения	A transaction in which one party pays a single or periodic amount and the other party pays periodic amounts of the same currency based on the excess, if any, of a specified per annum

установленной в договоре процентной ставки над рыночной (плавающей) процентной ставкой периодически выплачивает покупателю суммы в той же валюте, равные разнице указанных процентных ставок, умноженной на определенную в договоре номинальную сумму.	rate (in the case of an interest rate floor) or commodity price (in the case of a commodity floor) over a specified floating rate (in the case of an interest rate floor) or commodity price (in the case of a commodity floor).
СДЕЛКА, НАПРАВЛЕННАЯ НА ВЗАИМНОЕ ОГРАНИЧЕНИЕ ПРОЦЕНТОВ	COLLAR TRANSACTION
По сделке, направленной на взаимное ограничение процентов, одна сторона в случае превышения рыночной (плавающей) процентной ставки над установленной в договоре максимальной процентной ставкой периодически выплачивает другой стороне суммы в той же валюте, равные разнице указанных процентных ставок, умноженной на определенную номинальную сумму. Другая сторона в случае превышения установленной в договоре минимальной процентной ставки над рыночной (плавающей) процентной ставкой периодически выплачивает первой стороне суммы в той же валюте, равные разнице указанных процентных ставок, умноженной на ту же номинальную сумму. В зависимости от соотношения установленных в договоре минимальной и максимальной процентной ставок, одна из сторон договора может единовременно или периодически уплачивать другой стороне фиксированную сумму.	A collar is a combination of a cap and a floor where one party is the floating rate or floating commodity price payer on the cap and the other party is the floating rate or floating commodity price payer on the floor.
СДЕЛКА КРЕДИТНОЙ ЗАЩИТЫ	CREDIT PROTECTION TRANSACTION
По сделке кредитной защиты одна сторона (покупатель кредитной защиты) единовременно или периодически выплачивает другой стороне (продавцу кредитной защиты) фиксированные суммы либо переменные суммы, рассчитываемые в порядке, предусмотренной договором, на основании согласованной номинальной суммы, а другая сторона выплачивает либо фиксированную сумму, либо сумму, рассчитанную на основании размера (стоимости_ одного или нескольких кредитов, долговых ценных бумаг или иных финансовых инструментов (каждое из которых называется «согласованное обязательство»), полученных, эмитированных, гарантированных или иным образом принятых на себя третьим лицом («согласованным должником»); при наступлении одного или нескольких определенных в договоре обстоятельств («согласованных кредитных событий») в отношении «согласованного должника» (например, банкротства или неисполнения платежных обязательств). Сумма, подлежащая уплате продавцом кредитной защиты, как правило, определяется на основании рыночной стоимости требований по кредитам, одной или нескольких долговых ценных бумаг или иных долговых инструментов, эмитированных, гарантированных или иным образом принятых на себя «согласованным должником». Исполнение по сделкам кредитной защиты допускается также посредством уплаты одной стороной согласованной фиксированной суммы против передачи (уступки) другой стороной прав требования в отношении «согласованного должника». Сделка кредитной защиты может также предусматривать защиту от «кредитных событий» в отношении двух и более «согласованных должников».	A transaction in which one party pays either a single fixed amount or periodic fixed amounts or floating amounts determined by reference to a specified notional amount, and the other party (the credit protection seller) pays either a fixed amount or an amount determined by reference to the value of one or more loans, debt securities or other financial instruments (each a “Reference Obligation”) issued, guaranteed or otherwise entered into by a third party (the “Reference Entity”) upon the occurrence of one or more specified credit events with respect to the Reference Entity (for example, bankruptcy or payment default). The amount payable by the credit protection seller is typically determined based upon the market value of one or more debt securities or other debt instruments issued, guaranteed or otherwise entered into by the Reference Entity. Credit protection transactions may also be physically settled by payment of a specified fixed amount by one party against delivery of specified Reference Obligations by the other party. A credit protection transaction may also refer to a “basket” of two or more Reference Entities.

СВОП НА СОВОКУПНЫЙ ДОХОД	TOTAL RETURN SWAP
По сделке своп на совокупный доход одна сторона обязуется единовременно либо периодически выплачивать другой стороне денежные суммы в размере, равном сумме совокупного дохода, получаемого кредитором по договорам кредита /займа или владельцем долговых ценных бумаг или кредитором по иным финансовым обязательствам («согласованным обязательствам»), привлеченным, выпущенным, гарантированным или иным образом принятым на себя третьим лицом («согласованным должником»), а другая сторона единовременно либо периодически выплачивает первой стороне денежные суммы в размере, определяемом в порядке, установленном в договоре на основе предусмотренной номинальной суммы и уменьшения рыночной стоимости каждого «согласованного обязательства». В целях настоящего определения, совокупные доходы включают процентные платежи, выплаты процентов и иных сумм по «согласованному обязательству», а также увеличение рыночной стоимости «согласованного обязательства». Своп на совокупный доход может содержать условие досрочного расторжения при наступлении одного или нескольких предусмотренных в договоре обстоятельств, относящихся к «согласованному должнику» или «согласованному обязательству», при этом платеж, осуществляемый при расторжении свопа на совокупный доход одной из стороной другой стороне, рассчитывается исходя из стоимости «согласованного обязательства».	A transaction in which one party pays either a single amount or periodic amounts based on the total return on one or more loans, debt securities or other financial instruments (each a "Reference Obligation") issued, guaranteed or otherwise entered into by a third party (the "Reference Entity"), calculated by reference to interest, dividend and fee payments and any appreciation in the market value of each Reference Obligation, and the other party pays either a single amount or periodic amounts determined by reference to a specified notional amount and any depreciation in the market value of each Reference Obligation. A total return swap may (but need not) provide for acceleration of its termination date upon the occurrence of one or more specified events with respect to a Reference Entity or a Reference Obligation with a termination payment made by one party to the other calculated by reference to the value of the Reference Obligation.

