Федеральное государственное образовательное учреждение
Высшего профессионального образования

«Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации»

Кафедра ценных бумаг и финансового инжиниринга

Допустить к защите Зав.
кафедрой Рубцов Б.Б.

_____2009 г.

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА

(ДИПЛОМНАЯ РАБОТА)

На тему:

«Секьюритизация ипотечных активов: международный опыт и российская практика»

Выполнила:
Студентка группы РЦБ 5-6
Корнева Ирина Сергеевна

Научный руководитель:
Гусева Ирина Алексеевна
Кандидат экономических наук,
профессор

Москва 2009 год

СОДЕРЖАНИЕ

Введение……. 3

Глава 1. Теоретические аспекты секьюритизации активов…… 5

1.1 Понятие и классификация секьюритизации активов…….. 5

1.2 Механизм секьюритизации активов и его участники …… 12

1.3 Виды структур ценных бумаг, выпускаемых при секьюритизации активов…….. 23

Глава 2. Международный опыт секьюритизации ипотечных активов…… 32

2.1 Особенности секьюритизации ипотечных кредитов в США…. 32

2.2 Особенности механизма секьюритизации во Франции…… 54

Глава 3. Особенности секьюритизации ипотечных кредитов в России……. 63

3.1 Анализ предпосылок и современного состояния секьюритизации российских ипотечных активов …… 63

3.2 Основные проблемы секьюритизации ипотеки и предложения по их решению…… 76

Заключение……..... 95

Список использованной литературы……... 99

Введение

Развитие рынка секьюритизации в последние десятилетия имеет огромное влияние на мировые рынки капитала. Благодаря секьюритизации появились новые классы долговых инструментов и был обеспечен доступ на рынок новых участников, что способствовало расширению и углублению мирового рынка капитала.

Актуальность выбранной темы, заключается в том, что секьюритизация представляет собой один из наиболее эффективных механизмов привлечения финансирования, открывающий кредитным организациям доступ к практически неограниченным ресурсам внутреннего и международного финансовых рынков.

Для инвесторов секьюритизация — это создание новых классов инструментов, принципиально иные возможности управления рисками, выход на новый, более качественный уровень рыночных отношений.

За рубежом накоплен огромный опыт проведения различных типов подобных сделок. В России же эти финансовые механизмы только начинают развиваться. Секьюритизация заключает в себе огромный потенциал развития не только финансового рынка, но и экономики в целом.

Именно эффективные механизмы секьюритизации дали возможность большинству государств достигнуть впечатляющего прогресса в ипотечном кредитовании и жилищном строительстве. Не случайно развитие рынка ипотечных ценных бумаг в России названо ключевым направлением реализации приоритетного национального проекта «Доступное и комфортное жилье — гражданам России».

Целью исследования является изучение международного опыта по развитию механизма *классической секьюритизации ипотечных активов* для правильной оценки современного состояния развития

секьюритизации ипотечных кредитов в России и формирования предложений по совершенствованию деятельности участников секьюритизации.

Дипломная работа состоит из трех глав. **Первая глава** содержит анализ различных подходов к понятию «секьюритизация активов», а также классификацию видов секьюритизаций. Подробно исследован механизм секьюритизации активов и функции его участников. В работе выделены основные принципы, лежащие в основе сделок классической секьюритизации активов, а также проанализированы особенности видов ценных бумаг, выпускаемых в рамках секьюритизации.

Вторая глава исследования посвящена зарубежному опыту развития секьюритизации в США и Франции. Анализ американского опыта содержит оценку причин кризиса рынка ипотечных ценных бумаг в 2007г. При рассмотрении опыта Франции особое внимание уделяется экономико-правовым конструкциям функционирования закрытых инвестиционных фондов, выступающих механизмом секьюритизации.

В третьей главе дипломной работы проведен анализ экономических и правовых предпосылок развития секьюритизации в России, дана оценка современного состояния секьюритизации российских ипотечных активов. Данная глава также содержит анализ проблем, сдерживающих развитие секьюритизации в России. По результатам рассмотрения барьеров развития секьюритизации активов сформулированы предложения по их устранению.

Методологической базой исследования послужили работы зарубежных и отечественных авторов по проблемам развития секьюритизации различных видов активов. В работе использовались статистические данные международных организаций, саморегулируемых организаций рынка ценных бумаг, центрального банка России.

При написании работы автором применялись общенаучные методы познания: системный поход, методы анализа и синтеза, диалектический метод, а также статистические методы обработки информации. Для достижения поставленных задач широко использовались индуктивный и дедуктивный методы, а также метод сравнительного анализа.

Глава 1. Теоретические аспекты секьюритизации активов

1.1 Понятие и классификация секьюритизации активов

Термин «секьюритизация» впервые появился в колонке «Слухи со Стрит» Wall Street Journal в 1977 г. Он был предложен Льюисом Раниери (Lewis S. Ranieri), главой ипотечного департамента Salomon Brothers[1]. Именно этот термин использовался при описании андеррайтинга первого выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам.

Сделка была основана на использовании структуры прямого распределения, при которой специальное финансовое общество (SPV) распределяет между держателями ценных бумаг все «сгенерированные» пулом кредитов денежные средства на момент очередной выплаты по бумагам. В качестве андеррайтера выступал Salomon Brothers. Сделка получила имя «Эмиссия Банка Америки» («Bank America issue»).

Как отмечает Бэр Х. о секьюритизации принято говорить в широком и узком смыслах. В первом случае секьюритизация рассматривается как процесс перемещения международного финансирования с рынка кредитов на рынки капитала и характеризуется заменой кредитного финансирования сделками, основанными на выпуске ценных бумаг. Во втором случае в качестве механизма списания финансовых активов с балансов предприятий и их рефинансирование посредством выпуска ценных бумаг на фондовом рынке[2].

Существует много определений секьюритизации, но, по существу, все они сводятся к тому, что секьюритизация представляет собой финансирование или рефинансирование каких-либо активов

[1] Казаков А. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг.-2003.-№19(321).

[2] Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков – М.: Волтерс Клувер, 2007, - С. 27

компании, приносящих доход, посредством «преобразования» таких активов в торгуемую, ликвидную форму через выпуск облигаций или иных ценных бумаг.

Экономическая идея секьюритизации состоит в том, чтобы предоставить пулу активов (неосязаемых прав на получение платежа в будущем от должников) возможность участвовать в обороте. Правовым средством для этого послужил институт ценных бумаг. С его помощью стало возможным использовать активы задолго до наступления срока платежа по ним.

Секьюритизация предполагает избавление держателей ценных бумаг (инвесторов) от риска лица, которое создало активы, обеспечивающие эти ценные бумаги («оригинатора»), посредством их физического и/или юридического обособления от оригинатора.

Цель сделок секьюритизации - обеспечить приоритетному траншу ипотечных ценных бумаг более высокий рейтинг в сравнении с необеспеченными приоритетными обязательствами оригинатора. Очевидно, чем больше разрыв в уровнях рейтингов, тем больше разница в стоимости привлечения средств и тем больше экономический эффект от сделки.

Поскольку часто при выпуске секьюритизированных ценных бумаг ставится задача получить рейтинг на уровне рейтинга национального правительства, разница в рейтингах может быть довольно значительной. Обособление риска по структурным ценным бумагам от риска банкротства оригинатора достигается рядом структурных и юридических инструментов.

К структурным инструментам относится, прежде всего, особый вид эмитента структурных бумаг - так называемое специальное финансовое общество (СФО), риск банкротства которого сведен к минимуму.

Кроме того, те участники сделки, дефолт которых может привести к частичной или полной потере денежных потоков по сделке, должны иметь либо достаточно высокую кредитоспособность, либо субститута, который мог бы перенять их функции в случае банкротства.

К правовым основам сеьюритизации относятся: концепция финансовых активов и права кредиторов; механизм передачи активов, в частности полноценной продажи (true sale); залоговый механизм; институт доверительного управления; институт СФО; специальный налоговый режим[3].

Развитие рынка секьюритизации в последние десятилетия оказало благоприятное влияние на рынки капитала в ряде аспектов. Во-первых, благодаря секьюритизации появился новый класс долговых инструментов и был обеспечен доступ на рынок новых участников, в том числе корпораций, что способствовало углублению рынка капитала.

Во-вторых, секьюритизация позволила кредитным организациям и компаниям осуществить эффективную реализацию активов, обеспечить улучшение своих финансовых показателей и получить финансирование на более благоприятных условиях.

Секьюритизация также способствовала развитию и расширению других видов рынков. Например, в Соединенных Штатах правительство, действуя через два правительственных агентства – Федеральную национальную ипотечную ассоциацию (Federal National Mortgage Association («Fannie Mae») и Федеральную жилищную ипотечную корпорацию (Federal Home Loan Mortgage Corporation («Freddie Mac»), смогло простимулировать ипотечный рынок и существенно повысить спрос на собственное жилье.

Секьюритизациия применялась, чтобы дать возможность американским банкам освободить их портфели от рискованных займов,

[3] Пенкина И. Рынок секьюритизации в России// Биржевое обозрение, -2007, - №5(43), С.9

предоставленных развивающимся странам. Облигации Брэйдли (Brady bonds) возникли на основе секьюритизированных банковских займов нескольким странам[4].

В Великобритании правительство использовало секьюритизацию для финансирования своей «инициативы частного финансирования» - политики, направленной на приватизацию и выведение из своей структуры некоторых правительственных функций, например, строительства и обеспечения функционирования тюрем, больниц и школ. В частности, финансирование строительства нескольких больниц в Великобритании было обеспечено путем выпуска на рынки капитала ценных бумаг, обеспеченных активами.

На рынке секьюритизации развитых стран преобладают следующие классы активов: права требования по жилищной ипотеке, права требования по коммерческой ипотеке, права требования по кредитным картам, автокредиты, потребительские кредиты, торговые права требования (дебиторская задолженность) и недоговорные поступления денежных средств в будущем (например, расписки в получении оплаты услуг).

Однако перечень видов активов, по которым возможна секьюритизация, продолжает расширяться (инициатива по вовлечению в процесс секьюритизации новых видов активов часто исходит от правительств западноевропейских стран).

В принципе, возможна секьюритизация любых активов или прав, обеспечивающих будущие (прогнозируемые) поступления денежных средств, в той степени, в которой они могут быть переданы специальному финансовому обществу (СФО) через «действительную продажу» (или в той степени, в которой Оригинатор считается «защищенным от

[4] Боди З. Принципы инвестиций/З. Боди, А. Кейн, А. Маркус, Пер. с анг. – М.: Издательский дом «Видьямс», 2004, С.47

банкротства»). Такими активами могут быть, например, налоговые поступления или поступления от оплаты коммунальных услуг.

Секьюритизация дает инвесторам возможность делать вложения в активы, которые иначе были бы им недоступны, и существенно расширяет предложение облигаций, имеющих высокий рейтинг. Таким образом, секьюритизация – это высокоэффективный инструмент диверсификации финансирования и рисков как для инвесторов, так и для Оригинаторов.

В мировой практике сделки по секьюритизации активов отличаются большим разнообразием. В этой связи необходимо провести классификацию видов секьюритизаций активов по следующим критериям: тип активов, способ обособления активов, местонахождение эмитента, тип выпускаемых ценных бумаг.