Некоторые вопросы:

1. Derivative – «дериватив» или «производная» или «производный финансовый инструмент»? Существует ли в русском языке прилагательное «деривативный»?

2. Option call – «опцион колл» или «опцион на покупку»?

3. Option put – «опцион пут» или «опцион на продажу»?

4. Swap, cap, floor, collar – «своп», «кэп», «флор», «коллар»? Существуют ли в русском языке такие слова?

5. Каков общий принцип перевода на русский язык англоязычных названий финансовых инструментов, которых не существует на национальном финансовом рынке[20]? При каких условиях приведенные выше специальные финансовые термины (названия финансовых инструментов) можно оставлять без перевода в русскоязычном тексте?

6. Close-out netting – «ликвидационный неттинг»? Существует ли в русском языке слово «неттинг»? Существует ли в русском языке глагол

[20] Следует помнить, что в этих условиях всякая попытка перевода рискует вызвать неадекватные ассоциации, что лишь затруднит задачу читателя (особенно, когда речь идет о специальном, например, юридическом тексте).

«неттинговать» или следует использовать выражение «проводить неттинг»?

7. Какие из приведенных терминов допустимо использовать в законе и нормативным актах, проекты которых готовятся в Центральном банке и Федеральной службе по финансовым рынкам?

И еще 107 вопросов…

5. Первичное размещение акций и рынок ценных бумаг (IPO, Securities)

Аббревиатура IPO (Initial Public Offering) дословно переводится как «первоначальное публичное предложение» ценных бумаг (акций)широкому кругу инвесторов на специально организованной биржевой площадке. IPO является эффективным механизмом привлечения капитала через фондовый рынок. Проведение первичного размещения акций подтверждает, что компания достигла высокого уровня информационной прозрачности, показала устойчивый рост финансовых показателей, уровень корпоративного управления компании соответствует принятому стандарту и компания обладает долгосрочной стратегией развития бизнеса.

Первой из российских компаний на публичный рынок ценных бумаг США через механизм IPO вышел «ВымпелКом» в 1996 году, в 2000 и 2002 годах IPO в США осуществили «МТС» и «Вимм-Билль-Данн», в 2004 году – «Мечел».

Прошлый год (2005 г.) стал рекордным по количеству проведенных российскими компаниями IPO. На российском фондовом рынке успешно прошли IPO таких компаний, как «Лебедянский», «Северсталь-Авто» и другие. На Лондонской бирже в феврале 2005 АФК «Система» осуществила самое крупное в 2005 году среди российских компаний публичное размещение на $1,3538 млрд. В течение 2005 года на LSE также провели IPO: голландская Pyaterochka Holding, владеющая российской сетью супермаркетов «Пятерочка», медиа-группа Rambler Media, группа «ЕвразХолдинг», «НОВАТЭК», Urals Energy, которой принадлежит несколько активов в России, головная компания группы «Амтел» Amtel-Vredestein N.V., «Новолипецкий металлургический комбинат» и Zirax, владеющая компанией «Глобал-Каустик».

В первом полугодии 2006 года шесть российских компаний провели IPO: оператор связи Комстар-ОТС, агропромышленная Группа Разгуляй, фармацевтическая компания Верофарм, розничная сеть Магнит, Группа Черкизово и холдинг СТС Медиа. В июле 2006 года НК «Роснефть» в ходе одного из крупнейших в истории первичных размещений IPO разместила 14,3% акций на Лондонской и российских фондовых биржах и привлекла $10,4 млрд.

На данный момент большое количество российских компаний или уже озвучили свои планы по выходу на IPO в 2006-2007 годах, или ведут к этому активную подготовку. Среди объявивших свои планы на первичное размещение акций: металлургическая компания «Северсталь», НГК «Итера», золотодобывающая компания «Полюс», МНПО «Полиметалл», сразу несколько российских банков, Волжское и Северо-Западное пароходства, «Агромашхолдинг» и многие другие[21].

[21] По информации Интернет-сайта www.rusipo.com

IPO — это сложный процесс, состоящий из множества организационных, юридических и финансовых процедур [22], который компании помогают организовать андеррайтеры и консультанты.