1) <u>В зависимости от типа активов разичают:</u>

- секьюритизацию будущих поступлений (future flow securitization) - банковские переводы, поступления по торговым и экспортным операциям и т. д.;
- Секьюритизацию существующих активов (existing-assets securitization);
  - ✓ ценные бумаги, обеспеченные активами (Asset-backed securities, ABS) - розничными кредитами, кредитными картами, автокредитами, лизинговыми платежами и т. д.,
  - ✓ ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой (Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS),
  - ✓ ценные бумаги, обеспеченные коммерческой ипотекой (Commercial Mortgage-Backed Securities, CMBS);
- Секьюритизацию долговых обязательств (Collateralized Debt Obligations, CDOs);
- Корпоративную секьюритизацию (corporate securitization),

2) <u>В зависимости от способа обособления активов от оригинатора различают:</u>

- Секьюритизацию посредством прямой продажи активов (cash transaction);
- Секьюритизацию посредством искусственного обособления или создания активов (synthetic transaction)[5].

3) <u>В зависимости от местонахождения эмитента выделяют:</u>

- Внутренние сделки (domestic transactions) - когда эмитент находится в той же стране, что и оригинатор;
- Трансграничные сделки (cross-border transactions) - когда эмитент и оригинатор находятся в разных странах.

4) <u>В зависимости от типа выпускаемых ценных бумаг:</u>

- Секьюритизация с использованием долевых ценных бумаг,
- Секьюритизация с использованием долговых ценных бумаг.

Следует отметить, что до настоящего времени в литературе, как и в рыночной практике, не выработано единого, принятого всеми определения секьюритизации активов

При рассмотрении всего множества определений, **во-первых,** следует обратить внимание на то, что некоторые из них подчеркивают либо отдельные элементы, как, например, продажу пула активов, использование пула в качестве покрытия (обеспечения) ценных бумаг, либо факт отделения и передачи рисков.

Во-вторых, существует ряд попыток дать определения, которые охватывали бы все возможные варианты, в том числе сделки, покрытые активами *(Asset-Backed-Transaction),* проектное финансирование или даже

[5] Туктаров Ю. Общие вопросы синтетической секьюритизации//Энциклопедия российской секьюритизации, -Санкт-Петербург, - 2008.,С.192

кредитование, сопровождающееся обеспечительной уступкой прав требования.

С учетом сделанных замечаний секьюритизацию активов можно определить следующим образом:

Секьюритизация активов — это инновационная техника (способ) финансирования, при которой:

- ✓ ***диверсифицированный пул финансовых активов выделяется (списывается) с баланса банка или иного предприятия,***
- ✓ ***приобретает юридическую самостоятельность путем передачи специально созданному финансовому обществу (SPV),***
- ✓ ***которое осуществляет его рефинансирование на международном рынке капиталов или денежном рынке посредством выпуска ценных бумаг.***

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

1.2 Механизм секьюритизации активов и его участники

Сделки секьюритизации являются сложнейшими с точки зрения организации и осуществления, что определяется большим количеством участвующих сторон и длительностью процесса.

Как правило, в рамках секьюритизации к портфелю кредитной организации предъявляются следующие требования: 1) способность генерировать денежные потоки, 2) минимальный риск просрочек и дефолтов, 3) региональная диверсификация, 4) малая доля каждого индивидуального кредита в суммарном портфеле, 5) однородность кредитов, 6) возможность уступки прав кредитора третьим лицам[6].

---

[6] Рыжов А. Организация и структурирование сделок секьюритизации: роль независимого финансового консультанта//Энциклопедия российской секьюритизации, - Санкт-Петербург, - 2008., С.288

Основными участниками секьюритизации активов являются следующие организации: оригинатор (продавец активов), специальное финансовое общество, инвесторы (покупатели ипотечных ценных бумаг), хедж-провайдеры, доверительный управляющий (trustee), организатор выпуска, формирующий эмиссионный синдикат, рейтинговые агентства[7].

В ряде случаев могут привлекаться дополнительные участники с целью выполнения обслуживающих функций (см. таблица №1).

Таблица №1 «Основные и дополнительные участники и их функции в секьюритизации»

Наименование участника	Предназначение
Оригинатор	владелец и «генератор» секьюритизируемых активов. Оригинаторами могут быть банки и другие кредитно-финансовые учреждения, корпорации, государственные органы и муниципалитеты.
Продавец	продавец секьюритизируемых активов. Во многих случаях Продавец и Оригинатор сделки являются одним и тем же лицом. Однако это не всегда так. К примеру, предприятие может приобрести активы у своих аффилированных лиц и затем выступить в роли основного Продавца в рамках секьюритизации.
Покупатель	Специальное финансовое общество, которое приобретает секьюритизируемые активы. Покупатель финансирует покупку путем эмиссии ценных бумаг, обеспеченных активами, на рынке капитала (в этом качестве Покупатель также именуется **Эмитентом**).
Сервисер	обслуживает секьюритизируемые активы (нередко эту роль оставляет за собой Оригинатор). В тех случаях, когда секьюритизируется дебиторская задолженность, Сервисер получает, управляет и при необходимости обеспечивает взыскание дебиторской задолженности в судебном порядке.
Инвесторы	покупатели ценных бумаг, обеспеченных активами. Примерами инвесторов на рынке секьюритизации являются пенсионные фонды, банки, инвестиционные фонды открытого типа, хедж-фонды, страховые компании, центральные банки, международные финансовые учреждения и корпорации.
Ведущий организатор выпуска (андеррайтер)	является основным дистрибьютором обеспеченных активами ценных бумаг в рамках конкретной сделки.
Рейтинговые агентства	определяют рейтинг обеспеченных активами ценных бумаг.
Администратор денежных потоков	оказывает Эмитенту банковские услуги и услуги по управлению денежными потоками.
Доверенное лицо	**в функции администратора по обеспечению** выступает в качестве лица, управляющего активами в интересах

[7] Драгунов В., Селивановский А. Некоторые практические аспекты документации секьюритизируемых активов//Энциклопедия российской секьюритизации, - Санкт-Петербург, - 2008., С.105.

	кредиторов Эмитента, права которых обеспечены (он, в частности, является держателем активов Эмитента, переданных ему в целях обеспечения обязательств Эмитента, в интересах Инвесторов); **в функции администратора по ценным бумагам** действует от имени держателей обеспеченных активами ценных бумаг.
Аудиторы	при необходимости выполняют аудиторскую проверку пула активов, что может требоваться согласно документации по соответствующей сделке.
Хедж-провайдеры	осуществляют хеджирование любых валютных или процентных рисков, которые могут возникнуть у Эмитента.

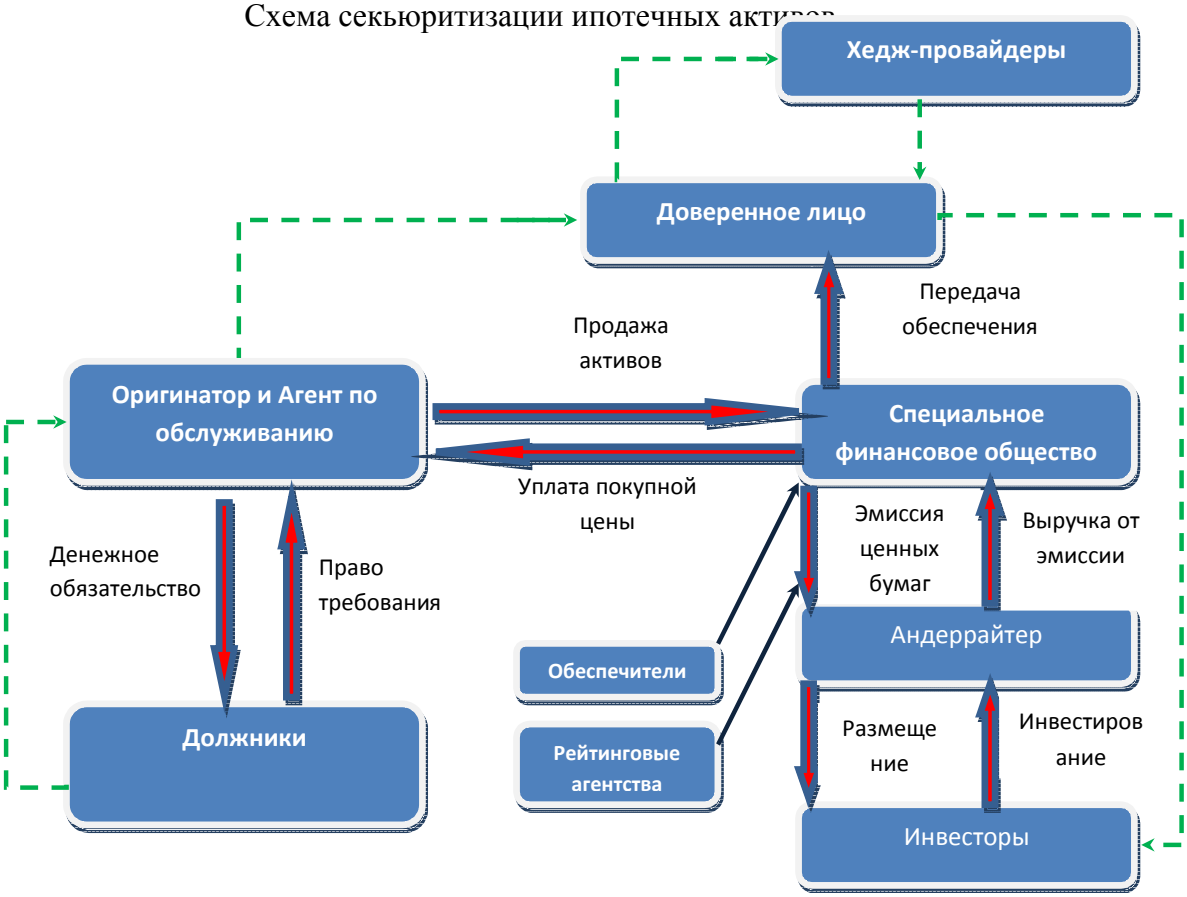
Источник: Секьюритизация в России: пути развития рынка и снижения стоимости заимствований//Доклад рабочей группы международной финансовой корпорации – Вашингтон, -2005, -С.10.

Базовая схема секьюритизации ипотечных активов представлена на рисунке № 1. **Выделенные активы** *(Assets)* банка *(Originator),* которые дают право на получение денежных выплат, **собираются в единый пул,** затем он **рефинансируется путем выпуска ценных бумаг** *(Asset-Backed Securities).*

Из денежных платежей, генерируемых данным пулом активов, в дальнейшем выплачивается сумма основного долга и проценты по выпущенным ценным бумагам.

Рис.1

Схема секьюритизации ипотечных активов



Процесс секьюритизации активов можно разделить следующие этапы:

1) Создание специального финансового общества (СФО), для целей рефинансирования. СФО является юридически самостоятельной и защищенной от банкротства (Bankruptcy-remote Special Purpose Vehicle, SPV).

2) Продажа пула активов (Assets) банком-оригинатором без права обратного регресса или с существенным ограничением такого права (Non- или Limited Recourse) хозяйственной единице – специальному финансовому обществу.

3) Предоставление дополнительного обеспечения (Credit- and Liquidity Enhancements) в случае если такое обеспечение предусмотрено программой секьюритизации данных активов.

4) СФО выкупает пул активов посредством эмиссии ценных бумаг, обеспеченных пулом активов.

5) Для гарантирования полного и своевременного обслуживания ценных бумаг в зависимости от способа структурирования, вида секьюритизируемых активов, а также правовой системы используются дополнительные элементы, а именно: валютные и процентные свопы, инвестиционные сертификаты, гарантирующие вложение средств под определенный процент (Guaranteed Investment Certificate), или другие виды деривативов.

6) С целью обеспечения исполнения обязательств по ценным бумагам продаваемые активы обычно передаются в залог инвесторам или же пул активов, включая все права из обеспечения, уступается ***доверенному лицу (Trustee).***

7) Доверенное лицо использует данные права в интересах инвесторов.

Особенность состоит в том, чтобы сделать юридически самостоятельным диверсифицированный пул, содержащий однородное имущество (права требования), и по возможности отделить процесс рефинансирования от первоначального собственника активов, осуществив выпуск ценных бумаг.

При этом активы оригинатора продаются специально созданному для этих целей финансовому обществу (Special Purpose Vehicle, SPV) и, как правило, полностью списываются с баланса предприятия (Off-Balance Sheet).

СФО обычно учреждается в юрисдикции, где не существует серьезных надзорных ограничений и обеспечивается налоговая нейтральность трансакции, имеет минимальный собственный капитал и финансирует покупку активов либо путем выпуска ценных бумаг.

Благодаря созданию СФО и передаче ему оригинатором финансовых активов последние приобретают юридическую самостоятельность, не попадают более в сферу полномочий оригинатора и тем самым освобождаются от всех оперативных и хозяйственных рисков, связанных с его деятельностью.

Таким образом, инвестор, принимая инвестиционное решение, может ориентироваться исключительно на качество активов (требований) и надежность структуры рассматриваемой сделки, оставив опасения, которые он обычно высказывает в отношении предприятия, привлекающего средства напрямую.

В целях финансирования покупки этого имущества (активов) выпускаются ценные бумаги, для последующего обслуживания которых используется исключительно поток платежей, порождаемый переданными активами.

Процентные и капитальные платежи при обслуживании этих ценных бумаг осуществляются непосредственно из данного потока

платежей (Cash Flow). Пул активов вместе с другими видами дополнительного обеспечения непосредственно определяет объем ответственности (гарантийную массу) по выпущенным ценным бумагам.

С учетом этой специальной формы обеспечения данные финансовые инструменты обозначаются как ценные бумаги (Securities), выпущенные с покрытием (Backed) в виде финансовых активов (Assets). Таким образом, выражение Asset-Backed Securities дословно можно перевести следующим образом — покрытые (обеспеченные) активами ценные бумаги.

Как правило, они представляют собой права требования, как, например, в случае выпускаемых с покрытием коммерческих ценных бумаг или нот (Asset-Backed Commercial Papers, Asset-Backed Notes). Однако данные ценные бумаги могут также удостоверять право на долю (участие) в капитале некоторого траста или инвестиционного фонда.

Деятельность по обслуживанию активов, т.е. по отражению операций в бухгалтерском учете, инкассо, взысканию непогашенной задолженности, а также по контролю за состоянием денежных требований, берет на себя ***Агент по обслуживанию (Service Agent)***[8]**.**

Как правило, эти задачи поручаются оригинатору, с которым заключается договор на ведение дел. Представляется целесообразным, чтобы предприятие, которое в прошлом следило за состоянием активов (кредитных требований) и обслуживало их, продолжило это делать в будущем.

Для наблюдения за ходом сделки к ней подключается ***доверенное лицо (Trustee),*** которому передается приоритетное право распоряжения активами СФО и которое выполняет функции платежного агента по выпущенным ценным бумагам (ABS).

---

[8] Санникова Т. Рейтинг отдельных сделок секьюритизации активов// Рынок ценных бумаг, - 2006, - №11 (314), С. 64

Доверенное лицо и оригинатор, выступающие в качестве агента по обслуживанию активов (обслуживающей компании), получают за свою деятельность комиссионное вознаграждение, которое обычно выплачивается из разницы между порождаемым пулом активов потоком платежей (Cash In-Flow) и денежными средствами, передаваемыми инвесторам (Cash Out-Flow).

Чтобы обеспечить размещение ценных бумаг и защитить инвесторов от возможных убытков, в выпуски встраиваются дополнительные механизмы повышения надежности ценных бумаг, или, иначе говоря, улучшения кредитного качества (Credit- and Liquidity Enhancements)[9].

Опасность возникновения временных затруднений с выплатой процентных платежей или основных сумм, например при несостоятельности отдельных должников, может быть устранена путем специальных мер по снижению кредитного риска и повышению ликвидности.

Риск убытков в размере до 10—15% от объема пула активов обычно принимают на себя специализированные страховые компании, инвесторы, предоставляющие субординированные средства, или банки, выдающие банковскую гарантию[10]. В дополнение к этому названные трудности можно обойти с помощью оформления специальных (резервных) кредитных линий, использования средне- и краткосрочных инструментов повышения ликвидности.

Наконец, финансовые потоки, которые часто имеют различную процентную и временную структуру, а также деноминированы во всевозможных валютах, можно модифицировать желаемым образом с учетом потребностей инвесторов и рыночной ситуации, используя

---

[9] Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ /Э. Дэвидсон, Э. Сандерс, Л.-Л. Вольф, А Чинг- М.: Вершина, 2007. – С.41.

[10] Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков – М.: Волтерс Клувер, 2007, -С.99

деривативы, например процентные или валютные свопы, а также договоры о реинвестировании.

По причине чрезвычайной сложности обыкновенно используемых на практике схем секьюритизации активов сторонним инвесторам оказывается крайне затруднительно оценить надежность выпусков ABS. Для того чтобы обеспечить сравнимость рисков инвестирования в эти ценные бумаги и в существующие, давно известные финансовые инструменты, ход сделок секьюритизации активов непрерывно отслеживается и оценивается крупнейшими ***рейтинговыми агентствами.***

Посредством встраивания в схему дополнительных механизмов повышения надежности, а также благодаря надлежащему структурированию сделки сегодня большинство эмиссий ABS получают первоклассные рейтинги.

Для реализации сделок по секьюритизации активов необходимо, чтобы выполнялись ***следующие основные принципы:***

1) Принцип «действительной продажи»

Принцип «действительной продажи» является ключевым для проведения секьюритизации активов и подразумевает, что после осуществления Оригинатором продажи или передачи активов специально образованному юридическому лицу, такая передача не может быть оспорена, признана недействительной или отменена каким-либо иным способом в случае несостоятельности Оригинатора или в любых иных случаях, не предусмотренных условиями сделки секьюритизации.

Кроме того, при типичных сделках секьюритизации Оригинатор не уведомляет должников о передаче прав требований к ним и продолжает «обслуживать» активы (то есть, получать дебиторскую задолженность) на тех же условиях, как и до секьюритизации, и передает соответствующие

денежные поступления полностью или частично специально образованному финансовому обществу для обслуживания ценных бумаг[11].

Следует отметить, что в этом случае существует риск смешения активов у Оригинатора, т.е. риск того, что денежные поступления от секьюритизируемых активов впоследствии станут частью конкурсной массы Оригинатора в случае его банкротства. Законодательство должно предусматривать механизм обособления активов, участвующих в секьюритизации, от прочих активов Оригинатора.

2) Принцип «защищенности от банкротства»

Специально образованное финансовое общество, как правило, создается как максимально защищенное от банкротства лицо со специальной правоспособностью[12].

Принцип «защищенности от банкротства» предполагает, что специальное образованное юридическое лицо ограничивается в возможности инициировать процедуру своей добровольной ликвидации или реорганизации, и одновременно все участники отношений с таким лицом принимают на себя обязательство не ходатайствовать о ликвидации специального юридического лица или о возбуждении в отношении него процедуры банкротства.

Кроме того, стороны признают, что любые требования, которыми они могут быть наделены, ограничиваются стоимостью свободных активов специально образованного юридического лица.

3) Принцип «специальной правоспособности»

Данный принцип является логическим продолжением принципа защищенности от банкротства, и предполагает, что специально образованному финансовому обществу в силу положений его

---

[11] Туктаров Ю. Секьюритизация закладных: вопросы действительной продажи (true sale)//Рынок ценных бумаг, - 2006, -№22 (325), С. 45

[12] Соколова Ю. Перспективы изменения законодательства о секьюритизации в России//Рынок ценных бумаг – 2007, - №11 (338), С. 40.

учредительных документов (и/или законодательных положений) не разрешается выпускать какие-либо дополнительные долговые инструменты. Также не разрешается участвовать в объединении компаний или осуществлять иные сделки и действия, в том числе найм сотрудников, кроме тех, которые непосредственно необходимы для осуществления секьюритизации.

4) Принцип субординированности и очередности платежей

Принцип «договорной субординированности и очередности платежей» состоит в том, что платежи, осуществляемые специально образованным финансовым обществом при обслуживании ценных бумаг и/или в ходе процедур банкротства в пользу держателей ценных бумаг и других сторон сделки секьюритизации, производятся в строгой последовательности согласно очередности, заранее оговоренной в документации по секьюритизации и, таким образом, некоторым участникам вся сумма полностью будет выплачена раньше, чем другим.

При типичной субординированной сделке права держателей ценных бумаг младших классов на получение капитальных и процентных платежей имеют более низкую очередность (субординированы), чем права держателей ценных бумаг старших классов[13].

Секьюритизация, будучи одним инструментов секьюритизации активов обладает как преимуществами, так и недостатками.

Главными позитивными сторонами для кредитных организаций (оригинаторов) при осуществлении секьюритизации являются:

[13] Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ /Э. Дэвидсон, Э. Сандерс, Л.-Л. Вольф, А Чинг- М.: Вершина, 2007. – С.40.

1) Привлечение финансирования в форме покупной цены, уплачиваемой специальным финансовым обществом при продаже и передаче участвующих в секьюритизации активов;

2) Ограничение кредитного риска на активы и наличие возможности извлечения будущих прибылей из активов, за счет оказания услуг по их обслуживанию;

3) Большая гибкость корпоративных финансов для банка, что проявляется в возможности управлять валютой баланса и структурой рисков, сохраняя неизменным размер собственного капитала.

Следует подчеркнуть, что в ряде стран секьюритизация позволяет банкам выполнять нормативы достаточности собственного капитала, ликвидности и максимального кредитного риска на одного заемщика.

4) Повышение конкурентоспособности. Использование данного источника финансирования предоставляет банкам конкурентные преимущества по сравнению с другими банками на рынке, позволяя существенно снизить стоимость привлечения капитала. Гибкий характер этого инструмента предоставляет компании большую свободу в финансовой организации бизнеса;

5) Улучшение финансового состояния и имиджа банка-оригинатора. Секьюритизация играет важную роль в составлении финансового профиля и имиджа оригинатора, что сказывается в присвоении ей определенного рейтинга[14];

Преимущества ценных бумаг секьюритизации с точки зрения инвесторов:

1) Возможность инвестирования в виды активов, характеризующиеся различными рисками и доходностью. Это в свою

[14] В качестве примера можно привести деятельность рейтингового агентства Fitch IBCA, использующего показатель секьюритизации как один из критериев оценки компаний. См. www.fitchibca.com.

очередь позволяет инвесторам оптимизировать структуру своих портфелей и выходить на рынки, на которых иначе они не могли бы делать инвестиции;

2) Ценные бумаги, обеспеченные активами, имеют более высокую премию, чем государственные, банковские и корпоративные облигации, имеющие сопоставимый рейтинг.