После принятия решения о проведении IPO компания выбирает андеррайтера (обычно инвестиционный банк или компания) и консультантов для предстоящего размещения. Основными задачами андеррайтера является выбор схемы IPO, координация действий других консультантов, определение параметров размещения (объёма размещения, справедливой стоимости размещаемых акций), выбор площадки для размещения. В число консультантов входят: финансовый консультант, юридический консультант, аудитор финансовой отчётности компании, консультант по маркетингу и, возможно, другие консультанты. Консультанты проводят юридическую проверку компании, маркетинговые и аналитические исследования отрасли и компании, осуществляют подготовку компании к получению статуса публичной (раскрывается структура компании, структура активов, состав акционеров, финансовое состояние компании, риски деятельности, корпоративная политика, планы развития), подготавливают отчетность по международным стандартам, проводят юридическое сопровождение выпуска ценных бумаг, осуществляют информационное сопровождение (подготовка инвестиционного меморандума, PR-сопровождение, проведение ознакомительного Road-Show, которое устраивается незадолго до размещения). В зависимости от торговой площадки, на которой планируется проводить размещение, со стороны эмитента может потребоваться выполнение дополнительных условий. Только после этого проводится размещение акций на бирже. Процесс подготовки к IPO российской компании может занять до трех лет.

После проведения IPO компания обязана также соблюдать ряд требований по информационной открытости и активной работе с инвесторами.

Объяснения некоторых терминов, используемых при первичном размещении акций, приведены в следующей таблице[23].

Термин	**Объяснение**
Андеррайтер (Underwriter)	Инвестиционный банк, который предлагает или продает ценные бумаги инвесторам в процессе их публичного размещения от имени компании на условиях гарантии размещения ценных бумаг (наиболее частый случай) или продажи по наивысшей достижимой цене. Закон Великобритании о ценных бумагах определяет андеррайтера в более широком смысле таким образом, чтобы охватить определением большее количество участников.
Предынвестиционный анализ (Due Diligence)	Процесс, проводимый аудиторами и юристами в случаях, когда одна компания планирует приобрести другую. Такой анализ включает в себя проверку обязательств и финансовых результатов приобретаемой компании.
Роуд-щоу (Road Show)	Презентации, проводимые главным руководством компании при публичном размещении ценных бумаг для потенциальных покупателей (обычно институциональных инвесторов). Презентации могут быть персональными и коллективными. Роуд-шоу при проведении публичного размещения обычно проходят в течение 1-3 недель.
Трансфертный агент (Transfer Agent)	Ведет запись имен зарегистрированных акционеров, их адресов, количества принадлежащих им акций, а также обеспечивает своевременный обмен на акции свидетельств о передаче прав собственности и регистрацию новых свидетельств на имя нового владельца.
Траст (Trust)	Фидуциарные отношения, в соответствии с которыми одно или несколько лиц (доверительные управляющие) обеспечивают сохранность активов (денежных средств или имущества) бенефициаров или инвесторов и осуществляют управление

[22] Описание взято с Интернет-сайта www.rusipo.com.
[23] Взято из Словаря по проведению первичного размещения акций (IPO), Deloitte, 2006

	данными активами.

Некоторые вопросы:

1. Road show – «роуд шоу»? Существует ли в русском языке слово «роуд шоу»?

2. Underwriter – «андеррайтер» или «посредник при размещении»?

И еще 102 вопроса…

6. Ипотечное кредитование и ипотечные ценные бумаги (Mortgage-Backed Securities)

Выпуск MBS является доминирующим сектором на рынке секьюритизации. В США объем находившихся в обращении MBS в 2005 г., включая выпуски агентств и частных эмитентов, составил более 6 трлн долл. Этот составляет около 80 % от всего американского рынка секьюритизации. ABS, обеспеченные поступлениями по кредитным картам (credit-card ABS), с большим отставанием занимают второе место (7 % рынка). За ними следуют ценные бумаги, обеспеченные автомобильными кредитами (4 %), вторичными ипотеками (5 %), поступлениями по договорам лизинга оборудования (1,2 %), образовательными кредитами (1,3 %) и кредитами, предоставленными на приобретение сборных домов (1 %).

Рассмотрим выпуск MBS подробнее. Во-первых, существует конечный заемщик (borrower), желающий приобрести дом. Заемщик обращается к ипотечному брокеру (mortgage broker), который связывается с ипотечным банкиром (mortgage banker) с целью организации кредита. Банкир (который во многих случаях является эмитентом) секьюритизирует данный кредит, включая его наряду с другими подобными кредитами, в ипотечное покрытие. Ценные бумаги продаются дилеру (dealer), который переструктурирует MBS в ценные бумаги нового вида, collateralized mortgage obligations (CMO[24]), или продает MBS непосредственно инвесторам. В процессе секьюритизации банкир и дилер взаимодействуют со значительным количеством участников, включая юридических и

[24] Как уже отмечалось, перевод названий финансовых инструментов сопряжен с риском подмены понятий по причине отсутствия полных аналогий в американской (европейской) и российской практике. Так, использование при переводе понятия MBS терминов «ипотечные ценные бумаги» или «ценные бумаги с ипотечным покрытием» может привести к неточности. Из трех видов ипотечных ценных бумаг, введенных федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах» № 152-ФЗ от 11.11.2003, лишь облигации с ипотечным покрытием, выпускаемые ипотечным агентом, можно отдаленно сопоставить MBS. Два других вида ипотечных ценных бумаг – облигации с ипотечным покрытием, выпускаемые кредитными организациями, и ипотечные сертификаты участия – напротив, невозможно отождествить с MBS. Более того, имеет место сходство конструкций облигаций с ипотечным покрытием, выпускаемых кредитными организациями, и выпускаемых германскими ипотечными банками закладных листов (Pfandbrief). Последние автор явно отграничивает от инструментов секьюритизации активов, а значит не включает в класс MBS. В то же время термин «обеспеченные ипотеками ценные бумаги» также не является вполне удовлетворительным по указанным ранее причинам.