К основным недостаткам применения механизма секьюритизации относят:

1) Сложность организации сделки и ее высокая стоимость;

2) Недоступность секьюритизации для мелких банков в виду недостаточности средств, что определяется необходимостью формирования крупного пула (более чем $100 млн.) для достижения экономической эффективности сделки[15];

4) Сильная зависимость от законодательства страны, в которой она осуществляется. В странах с континентальной системой права проведение секьюритизации невозможно без принятия соответствующих законодательных актов.

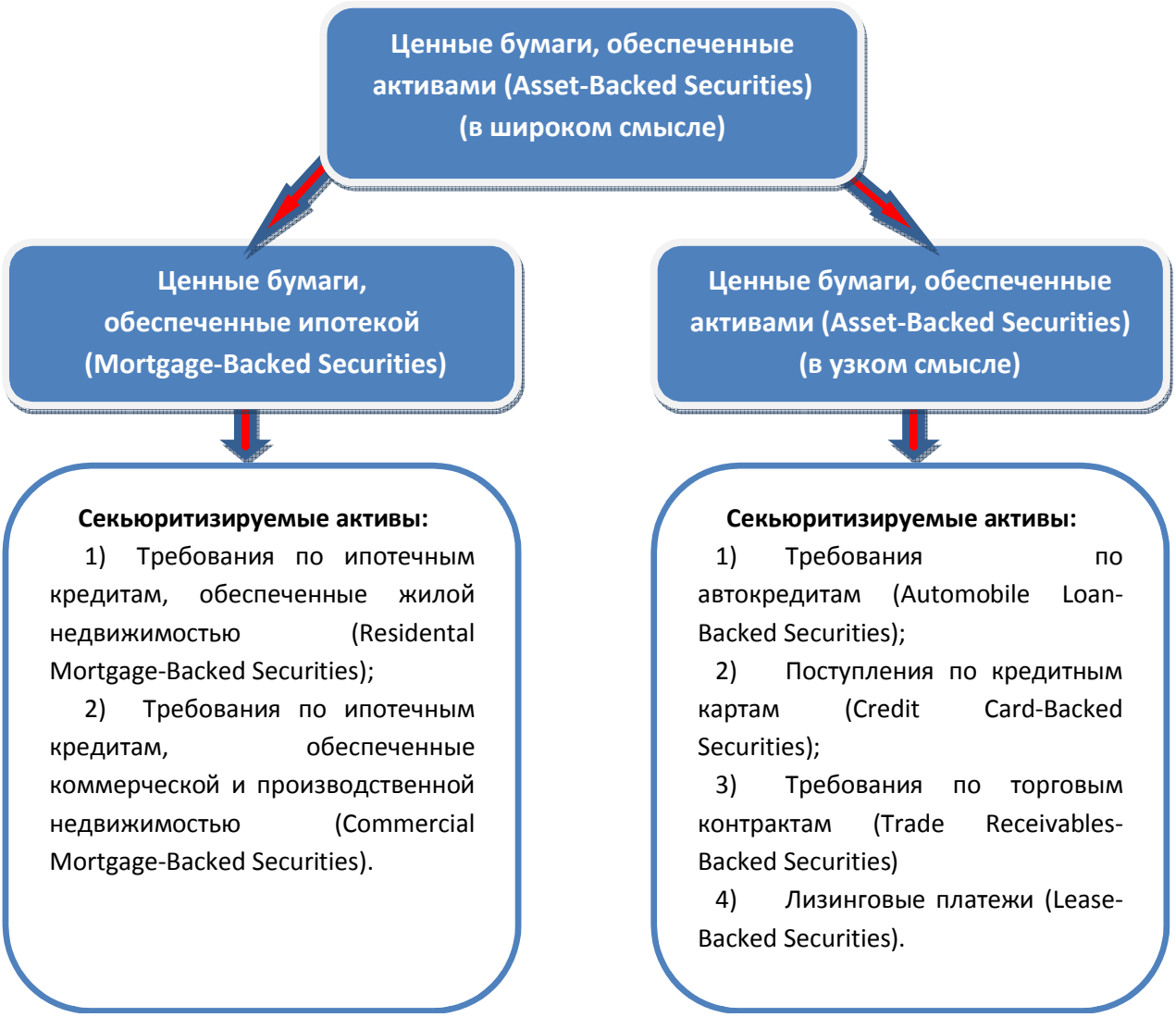
1.3 Виды структур ценных бумаг, выпускаемых при секьюритизации активов

Как и в случае с большинством финансовых инноваций, с момента появления секьюритизации активов возникло множество видов ценных бумаг, выпускаемых с покрытием в виде активов. Поскольку в последние десятилетия существенно вырос объем отличных от ипотек секьюритизируемых активов, то понятие Asset-Backed Securities используется в качестве собирательного (родового) понятия при секьюритизации всех прочих видов активов (См. рис. 2).

[15] Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков – М.: Волтерс Клувер, 2007, -С.99

Рис. 2

Соотношение видов ценных бумаг, обеспеченных активами.



Источник: Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков – М.: Волтерс Клувер, 2007, -С.53

Обеспеченные ипотеками ценные бумаги (MBS) выпускаются в США с начала 70-х г. XX в. при участии правительственных агентств[16]. Они служат для того, чтобы привлечь финансовые средства в сектор жилищного финансирования, который регулярно испытывает трудности. Первые выпуски ABS, напротив, состоялись существенно позже, в 1983 г. Поэтому существующее в литературе дифференцирование появившихся

[16] Аксенов И. Этапы секьюритизации в США: 1930-2008//Энциклопедия российской секьюритизации, - Санкт-Петербург, - 2008., С.29

раньше MBS и начавших использоваться позднее ABS имеет чисто историческое объяснение.

Однако такое разграничение, по-видимому, не вполне целесообразно по причине близости характеристик ипотечных кредитов и иных активов, используемых при секьюритизации, а также в силу подобия структур MBS- и ABS трансакций. Само собой разумеется, что ипотечные кредиты также являются активами, т.е. отражаются у кредитора в активе баланса, и в соответствии с этим MBS следовало бы относить к категории ABS. Поэтому в последнее время MBS все чаще рассматривают как подвид ABS.

Вид выпускаемых ценных бумаг во многом определяется организационно-правовой формой Специального финансового общества (SPV). В зависимости от нее осуществляется эмиссия **либо ценных бумаг, удостоверяющих <u>право на долю в имуществе</u>, либо <u>классических долговых обязательств</u>** (см. рис 3).

Рис. 3

Особенности видов структур ценных бумаг, выпускаемых при секьюритизации активов.

Источник: Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков – М.: Волтерс Клувер, 2007, -С.53

<u>Структуры прямого распределения (Pass-Through)</u> характеризуется тем, что генерируемые пулом активов потоки платежей транслируются владельцам ценных бумаг (ABS) в неизменном виде. Инвесторы получают ценные бумаги, удостоверяющие право на долю участия в пуле и аналогичные сертификатам участия (паям), которые выдают инвестиционные фонды.

Например, если процентные платежи и возврат основной суммы долга по кредитам производятся ежемесячно, то выплаты инвесторам, пропорционально количеству принадлежащих им ценных бумаг, осуществляются также с месячной периодичностью (Passed Through).

Порождаемый финансовыми активами поток платежей передается инвесторам без каких-либо изменений в объемах и сроках. При этом принципиально различаются три вида выплат, которые с момента осуществления должны быть перечислены инвесторам:

- ✓ *регулярные процентные платежи (Interest),*
- ✓ *регулярные выплаты сумм основного долга по кредитам (Principal),*
- ✓ *досрочно возвращенные суммы (Prepayments).*

Досрочные возвраты оказывают непосредственное влияние на поведение инвесторов; они изменяют оригинальные графики платежей таким образом, что среднее время обращения, иначе говоря, дюрация, ценных бумаг прямого распределения (Pass- Through) не может быть определено заранее.

Оно сокращается при увеличении и, соответственно, удлиняется при уменьшении интенсивности досрочных возвратов. Инвесторы соглашаются с тем, что они точно не знают общей суммы выплаченных

процентов и срока обращения ценных бумаг, а значит, и среднего срока своих вложений. Переложение риска досрочных выплат, а также связанного с этим риска изменения процентных ставок на инвестора существенно снижает привлекательность ценных бумаг прямого распределения (Pass-Through) для международных инвесторов.

Существование указанного риска порождает для них проблемы двоякого рода. Во-первых, сокращение срока инвестирования может привести к изменению доходности вложений, если ценные бумаги были куплены выше или ниже номинальной стоимости. В частности, ценные бумаги, приобретенные с надбавкой к номинальной стоимости, при сокращении срока обращения показывают снижение доходности, так как при их погашении выплачивается номинал.

Во-вторых, возникает проблема, обусловленная риском ре-инвестирования. В случае снижения уровня процентных ставок досрочно возвращенные средства могут быть вновь инвестированы на худших условиях (под меньшую процентную ставку), что приносит инвестору меньший доход, чем ожидалось. С учетом этих аспектов ценообразование на рынке ценных бумаг прямого распределения (Pass-Through) является чрезвычайно сложным и оценка стоимости со стороны инвесторов оказывается затруднительной.

В соответствии с высказываниями участников рынка выпускаемые в этой форме ипотечные ценные бумаги (Mortgage-Backed Securities) с математической точки зрения являются, пожалуй, самыми сложными ценными бумагами из тех, что обращаются на международном рынке капиталов и денежном рынке.

Большая часть финансовых инноваций, возникших в последние десятилетия на американском рынке ABS, создавалась с целью минимизации рисков досрочного возврата. Дабы снизить негативное

влияние таких рисков на инвесторов, были разработаны структуры, которые характеризуются наличием промежуточного управления потоком платежей при его трансляции инвесторам, так называемые ***структуры с управлением платежами (Pay-Through).***

В подобных конструкциях досрочно возвращенные должниками суммы сразу не передаются инвесторам, а остаются в распоряжении специального финансового общества (SPV) и, соответственно, траста.

Если платежи должников поступают с периодичностью раз в месяц, а выплата процентов и суммы основного долга по ценным бумагам, как это обычно имеет место в США, осуществляется раз в год или в полгода, то денежные средства до момента выплат инвестируются в заранее оговоренные инструменты денежного рынка или размещаются на депозитах в банках.

Денежные суммы, вырученные в качестве процентов при инвестировании финансовых средств, могут в таком случае использоваться либо как обеспечение обязательств по ценным бумагам, либо возвращаться оригинатору в виде дохода.

Поскольку невозможно заранее предугадать, под какую процентную ставку эти средства будут реинвестированы в будущем, размер процентного дохода не может быть точно определен ex ante. Следовательно, специальное финансовое общество (SPV) несет риск реинвестирования (Reinvestment Risk).

Чтобы устранить или насколько возможно ограничить этот риск, существует возможность заключения договоров инвестирования под гарантированную процентную ставку (Guaranteed Investment Contract). Речь идет о соглашениях, которые предусматривают, что одна сторона, как правило банк, обязуется принять денежные использование оговоренный процент.

В результате риск изменения процентных ставок остается у специального финансового общества (SPV), а инвесторы оказываются защищенными от досрочных возвратов. Заключение инвестиционного договора (с банком) повышает затраты на привлечение финансирования, поскольку в экономическом смысле названный договор подобен договору страхования.

Помимо этого, потоки платежей могут быть реинвестированы благодаря покупке новых требований, что, например, имеет место при секьюритизации поступлений по кредитным картам. Ценные бумаги с управлением платежами (Pay-Through) выпускаются с меньшим спредом по отношению к государственным ценным бумагам, чем бумаги прямого распределения (Pass-Through). Так как риск изменения процентных ставок покрывается структурой сделки, инвесторы более не могут ожидать премии, связанной с принятием на себя такого риска.