финансовых консультантов, бухгалтеров и рейтинговые агентства. Каждый из них получает плату за предоставленные услуги. По сути дела, она выплачивается в форме предварительного вознаграждения, которое экономически формируется за счет будущих доходов, возникающих как разница между ценой продажи активов и фактическими поступлениями, генерируемыми ипотечным пулом.

Получив кредит, домовладелец начинает производить ежемесячные выплаты, возвращая основной долг и уплачивая проценты, в соответствии с кредитным договором. Определенная договором обслуживающая компания (servicer) получает эти платежи и распределяет их между участниками сделки. Обслуживающая компания обеспечивает соответствующий документооборот и отвечает за возврат средств в случае несостоятельности должника. В последнем случае для покрытия убытков может быть привлечена сторона, предоставившая гарантию по кредиту (guarantor). Обслуживающая компания передает платежи трасти (управляющему трастом, trustee), который распределяет платежи между держателями ценных бумаг. Обслуживающая компания, лицо, предоставившее гарантию, и трасти получают вознаграждение за свои услуги, выплачиваемое из процентных платежей заемщика.

Виды ипотечных ценных бумаг и их краткое описание[25]:

Наименование ценных бумаг	**Описание**
Сертификаты pass through	Сертификат pass through удостоверяет право долевой собственности в имуществе траста и право на получение соответствующей доли процентных платежей и сумм, уплаченных в погашение основного долга. Состав пула финансовых активов не может быть изменен с течением времени, а траст не имеет права реинвестировать платежи, которые порождает пул активов.
Разделенные сертификаты pass through (стрипы)	Стрипы, дающие право на получение только процентных платежей (interest only, IO) или только капитальных платежей (principal only, PO), являются примерами разделенных сертификатов pass through, в которых права на получение процентных и капитальных платежей полностью разделены. IO и PO стрипы удостоверяют безусловное право держателя на получение, соответственно, процентных либо капитальных платежей. PO сертификаты сходны с бескупонными облигациями, поскольку они продаются со значительным дисконтом, а основная сумма выплачивается единовременным платежом при погашении. Инвесторы, как правило, приобретают PO сертификаты либо в ожидании высокой частоты досрочных возвратов (prepayments), либо для хеджирования риска падения процентных ставок. IO сертификаты приобретаются инвесторами, которые не ожидают высокой частоты досрочных возвратов, либо хотят хеджировать риски, связанные с увеличением процентных ставок.
Старшие и младшие (субординированные) сертификаты pass through	Сертификаты pass through могут подразделяться на старшие и младшие классы, причем права держателей сертификатов младшего класса на получение капитальной суммы носят починенный (субординированный) характер по отношению к правам держателей сертификатов старшего класса.
Сертификаты pass through с правом досрочного погашения (выкупа) (callable pass through certificates)	Сертификаты pass through могут иметь встроенный опцион, дающий держателю право досрочного погашения (выкупа).
Облигации pay through	Облигации pay through представляют собой долговые обязательства юридического лица, а не права на участие в капитале, и, как правило, выпускаются трастами типа owner trust. Основное преимущество облигации pay through заключается в том, что генерируемый покрытием поток платежей может быть видоизменен таким образом, чтобы получить возможность для выпуска долговых ценных бумаг (облигаций) с различными сроками и очередностью погашения.

[25] Взято из книги A. Davidson. Securitization: Structuring and Investment Analysis, John Wiley & Sons, Inc. 2003.

Ценные бумаги, выпускаемые REMIC	Ценные бумаги типа regular interest удостоверяют право собственности в пуле ипотек. В случае REMIC может выпускаться только один класс ценных бумаг, удостоверяющих право на получение остатка (residual interest).
Ценные бумаги, выпускаемые FASIT	В случае FASIT характерно наличие только одного класса, удостоверяющего право собственности в отношении пула активов (ownership interest), и одного или нескольких классов обыкновенных прав (regular interest).

Объемы рынка ипотечных ценных бумаг превышают размеры рынка корпоративных облигаций и сопоставимы с показателями рынка казначейских облигаций. Поэтому не следует удивляться тому факту, что на рынке MBS нашли способ реструктурировать потоки платежей таким образом, чтобы удовлетворить запросы самых разнообразных групп инвесторов. Наиболее простые ипотечные ценные бумаги – pass through – имеют сходные структуры платежных потоков и рыночные характеристики. Ценные бумаги, реализуемые с дисконтом и премией, до известной степени отличаются от ценных бумаг pass through, но, в целом, инвестиционные параметры этого класса ценных бумаг аналогичны. В то время как инвестиционные характеристики базовых ценных демонстрируют подобие, запросы инвесторов далеко не одинаковы. Выпуск CMO (collateralized mortgage obligation) позволяет преобразовать потоки платежей, порождаемые ипотечными кредитами, и предложить рынку разнообразные инвестиционные инструменты.

Ценные бумаги CMO определяются некоторым набором правил. Эти правила устанавливают то, каким образом трасти следует распределять платежи, которые он получает от заемщиков по ипотечным кредитам. В соответствии с данными правилами трасти выплачивает держателям облигаций определенные суммы. Все их можно подразделить на правила, устанавливающие порядок выплаты средств, поступивших в погашение основного долга (principal-payment rules), и правила, устанавливающие порядок процентных выплат (interest-payment rules). Участники рынка выработали стандартные определения различных классов ценных бумаг, относящихся к виду CMO. Эти определения конкретизируют содержание правил, которые используются при распределении денежных потоков. Стандартные классы ценных бумаг CMO определяются порядком выплат основного долга и процентов. Всякая ценная бумага сочетает две группы правил: первые относятся к выплате основного долга, а вторые – к выплате процентов.

Всякая ценная бумага CMO представляет собой комбинацию указанных типов облигаций и, следовательно, комбинацию правил распределения потоков платежей. Далее на примерах мы покажем, как применяются приведенные правила, и насколько сложной может оказаться CMO-структура, построенная на основе этих, казалось бы, простых предписаний. В процессе анализа мы остановимся на нескольких ключевых правилах, определяющих порядок выплаты основного долга и процентов.

Стандартные определения классов ценных бумаг CMO приводятся в следующей таблице[26]:

Аббревиатура, используемая агентствами	**Класс ценных бумаг**	**Особенности выплаты основного долга**
AD	Accretion Directed	Погашение основного долга по данным ценным бумагам (AD) осуществляется ускоренным образом за счет того, что с данным классом связан класс накопительных облигаций (accrual bonds), процентные платежи по которым не выплачиваются до момента погашения AD-класса. Кроме того, выплаты по данному классу могут

[26]Взято из Стандартов агентств Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae.

		осуществляться за счет средств, поступивших при частичном погашении ипотечных кредитов.
AFC	Available Funds	Помимо прочих поступлений, в погашение основного долга по данному классу могут выплачиваться процентные платежи, порождаемые ипотечным покрытием, в случае, если размер данных процентных платежей превышает величину купона (процентов), выплачиваемого по данному классу (или связанного с ним класса – у агентства *Freddie Mac*).
CALL	Call (с правом досрочного погашения)	Только у агентства *Freddie Mac*: Держатели имеют право потребовать от эмитента погашения соответствующего класса (или соответствующих классов) ценных бумаг.
CALLABLE/ CC	Callable	Держатели получают выплаты в зависимости от условий погашения ценных бумаг с правом досрочного погашения (callable classes), включенных в покрытие (в соответствии с решением эмитента или инвесторов; в соответствии с требованием держателя бумаг соответствующего класса CALL – у агентства *Freddie Mac*).
GMC	Guaranteed Maturity Class	Только у агентства *Freddie Mac*: дата последней выплаты по данному классу может предшествовать дате полного погашения долговых обязательств, включенных в ипотечное покрытие. Обычно держатели ценных бумаг GMC-класса получают выплаты вплоть до даты последней выплаты за счет платежей, порождаемых включенным в покрытие классом REMIC. В дату последней выплаты держатели GMC-класса имеют право на получение остатка задолженности по основному долгу и накопленных за соответствующий период процентов (в соответствии с купоном данного класса), даже если соответствующий класс REMIC не был полностью погашен.
NPR	No Payment Residual	Держателям ценных бумаг данного класса не выплачиваются суммы, получаемые в погашение основного долга по ипотечным кредитам.
NSJ	Nonsticky Jump	Очередность выплат основного долга поставлена в зависимость от наступления одного или нескольких обстоятельств (trigger). При наступлении оговоренного события (обстоятельства), очередность погашения основного долга изменяется, новая очередность сохраняется вплоть до полного погашения ценной бумаги (вне зависимости от того, сохраняется ли действие условия, вызвавшего изменение очередности).
NTL	Notional	Условный номинал ценной бумаги (notional principal) не означает права на получение номинальной стоимости. Условный номинал используется лишь для определения причитающейся доли при распределении процентных платежей между различными классами (Interest Only, IO) ценных бумаг, по которым выплачиваются только проценты.
PAC	Planned Amortization Class	Основной долг погашается по заранее определенному графику, установленному для группы ценных бумаг вида PAC. График погашения ценных бумаг составляется исходя из скорости погашения ипотечных кредитов, составляющих покрытие, которая вычисляется на основе двух крайних частот досрочных возвратов. Эти две скорости являются нижним и верхним пределом «структурируемого интервала PAC». «Группа ценных бумаг вида PAC» – это множество ценных бумаг класса PAC, которые характеризуются одинаковым интервалом частот досрочного возврата. Фактически, такая группа может состоять из единственного класса облигаций PAC.
PT	Pass-Through	График выплат основного долга непосредственно определяется фактическими или ожидаемыми потоками платежей, порождаемыми ипотечным покрытием. Не относится к категории Strip (см. Далее).
SC	Structured	График выплат основного долга определяется фактическим графиком платежей, порождаемыми включенными в покрытие ценными