В целом, благодаря внутреннему управлению потоком платежей условия выпуска ценных бумаг могут характеризоваться максимальной гибкостью и учитывать потребности различных групп инвесторов.

Чтобы продемонстрировать эту гибкость на практике при структурировании выплат по ценным бумагам с управлением платежами (Pay-Through), более подробно остановимся на одном из видов — CollateralizedMortgage Obligations (CMOs) который на сегодняшний день является наиболее востребованным.

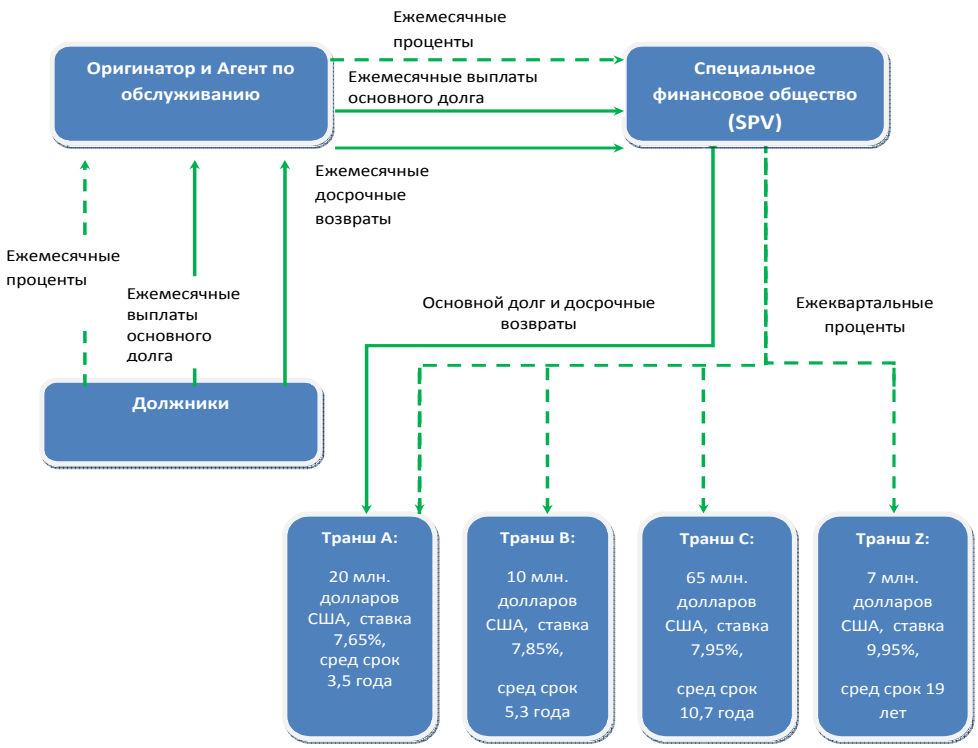
CMO (Collateralized Mortgage Obligation) являются мультиклассовыми облигациями. Обычно классы обозначаются следующим образом: A, B, C,..., последний класс — Z(облигации с амортизацией процентного дохода).

Основная цель создания CMO – управление риском досрочного погашения и кредитным риском. В отличие от MBS — ипотечных ценных бумаг типа pass-through, которые передают платежи в счет основного долга

и процентов инвестору на пропорциональной основе, CMO собирают денежные потоки, поступающие от пула ипотечных активов, и перегруппировывают их в два или более классов ценных бумаг с различными купонными процентными ставками и характеристиками выплат.

Рис.4

Распределение платежей в структуре CMO



Денежные выплаты по каждому из классов ценных бумаг распределяются в соответствии с установленными правилами, дающим инвесторам большую определенность относительно срока погашения облигаций, а также поступающих платежей.

Если доход от пула кредитов превышает процентные расходы, то полученная разница аккумулируется в еще более низком остаточном классе (CMO Residuals). Для инвесторов по каждому из классов ценных бумаг, включаемых в выпуск CMO, это дает большую определенность, чем в случае с просто MBS, относительно риска досрочного погашения. Это

достигается за счет того, что все получаемые суммы основного долга направляются в высший непогашенный класс.

Таким образом, платежи по основному долгу в первую очередь направляются на погашение облигаций с более высоким рангом до их полной выплаты, а затем перенаправляются на следующие по рангу классы. То есть сначала гасится класс А, потом В и дальше остальные классы.

Благодаря разнообразному переструктурированию платежей и разделению денежного потока между несколькими самостоятельными траншами ценных бумаг стала возможной эмиссия ценных бумаг с различными условиями выпуска, адресованных разным группам инвесторов.

Глава 2 Международный опыт секьюритизации ипотечных активов

2.1 Особенности секьюритизации ипотечных кредитов в США

В США жилищная ипотека занимает центральное место на рынке секьюритизации. Большая часть секьюритизированных ипотечных кредитов – это 30-летняя ипотека с постоянной (фиксированной) процентной ставкой, однако на рынке существует множество альтернативных инструментов, так их как ипотеки с переменной процентной ставкой, с дифференцированными суммами выплат по основному долгу и ипотека с условием участия кредиторов в распределении дохода от увеличения стоимости недвижимости.

Для развития жилищного ипотечного кредитования американским правительством были созданы и поддержаны три государственных агентства:

1) Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Federal National Mortgage Association, FNMA),

2) Государственная национальная ипотечная ассоциация (Government National Mortgage Association, GNMA),

3) Федеральная жилищная ипотечная корпорация (Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC).

Федеральная национальная ипотечная ассоциация («Фэнни Мэй») была учреждена конгрессом США в 1938 г. как полностью государственная корпорация. С 1954 г. «Фэнни Мэй» преобразована в государственно-частную корпорацию, часть акций которой принадлежали частным владельцам, а часть — федеральному правительству.

В 1968 г. корпорация была разделена на две корпорации: государственную компанию «Джинни Мэй» и корпорацию, сохранившую прежнее название, — «Фэнни Мэй» и ставшую впоследствии полностью частной компанией.

«Фэнни Мэй» представляет собой один из важнейших институтов на вторичном ипотечном рынке США. Деятельность этого института направлена на увеличение ликвидности рынка ипотечных кредитов и тем самым на улучшение распределения инвестиционного капитала, предназначенного для финансирования покупки жилья. Первоначально «Фэнни Мэй» приобретала лишь ипотечные жилищные кредиты, застрахованные *FHA* или гарантированные *VA.* Однако начиная с 1970 г. она получила право покупки и стандартных ипотечных кредитов, не подлежащих такому страхованию, но отвечающим стандартам «Фэнни Мэй».

«Фэнни Мэй» занимается покупкой ипотечных кредитов, застрахованных и гарантированных *FHA* и *VA,* а также стандартных кредитов, обеспеченных ипотекой имущества в виде од-носемейных домов или квартир в многоквартирных домах. Корпорация выступает в качестве долгосрочного инвестора в ипотечные кредиты и проводит в жизнь программу выпуска сквозных ипотечных ценных бумаг.

«Фэнни Мэй» принимает на себя обязательства по покупке ипотечных кредитов, соответствующих установленным условиям, у выдавших их кредитных учреждений, с которыми она имеет договорные отношения. Эти обязательства распространяются на:

1) гарантированные *FHA* и *VA* кредиты с фиксированным процентом, с возрастающей суммой выплат, самоамортизирующиеся кредиты, а также кредиты с переменными процентными ставками;

2) стандартные не гарантированные государственными организациями кредиты с фиксированным процентом, с переменным процентом.

В дополнение к своим стандартным программам финансирования приобретения кредитов путем выпуска сквозных ипотечных ценных бумаг

«Фэнни Мэй» выпускает собственные обязательства (облигации, краткосрочные векселя).

«Фэнни Мэй» осуществляет выборочный контроль за обслуживанием приобретенных ипотечных кредитов. Среди компаний и банков, выдающих и обслуживающих ипотечные кредиты, с которыми работает «Фэнни Мэй», — ипотечные компании, сберегательные и кредитные учреждения, сберегательные банки, коммерческие банки, кредитные союзы, финансовые компании.

«Фэнни Мэй» получает средства в процессе возврата средств по приобретенным ипотечным кредитам и в результате продажи на вторичном рынке сквозных ипотечных ценных бумаг на базе пулов ипотечных кредитов, эмитируемых через *SPV*. Часть своих доходов «Фэнни Мэй» получает за счет комиссионных за обязательства в рамках программ приобретения ипотечных кредитов, а также за счет комиссионных за предоставление гарантий по своим сквозным ипотечным ценным бумагам, обеспеченным ипотечными кредитами. «Фэнни Мэй» периодически выпускает структурированные ипотечные ценные бумаги *(CMO),* обеспеченные залогом ипотечных кредитов.

Деятельность «Фэнни Мэй» осуществляется под контролем Департамента жилья и городского развития. Этот контроль нключает в себя утверждение максимального отношения задолженности компании к собственному капиталу. В случае необходимости Министерство финансов США может рассмотреть вопрос об открытии «Фэнни Мэй» кредитной линии на сумму до 2,25 млрд долл., однако этот механизм еще ни разу не был приведен в действие[17].

Ценные бумаги «Фэнни Мэй», которые выпускаются с использованием конструкции траста и гарантий «Фэнни Мэй», не гарантируются

[17] Источник: Косарева Н. Б. Основы ипотечного кредитования/ науч. ред. Н. Б. Косарева. – М.: Фонд «Институт экономики города»: ИНФРА-М, 2007, С.280

и не страхуются федеральным правительством, однако классифицируются на рынке как низкорискованные в связи с особым статусом и историей данной корпорации.

Ценные бумаги «Фэнни Мэй» чрезвычайно разнообразны по своим характеристикам. Диверсификация инструментов объясняется двумя основными причинами: во-первых, разнообразием запросов инвесторов, каждый из которых нуждается в ценных бумагах определенного вида для включения в свои портфели; во-вторых, необходимостью управления рисками со стороны самой «Фэнни Мэй», что достигается путем построения структуры пассивов, учитывающей особенности активов компании.

Но основной сферой деятельности «Фэнни Мэй» на рынке ценных бумаг является выпуск сквозных ипотечных ценных бумаг с использованием *SPV*. «Фэнни Мэй» начала их выпуск в 1981 г. По сквозным ипотечным ценным бумагам «Фэнни Мэй» гарантирует выплату основной суммы долга и процентного дохода вне зависимости от того, были ли собраны платежи от заемщиков или нет. В случае невозврата ипотечного кредита «Фэнни Мэй» производит досрочное погашение всей суммы основного долга по кредиту. В результате инвестор получает досрочные выплаты по сквозным ипотечным ценным бумагам.

Государственная национальная ипотечная ассоциация (Government National Mortgage Association, GNMA) была учреждена конгрессом США в 1968 г. на базе части корпорации «Фэнни Мэй».

Используя механизмы вторичного рынка ипотечных кредитов, «Джинни Мэй» стимулирует предоставление ипотечных кредитов в рамках государственных приоритетов оказания помощи тем группам населения, для которых недоступны обычные методы ипотечного кредитования.

«Джинни Мэй» гарантирует выплату основного долга и процентов по ипотечным ценным бумагам, обеспеченным ипотечными кредитами, застрахованными или гарантированными FHA, Администрацией по делам ветеранов (Veterans Administration — VA) и Администрацией жилья для фермеров. Эти ипотечные ценные бумаги выпускаются кредитными учреждениями, одобренными Департаментом жилья и городского развития.

Помимо гарантирования выплат по ипотечным ценным бумагам, обеспеченным ипотечными кредитами, застрахованными или гарантированными FHA, VA и Администрацией жилья для фермеров, «Джинни Мэй» в рамках различных специальных программ помощи покупает ипотечные кредиты с процентной ставкой ниже рыночной и продает их инвесторам со скидкой по отношению к номиналу.

Корпорация осуществляет постоянный контроль за деятельностью организаций, предоставляющих и обслуживающих приобретаемые ею ипотечные кредиты.

«Джинни Мэй» обслуживает также портфель ипотечных кредитов, принадлежащих федеральному правительству. Эти кредиты были приобретены у «Фэнни Мэй» или переданы «Джинни Мэй» федеральными агентствами.

Выступая в качестве организации, управляющей портфелем ипотечных кредитов, принадлежащих федеральным властям, «Джинни Мэй» обслуживает кредиты, а также ликвидирует портфель путем продажи, амортизации, выплаты и обращения взыскания на заложенное имущество.

Специальные программы помощи осуществляются за счет кредитов Казначейства (Министерства финансов США), доходов, приносимых собственным портфелем, а также комиссионных за обязательства. Программа гарантирования ценных бумаг финансируется

за счет комиссионных за подачу заявлений и за гарантии. Данные комиссионные выплачиваются банками, организующими эмиссию ценных бумаг при помощи SPV.

«Джинни Мэй» представляет собой полностью государственную корпорацию, действующую в рамках Департамента жилья и городского развития. Президент «Джинни Мэй», назначаемый президентом США, осуществляет свою деятельность под общим руководством секретаря этого департамента. Штаб-квартира корпорации расположена в Вашингтоне. Филиалов корпорация не имеет.

По сквозным ипотечным ценным бумагам, гарантированным корпорацией, которые называются бумагами «Джинни Мэй», инвесторы получают все предусмотренные выплаты по основной сумме долга и процентные платежи по кредитам, на основе которых выпущены ценные бумаги, за вычетом комиссионных сборов, даже если заемщики не выполняют своих обязательств по выплатам.

Федеральная жилищная ипотечная корпорация (Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC) была создана конгрессом США в 1970 г. Деятельность «Фрэдди Мак» направлена на увеличение ликвидности инвестиций в сфере ипотечного бизнеса, а также на создание и развитие фондов ипотечного кредитования путем развития общенационального вторичного рынка стандартных ипотечных кредитов в сфере жилья.

«Фрэдди Мак» является связующим звеном между ипотечными кредиторами и рынками капитала за счет осуществления операций по покупке ипотечных кредитов и продаже ипотечных ценных бумаг. «Фрэдди Мак» покупает стандартные ипотечные кредиты с фиксированным и переменным процентом под залог индивидуальных домов (одно-четырехквартирных), кредиты с фиксированным

процентом, гарантированные FHA и VA, а также ипотечные кредиты, обеспеченные квартирами в многоквартирных домах.

«Фрэдди Мак» производит покупки кредитов главным образом у депозитных и кредитных учреждений, ипотечных компаний, коммерческих банков, а также у кредиторов, одобренных Департаментом жилья и городского развития.

Компания выпускает сквозные ипотечные ценные бумаги на базе ипотечных кредитов с использованием SPV, представляющие собой индивидуальные доли участия в пулах обычных ипотечных кредитов, а также, в меньшей степени, в пулах кредитов, гарантированных FHA и VA. Бумаги «Фрэдди Мак» имеют гарантию, аналогичную гарантии «Фэнни Мэй»

Она также предлагает программы, в рамках которых кредитные учреждения, предоставляющие ипотечные кредиты, продают стандартные ипотечные кредиты, кредиты, гарантированные FHA и VA, и одновременно приобретают сквозные ипотечные ценные бумаги, обеспеченные теми же кредитами, но гарантированные «Фрэдди Мак». «Фрэдди Мак» осуществляет контроль за обслуживанием ипотечных кредитов, которые она покупает.

Для осуществления своих задач «Фрэдди Мак» использует целый ряд методов финансирования и финансирует покупки ипотечных кредитов в основном за счет выпуска сквозных ипотечных ценных бумаг с использованием SPV. «Фрэдди Мак» может также финансировать свои операции путем выпуска долгосрочных облигаций, краткосрочных векселей, а также за счет кредитных линий коммерческих банков. Начиная с 1983 г. «Фрэдди Мак» периодически выпускает структурированные ипотечные ценные бумаги (CMO), обеспеченные залогом ипотечных кредитов.

«Фрэдди Мак», являясь полностью частной корпорацией, действует на основе устава, утвержденного конгрессом США. Трое из членов совета директоров назначаются президентом США.

Ценные бумаги «Фрэдди Мак» несколько отличаются от тех, что выпускает «Джинни Мэй». Во-первых, несмотря на то что «Фрэдди Мак» гарантирует выплату основной суммы долга и процентов по своим обязательствам, тем самым придавая своим ценным бумагам статус обязательств «агентства США», последние не обеспечены гарантиями правительства США.

Во-вторых, многие пулы кредитов, приобретенных корпорацией «Фрэдди Мак», состоят как из давно выданных, так и из недавних ипотечных кредитов. Следовательно, сроки истечения обязательств по этим бумагам могут колебаться в широких пределах. И, наконец, процентные ставки по кредитам в пуле могут отличаться на 200 базисных пунктов.

Благодаря секьюритизации ипотечных активов институты вторичного рынка объединяют первичные ипотечные рынки кредитования с рынками долгосрочного капитала. Последовательность действий участников при выпуске **ипотечных ценных бумаг (MBS)** с участием агентств вторичного рынка следующая (см. Рис. №5):

1) банк или ипотечная компания выдает ипотечные кредиты;

2) банк продает кредиты агентству вторичного рынка;

3) агентство продает кредиты специализированному юридическому лицу (Special Purpose Vehicle - SPV) без обязательства обратного выкупа. В подавляющем большинстве случаев в качестве специализированного юридического лица используется траст;

4) специализированный траст выпускает и продает ипотечные ценные бумаги, обеспеченные залогом недвижимости (MBS);

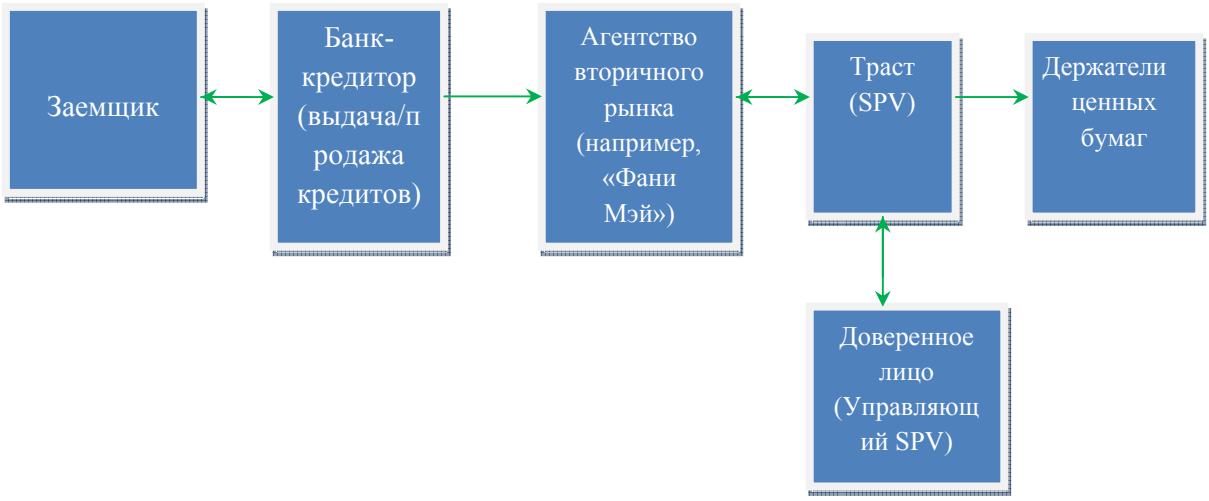
5) инвесторы в ипотечные ценные бумаги получают платежи в счет

основного долга и процентов за счет денежных потоков по ипотечным кредитам;

6) управление трастом осуществляет доверенное лицо.

Рис. №5

Выпуск ипотечных ценных бумаг (MBS) в США



Источник: Косарева Н. Б. Основы ипотечного кредитования/ науч. ред. Н. Б. Косарева. – М.: Фонд «Институт экономики города»: ИНФРА-М, 2007, С.276

Каждый выпуск ипотечных ценных бумаг обладает собственными уникальными характеристиками, отражающими специфику ипотечных кредитов, на основе которых выпущены соответствующие ипотечные ценные бумаги.

Важнейшей особенностью MBS является тот факт, что при их выпуске пул ипотечных кредитов «уходит» с баланса эмитента, тогда как при выпуске европейских облигаций обеспечение остается на балансе эмитента.

В пул обычно собираются однотипные ипотечные кредиты, совпадающие по условиям кредитования: периоду, схеме выплат, категории заемщиков, виду заложенной недвижимости.

США являются крупнейшим рынком секьюритизации ипотечных кредитов. По состоянию на 31.12.2008г. объем, находящихся в обращении

ипотечных ценных бумаг (MBS), составлял 4 999,4 млрд. евро[18]. При этом объем секьюритизированных ипотечных кредитов в 2008 г. насчитывал 804 млрд. евро (см. таблицу 2).

Таблица 2

Объемы находящихся в обращении и ежеквартально выпускаемых ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости за период с 1кв.2007г. по 4кв.2008г., млрд евро.

[redacted]

Источник: рассчитано на основе ESF Securitisation data report Q4 2008//SIFMA, p4.

Львиная доля находящихся в обращении и вновь выпускаемых ипотечных ценных бумаг приходится на агентские ипотечные ценные бумаги. Термин «агентские MBS» (agency MBS) относится к ценным бумагам, для которых включаемые в покрытие кредиты соответствовали требованиям к размеру кредитов и принципам андеррайтинга заемщиков, установленным государственным агентством «Джинни Мэй» или поддерживаемыми правительством организациями (GSEs). Поддерживаемые правительством организации (GSE) обычно гарантируют своевременность выплат основного долга и процентов[19].

По состоянию на 31.12.2008г. На не-агентские ипотечные ценные бумаги приходится лишь 27% от общего объема находящихся в обращении

[18] ESF Securitisation data report Q4 2008//SIFMA (www.sifma.org)

[19] Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ – М.: Вершина, 2007 – с.322

ипотечных ценных бумаг. При этом в составе не-агентских ценных бумаг 73% от общего объема составляют Residential Mortgage-Backed Securities — RMBS (Ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой) и 27% Commercial Mortgage-Backed Securities — CMBS (Ипотечные ценные бумаги, обеспеченные коммерческой недвижимостью)[20].

Не-агентские ипотечные ценные бумаги (non-agency mortgage-backed securities), или «частные» MBS (private-label MBS) — это ценные бумаги, которые выпускаются с ипотечным покрытием, не соответствующим требованиям поддерживаемых правительством организаций (GSE), таким как Fannie Mae (Federal National Agency Mortgage Association) и Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation).