	Collateral	бумагами, которые удостоверяют обыкновенные права (regular interest) в трасте REMIC.
SCH	Scheduled	Выплаты основного долга производятся в соответствии с установленным графиком погашения, однако условия платежей не совпадают с условиями PAC или TAC.
SEG	Segment	Объединяется (полностью или частично) с одним или несколькими классами (или частью одного класса) с целью образования сегмента или целой группы, которые подчиняются единым правилам распределения платежей в погашение основного долга.
SEQ	Sequential Pay	Возврат основного долга по ценной бумаге начинает производиться после того, как полностью погашены ценные бумаги старшего класса. Ценные бумаги данного вида удостоверяют право на получение непрерывных выплат основного долга до его полного погашения. По ценным бумагам данного вида выплата основного долга может производиться на пропорциональной основе с ценными бумагами другого класса.
SJ	Sticky Jump	Очередность выплат основного долга поставлена в зависимость от наступления одного или нескольких обстоятельств (trigger). При наступлении оговоренного события (обстоятельства) очередность погашения основного долга изменяется, прекращение действия условия возвращает исходную очередность выплат.
SPP	Shifting-Payment Percentage	Только у агентства *Freddie Mac*: выплата основного долга производится в зависимости от фактических досрочных возвратов в ипотечном покрытии, однако, характер данной зависимости отличается от порядка выплат по иным ценным бумагам с установленным графиком выплат.
STP	Strip	Удостоверяет право на получение фиксированной доли (иначе говоря, стрипа) от суммы, выплачиваемой в погашение основного долга по активам, переданным в ипотечный траст
SUP	Support (или Companion)	Выплата основного долга осуществляется лишь после того, как плановые платежи были произведены по всем ценным бумагам типа PAC, TAC или SCH (во все платежные периоды).
TAC	Target (или Targeted Amortization Class)	Основной долг погашается по заранее определенному графику, который рассчитывается исходя из амортизации покрытия при условии неизменности частоты досрочных возвратов.
XAC	Index Allocation	Размер платежей в погашение основного долга зависит от значения выбранного индекса.
Аббревиатура, используемая агентствами	**Класс ценных бумаг**	**Особенности выплаты процентов**
AFC	Available Funds	Выплата процентов осуществляется из сумм, источником которых являются процентные платежи или возврат основного долга по ипотечному покрытию. На дату выплат этой суммы может оказаться недостаточно для того, чтобы полностью выплатить начисленные за расчетный период проценты и проценты, оставшиеся невыплаченными за предшествующие периоды (если таковые имеются). В таком случае погашение невыплаченной инвестору задолженности может быть перенесено на последующие даты выплат (капитализация процентов, включая начисление сложных процентов на сумму задолженности). Этот долг будет выплачен только тогда, когда полученных от покрытия средств будет достаточно для выплаты всей образовавшейся задолженности. Возможно, данный долг вообще не будет возвращен, если это произойдет, то гарантия эмитента не

		покрывает данное обязательство.
ARB	Ascending-Rate Bonds	Ценные бумаги, принадлежащие данному классу, характеризуются заранее определенными купонными ставками, размер которых может увеличиваться один или более раз в сроки, определенные при выпуске.
DLY	Delay	Класс ценных бумаг, купон по которым имеет переменную ставку или ставку с обратной зависимостью от уровня процентной ставки (inverse-floating rate), и по которому существует промежуток времени в 15 или более дней между завершением периода начисления процентов и их фактической выплатой.
DRB	Descending-Rate Bonds	Ценные бумаги, принадлежащие данному классу, характеризуются заранее определенными купонными ставками, размер которых может уменьшаться один или более раз в сроки, определенные при выпуске.
EXE	Excess	Ценные бумаги данного класса удостоверяют право на получение части основного долга и процентов, которая остается после исполнения всех обязательств (по основному долгу и процентам) по всем прочим выпущенным в ходе сделки ценным бумагам.
FIX	Fixed	Размер купона не меняется на протяжения всего срока обращения ценной бумаги.
FLT	Floater (или Floating Rate)	Осуществляется периодическое изменение купонной процентной ставки на основе изменений индекса. Ставка процента может иметь верхний и/или нижний пределы. Величина ставки находится в прямой зависимости от индекса.
IDC/DIF	Index Differential	Величина процентной ставки периодически изменяется в зависимости от разницы между двумя заранее определенными индексами (например, ставкой LIBOR и купоном по 10-летним казначейским облигациям), или от разницы между двумя иными справочными показателями (у агентств *Freddie Mac* и *Fannie Mae*).
INV	Inverse Floater	По аналогии с ценными бумагами класса Floater, происходит периодическое изменение купонной процентной ставки в зависимости от изменения индекса. Ставка может иметь верхний и/или нижний пределы. В отличие от Floater, купонная ставка находится в *обратной зависимости* от индекса.
IO	Interest Only	По ценным бумагам данного класса выплачиваются часть или все процентные платежи, порождаемые ипотечным покрытием, и очень незначительная часть основного долга (либо основной долг вообще не выплачивается). Для определения доли процентных платежей используется так называемый условный номинал (notional amount). Если держатели ценных бумаг данного вида получают часть основного долга, то такие бумаги называются номинальными (nominal). Указанное название дано потому, что размеры этих выплат ничтожно малы по сравнению с размерами выплат основного долга держателям других классов.
NPR (см. также предыдущий)	No payment residual	Держатели не получают прав на остаточные средства.
PEC	Payment Exchange Certificates	Только у агентства *Freddie Mac*: размеры купонных ставок изменяются в (полной или частичной) зависимости от сумм процентных платежей, выплачиваемых по другому классу или другим связанным с PEC классами.
PO	Principal Only	Держателям данного класса ценных бумаг процентные платежи, генерируемые ипотечным покрытием, не выплачиваются.
PZ	Partial Accrual	По ценным бумагам данного класса происходит капитализация невыплаченных процентов (которые прибавляются к остатку задолженности по основному долгу), а также производятся выплаты фактически полученных процентов за тот же период. Ценные бумаги

		данного вида имеют фиксированный купон, который состоит из двух частей: накопительного купона (accretion coupon) и фактически выплачиваемого купона (interest distribution coupon).
W/WAC	Weighted-Average Coupon	Ценные бумаги со смешанными (комбинированными) процентными ставками (у агентства *Fannie Mae* такая ставка называется «эффективной средневзвешенной процентной ставкой»), которые могут изменяться в течение срока обращения. Ценные бумаги могут содержать не разделяемые компоненты, которые не могут обращаться раздельно; некоторые из этих частей могут иметь разные купоны.
Z	Accrual	По ценным бумагам данного класса происходит капитализация невыплаченных процентов, которые прибавляются к остатку задолженности по основному долгу. Капитализация (накопление) процентов может продолжаться до тех пор, пока по облигации не начнет производиться погашение основного долга, либо до наступления заранее определенного события.

Некоторые вопросы:

1. Каков общий принцип перевода на русский язык англоязычных названий ценных бумаг, которых не существует на национальном финансовом рынке? При каких условиях приведенные выше специальные финансовые термины (названия ценных бумаг и их классов) можно оставлять без перевода в русскоязычном тексте?

2. Как следует переводить на русский язык англоязычные термины pass-through securities, pay-through securities, collateralized mortgage obligation?

В еще 102 вопроса…

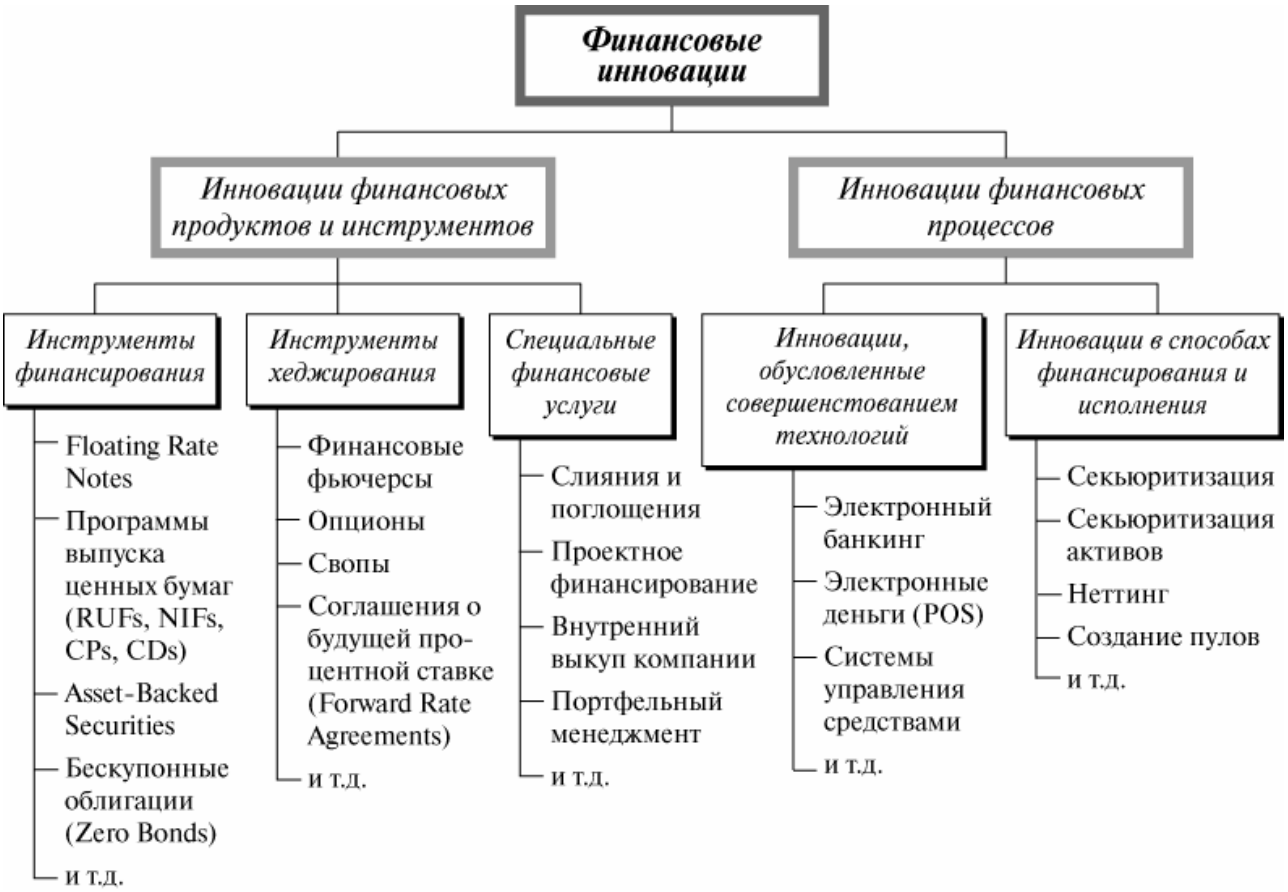
7. Финансовые инновации и трудности перевода англоязычных финансовых терминов