По этой причине данные ценные бумаги (ипотечные кредиты) оказываются лишены прямой или опосредованной гарантий государственных агентств. Поскольку не-агентские MBS не обладают гарантиями государственного агентства или поддерживаемой правительством организации (GSE), то для получения инвестиционного рейтинга эмитентам приходится задействовать механизмы повышения кредитного качества. На практике понятия «не-агентские» MBS (non-agency) и «частные» MBS (private-label MBS) обычно используются как синонимы.

В покрытие «частных» MBS включаются ипотечные кредиты, характеристики которых не соответствуют стандартам поддерживаемых правительством организаций (GSE). Эти типы ипотечных кредитов традиционно назывались «нестандартными» (nonconforming), поскольку их размеры превышали «потолок», установленный агентствами (GSE), либо эти кредиты не соответствовали стандартам кредитного качества.

[20] ESF Securitisation data report Q4 2008//SIFMA (www.sifma.org)

Существует большое разнообразие типов «нестандартных» кредитов, которые выступают в качестве покрытия на рынке не-агентских MBS.

«Крупные» (jumbo) ипотечные кредиты — один из наиболее традиционных типов кредитов в практике не-агентских MBS — имеют размер, который превышает стандарты GSE (в 2003 г. предельный размер кредита составлял 322 700 долл.)[21]. «Крупные» кредиты обычно предоставляются надежным заемщикам с «первоклассными» (prime) кредитными историями. В 2001 г. «крупные» ипотечные кредиты служили покрытием для «частных» MBS на сумму около 211 млрд долл.

Кредиты под залог жилья (home equity loans, HEL) — еще один распространенный тип покрытия для «частных» MBS. Рынок HEL весьма неоднороден, поскольку он объединяет кредиты, обеспеченные вторичной ипотекой (second-lien mortgage); кредиты, обеспеченные первой закладной (first-lien mortgage), с высоким значением отношения размера кредита к стоимости недвижимости (LTV ratio); кредиты на улучшение жилищных условий (home improvement loans, HIL); возобновляемые кредитные линии под залог жилья (home equity line of credit, HELOC) и ипотечные кредиты, выданные заемщикам с низкой кредитоспособностью (subprime mortgages).

Термин «рынок HEL» некогда считался синонимом традиционной вторичной ипотеки, однако постепенно вырос в продуктовый ряд, предназначенный, главным образом, для заемщиков с низкой кредитоспособностью, который обычно обозначается символами «B», «C» или «D». Сегодня лишь небольшая часть рынка HEL приходится на кредиты, обеспечиваемые второй закладной.

Альтернативные А-кредиты (altemative-A, Alt-A) составляют еще один крупный сегмент «частных» MBS. Понятие Alt-A обычно относится к кредитам, выдаваемым заемщикам, которые не имеют долгов, но при этом

[21] Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ – М.: Вершина, 2007 – с.323

не соответствуют одному или нескольким стандартным критериям платежеспособности.

Как видно из таблицы 2, начиная со второй половины 2007г. объемы секьюритизации начали существенно снижаться. И если агентские ипотечные ценные бумаги еще выпускались, хотя и в значительно в меньшем объеме, то уже во второй половине 2008г. новые выпуски не-агентских ипотечных ценных бумаг практически не производились.

Какие причины лежат в основе кризиса секьюритизации ипотечных кредитов в США?

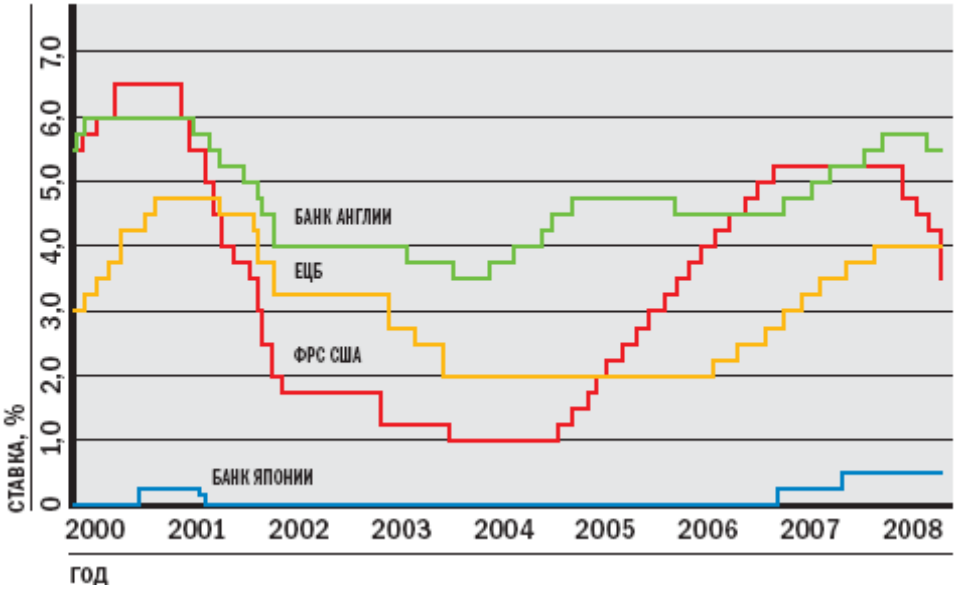
Резкое сужение объемов секьюритизации ипотечных кредитов в США свидетельствует о кризисе американской ипотечной системы. Учитывая, что в России происходит формирование системы рефинансирования кредитных организаций, в том числе с использованием механизма секьюритизации, анализ причин американского кризиса представляет исключительно актуальным.

Оценивая изменения в финансовой системе США, прежде всего следует обратить внимание на резкое снижение ставки Федеральной резервной системы США, так за период с января 2001 года по июнь 2003 года ставка была снижена с 6,5% до 1%. Данной мерой регулятор пытался стимулировать развитие фондового рынка и экономики США после массивного падения рынка, сопровождавшегося массовым выходом из бизнеса молодых интернет-компаний в 2001г.

Снижение ставки естественным образом сопровождалось снижением доходности по государственным облигациям и другим долговым инструментам. Рисунок 6 отражает историческую динамику уровня федеральной процентной ставки и сопровождающее ее снижение доходности государственных долговых обязательств США (US Treasuries) на примере нот с годичным сроком погашения.

Рис. 6

Историческая динамика уровня федеральной процентной ставки



Источник: Тремасов К. Мировая экономика. Жизнь в условиях кризиса//Рынок ценных бумаг, - 2008, - №3 (354), С.42

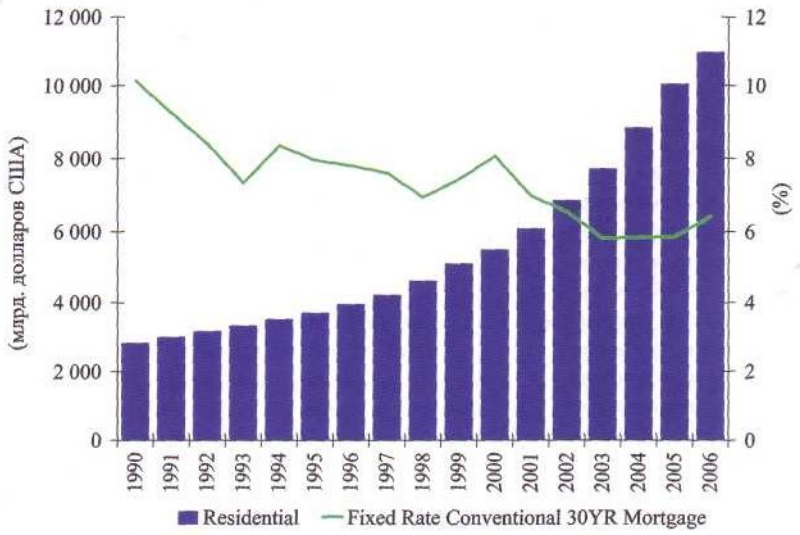
Снижение ставки до 1% стимулировало домохозяйства брать в долг. Американские домовладельцы, подавляющее большинство которых являются также заемщиками ипотечных кредитов, получили уникальную возможность рефинансировать свои кредиты.

В 2003г. было рефинансировано $2.8 трлн выданных ипотечных кредитов, что составило более трети всех выданных ипотечных кредитов в США, или, что еще интереснее, 70% ипотечных кредитов, выданных в 2003 году. Рисунок 7 иллюстрирует приведенную динамику, а также тот факт, что в 2003 году ставка стандартного 30-летнего кредита снизилась до исторического минимума 5,82%[22].

[22] Бакланова В. История текущего финансового кризиса США: 2001-2008//Энциклопедия российской секьюритизации ,- Санкт-Петербург, - 2008., С.30

Рис. 7

Объем выданных ипотечных кредитов США
и динамика ставки стандартного 30-летнего ипотечного кредита

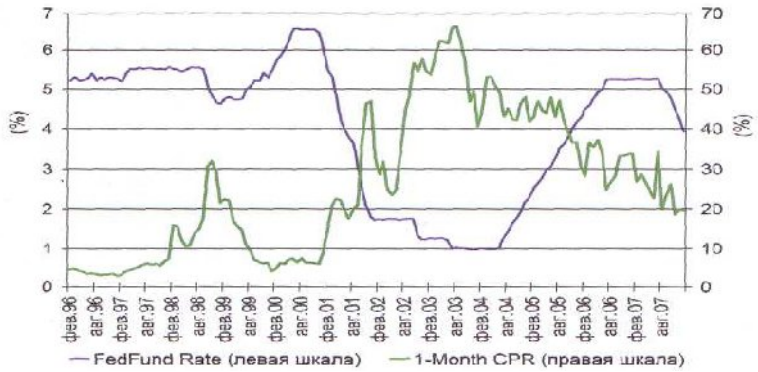


Источник: Бакланова В. История текущего финансового кризиса США: 2001-2008//Энциклопедия российской секьюритизации ,- Санкт-Петербург, - 2008., С.29

При таком объеме рефинансирования постоянная скорость предоплаты (CPR), являющаяся одним из основных показателей секьюритизированных ипотечных кредитов, достигла исторического максимума. На рисунке 8 отображена история поведения этого показателя, который выражается в процентах от размера выданного кредита. Например, CPR, равный 10%, говорит о том, что **в** течение года ожидается предоплата 10% баланса кредита.

Рисунок 8

Историческая динамика федеральной процентной ставки
и постоянной скорости предоплаты (CPR) ипотечных кредитов США



Бакланова В. История текущего финансового кризиса США: 2001-2008//Энциклопедия российской секьюритизации ,- Санкт-Петербург, - 2008., С.29

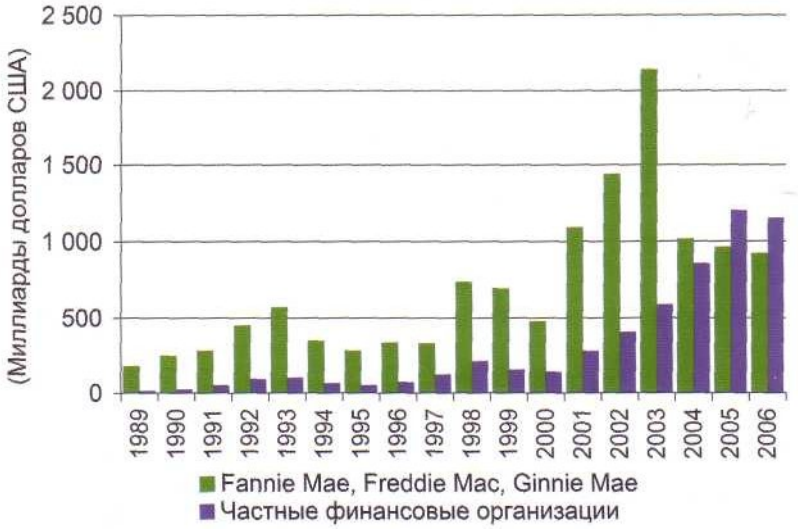
Летом 2003 года CPR достиг исторического максимума, когда ожидалось, что 66% выданного ипотечного кредита будет выплачено в течение года. Тот же график отражает сильную обратную зависимость федеральной процентной ставки и скорости предоплаты.