Подводя некоторые итоги, отметим, что большая часть приведенных выше финансовых терминов появилась на западных рынках в последние три десятилетия и начала проникать в Россию буквально в последние годы (может быть, десять лет). Даже в развитых экономиках соответствующие явления финансовой жизни принято относить к категории финансовых инноваций. Большинство финансовых инноваций, основывается на заимствовании уже существующих и проверенных практикой элементов, присущих традиционным формам финансирования. Благодаря новым комбинациям и частичному видоизменению этих элементов становятся возможными финансовые сделки, которые соединяют в себе различные качества

Если в целом посмотреть на процесс возникновения финансовых инноваций, то можно обнаружить некоторый общий принцип. Его суть состоит в том, чтобы последовательно разложить финансовые соглашения на отдельные компоненты, затем изолировать их или сгруппировать по-новому, сделав тем самым оборотоспособными, и,

наконец, запустить в обращение среди различных рыночных участников. Такие вновь создаваемые комбинации «риск-доходность» появляются по мере возникновения потребностей в них у эмитентов и инвесторов. Традиционные элементы, такие как объем финансирования, его срок, порядок возврата средств, проценты и валюта платежа, разделяются и затем с учетом рыночных реалий группируются заново, превращаясь в новые виды финансовых продуктов. Благодаря разложению финансовой трансакции на отдельные компоненты и их распределению среди различных участников рынка поощряется взаимовыгодная специализация по видам деятельности.

В завершении приведем классификацию финансовых инноваций, почерпнутую в немецких источниках, которая сама по себе побуждает лингвистов к поиску инновационных подходов:[27]



Интенсификация международного обмена информацией уже привела к тому, что процесс заимствования иноязычных терминов, в том числе в финансовой сфере, принял качественно другой масштаб. Этот процесс ставит в повестку дня создание постоянно действующего общественного органа («**Терминологический комитет**»), в состав которого войдут лингвисты, финансисты, журналисты и переводчики. В результате работы этого представительного форума могут появиться взвешенные, хорошо продуманные рекомендации по современной терминологии финансового рынка. Один из примеров того, в какой форме могут даваться такие результаты, приведён в Приложении №2 (Разработка сделана членом Национальной лиги переводчиков Ю.В. Литвиновым).

[27] *Eilenberger, G.* Lexikon der Finanzinnovationen, 1990.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. Отдельные примеры перевода финансовых терминов

1. Термин Collateralized Mortgage Obligation иногда переводится как «коллатерализованные ипотечные облигации»[28]. Представляется, что подобный выбор не вполне удачен: предлагаемый термин не произносим и к тому может вызвать у читателя неверные ассоциации с ипотечными облигациями по российскому праву.

2. Два часто используемых в специальных статьях обозначения – Pass-Through и Pay-Through – переводятся не единообразно. Последнее как правило не переводится вовсе[29]. В качестве перевода термина Pass-Through обычно употребляется прилагательное «сквозной» (например, сквозные ценные бумаги). С другой стороны для перевода терминов Pass-Through Structures и Pay-Through Structures используются словосочетания «структуры прямого распределения» и «структуры с управлением платежами»[30]. Как представляется, сохраняя определенную краткость они позволяют передать смысл англоязычных эквивалентов и к тому же отразить дихотомию данного деления.

3. Обманчиво простым представляется также перевод на русский язык термина Off-Balance Sheet. Использование прилагательного «внебалансовый»[31] способно сбить читателя с толку, особенно при обсуждении вопросов бухгалтерского учета. В то же время длинные объяснения «о возможности списания активов с баланса» не всегда хорошо ложатся в структуру предложения.

4. В финансовой литературе часто используется фразеологический оборот «cherry picking» (избирательный подход к чему-либо). Устоявшийся перевод данного термина в русскоязычных источниках, по-видимому, отсутствует. Встречаются выражения «сбор (или отбор) вишенок», «снятие сливок», «недобросовестное поведение».

5. Зачастую в СМИ специальные финансовые термины используются без перевода. Приведем два примера:

«Газпром нефть хочет увеличить free float
ИНТЕРФАКС – “Газпром нефти” “правильнее” увеличить free float своих акций до 15% заявил президент компании Александр Рязанов, добавив, что это его личная точка зрения».

«Газета “Ведомости”: Российские банки осваивают cash management (заголовок статьи)».

6. Из рекламы банка:

«Выбор способа погашения обязательств[32]: уменьшающимися (дифференцированными) или равными (аннуитетными) платежами.»

---

[28] См. Фрэнк Дж. Фабоцци «Рынок облигаций: анализ и стратегии», М., 2005.
[29] Если не считать попытки «прямого» перевода – «проплачиваемый» или «выплачиваемый» (см. Фрэнк Дж. Фабоцци «Рынок облигаций: анализ и стратегии», М., 2005), а также отказаться от «длинного» перевода, представляющего собой попытку толкования термина. Там же Гораздо дается перевод pass-through securities как «переводные ценные бумаги»
[30] Х.П. Бэр «Секьюритизация активов», Мю, 2006
[31] Глоссарий терминов секьюритизации. Standard&Poor’s, 2004
[32] Речь идет об обязательствам из договора ипотечного кредита.