Однако низкие процентные ставки хороши для заемщиков, но ставят портфельных менеджеров перед проблемой реинвестирования наличности под более низкую ставку. В 2003 году доходность фондов денежного рынка понизилась до 1%, а их управляющие столкнулись с ситуацией, когда номинальная доходность не возмещала даже сборов за управление портфелем[23].

Одним из путей повышения доходности были инвестиции в нетрадиционные ипотечные продукты, где это позволялось инвестиционными декларациями. Так начался бум спроса на секьюритизированные инструменты с залогом subprime и альтернативные ипотечные продукты (Alt-A). Рисунок 9 отражает активность вторичного рынка ипотечного кредитования.

Рисунок 9

Выпуск секьюритизированных ипотечных продуктов в США



[23] Астраханцева М. Секьюритизация по-американски или с какими иллюзиями нам придется расстаться// Рынок ценных бумаг, - 2008, - №12(363). С.61

Аксенов И. Этапы секьюритизации в США: 1930-2008//Энциклопедия российской секьюритизации, - Санкт-Петербург, - 2008., С.35

Поскольку ни subprime, ни Alt-A не принимаются для рефинансирования организациями, призванными поддерживать бесперебойное функционирование ипотечного рынка («Фэнни Мэй» «Джинни Мэй», «Фрэдди Мак»), бум секьюритизации ипотечных портфелей частных банков и финансовых организаций справедливо рассматривать высококоррелированным с объемом выданных кредитов этого типа.

Но как только инвесторы начали проявлять значительный интерес к рынку subprime и ALt-A, объем выдаваемых кредитов начал снижаться, поскольку большинство кредитоспособных заемщиков уже произвели рефинансирование.

Организации, производящие ипотечное кредитование, были заинтересованы во все больших объемах. Стоит заметить, что организации, занимающиеся исключительно ипотечным кредитованием и последующей продажей портфелей, не особо заинтересованы в поддержании высоких стандартов кредитования. Прибыль подобных организаций учитывается при продаже портфеля и не зависит от дальнейшего его поведения.

Некоторое время кредитная машина работала без перебоев: производители ипотечных кредитов были заинтересованы в объемах, **а** инвесторы — в доходности. Кредиты типа subprime подходили лучше всего. Казалось, что ликвидность безгранична и секьюритизированные ипотечные кредиты — самый ликвидный и наименее рисковый финансовый инструмент в истории финансового рынка.

С другой стороны, подавляющая часть населения уже обзавелась жильем (и ипотечным кредитом), и немалые усилия прилагались финансистами к расширению продуктовой линейки ипотечных продуктов, чтобы позволить наименее кредитоспособным американцам все-таки купить недвижимость.

Линейка так называемых «доступных ипотечных продуктов» включала кредиты для заемщиков с документально неподтвержденными доходами, без первого взноса, выплату только процентных платежей в течение определенного периода и так далее.

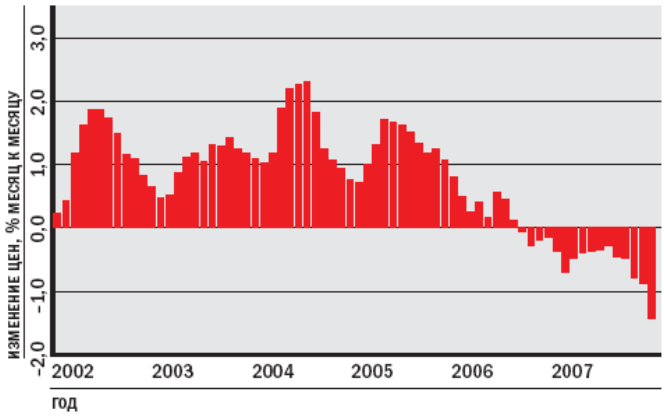
В период 2000-2005 годов американский рынок недвижимости переживал подъем, невиданный десятилетиями, причем бум затронул все штаты в практически равной степени. В то же время, менее кредитоспособные домовладельцы приобретали недвижимость по все более высоким ценам.

В 2006 году динамика роста цен на жилье замедлилась, и все большее количество недавних домовладельцев начало обнаруживать, что ожидаемого самопроизвольного уменьшения объема ипотечного кредита относительно стоимости жилья за счет его все возрастающей стоимости уже не происходит (см. рис. 10).

Более того, в некоторых штатах стоимость недвижимости наметила тренд к понижению. Заемщики, купившие жилье без начального взноса, а также с низким начальным взносом, все чаще сталкивались с ситуацией, когда они должны обслуживать долг размер которого выше стоимости самого жилья.

Рис. 10

Динамика стоимости цен на жилье в США



Источник: Тремасов К. Мировая экономика. Жизнь в условиях кризиса//Рынок ценных бумаг, - 2008, - №3 (354), С.42

Вторая половина 2006 года ознаменовалась неожиданно резким увеличением количества просроченных платежей по ипотечным кредитам subprime. Поскольку большинство этих кредитов уже были секьюритизированы, рейтинговые агентства понизили рейтинги соответствующих облигаций с залогом этими кредитами.

Волна понижения рейтингов началась с кредитов, оригинированных одной конкретной компанией, специализирующейся в секторе subprime, однако рейтинговые агентства отметили аналогичные тенденции в целом ряде портфелей и других производителей.

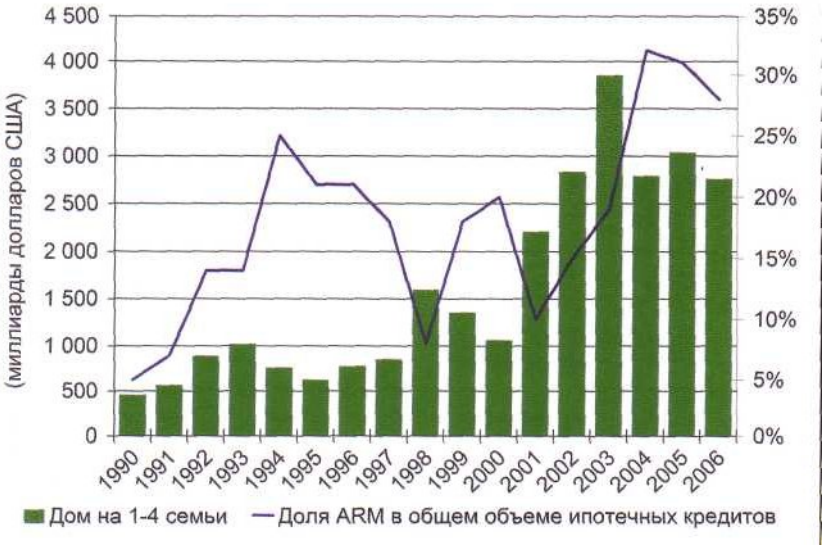
К декабрю 2006 года статистика по задержкам платежей и потерям в портфелях ABS, публикуемая в день купонных выплат 25 числа каждого месяца (данные по состоянию на 1 число этого месяца), показывала рост задержек во многих портфелях, а в начале 2007 года катастрофический рост задержек платежей характеризовал практически все портфели subprime.

Первая половина 2007 года ознаменовалась уходом инвесторов с рынка ABS, увеличением спредов на рынке, а также красочным падением нескольких хедж-фондов. Хедж-фонды банка UBS и крупного брокера/дилера Bear Stearns был и первыми заметными жертвами только наметившегося кризиса на рынке subprime, который вскоре перерос в глобальный кризис ликвидности и значительно изменил ландшафт рынков, не имеющих даже отдаленного отношения ни к недвижимости, ни к subprime.

В течение всего 2007 года спираль кризиса раскручивалась, и каждый день приносил неожиданную новость о проблемах очередного сегмента рынка. Рисунок 11 отражает рекордную долю ипотечных кредитов с плавающей ставкой в общем объеме ипотечного кредитования в 2004 и 2005 годах. Более 30% всех выдаваемых кредитов были ипотечные кредиты с переменной процентной ставкой ARM.

Рис.11

Доля ARM в общем объеме ипотечного кредитования



Бакланова В. История текущего финансового кризиса США: 2001-2008//Энциклопедия российской секьюритизации ,- Санкт-Петербург, - 2008., С.30

Структура этих кредитов такова, что в начальный период (обычно два года) предлагается привлекательная заниженная ставка, которая по прошествии начального периода переключается на более высокую, определяющуюся спредом по отношению к базовому индексу (обычно Prime Rate или LIBOR).

В конце 2006 - начале 2007 годов, когда федеральная процентная ставка достигла 5,25%, возникла опасность, что в результате массового удорожания обслуживания ипотечного долга с плавающей ставкой, произведенного в 2004-2005 годах, значительная часть заемщиков может оказаться недееспособной (см. рис. 12).

Рис. 12

Количество просроченных кредитов в общем объеме секьюритизированных жилищных кредитов (Home Equity Loans - HEL), выданных в 2000-2007 годах

Бакланова В. История текущего финансового кризиса США: 2001-2008//Энциклопедия российской секьюритизации ,- Санкт-Петербург, - 2008., С.30

События осени и зимы 2007 года, которые к началу 2008 года переросли в глобальный кризис ликвидности и кризис доверия к финансовым институтам, являлись логическим продолжением вышеописанных событий. Дело в том, что к этому времени в результате ухудшения качества ипотечных портфелей рейтинги на огромное количество секьюритизированных долгов с залогом этими кредитами были снижены.

Естественно, большинство портфельных менеджеров в ожидании действий рейтинговых агентств приступило к ликвидации ипотечных активов. Массовые и многократные понижения рейтингов на мезонинные транши ценных бумаг с залогом subprime привели к цепной реакции и практической остановке торговли по всем траншам, включая самые старшие, на которые рейтинги не были снижены, а также на большинство секьюритизированных ценных бумаг вне зависимости от типа активов.

Среди богатого ассортимента структурных финансовых инструментов есть и такие, рейтинг которых основан на стоимости ценных бумаг, составляющих секъюритизированный портфель (Market Value (MV) deals). При падении цены портфеля до определенного уровня, обозначенного в юридических документах, портфель должен быть ликвидирован, а выручка от его продажи распределена между инвесторами с соответствии с их уровнем. Одним из важных этапов в развитии кризиса был процесс ликвидации SIV.

К середине 2007 года на рынке оперировало 36 SIV/SIV-lite, под управлением которых находилось активов на общую сумму около $400 млрд. SIV служили одним из основных объектов инвестиций фондов денежного рынка наравне с инвестициями в бумаги, выпущенные

правительством США, банками и самыми платежеспособными международными корпорациями.

Первый SIV был организован в начале 1990-х годов Ситибанком. К 2007 году практически каждый крупный американский банк спонсировал подобную программу. Однако в течение последних двух лет в бизнесе управления SIV появились небанковские финансовые организации: страховые компании и управляющие компании. Портфели SIV-Ute последнего поколения в основном были инвестированы в самые старшие транши пулов с залогом subprime с рейтингом не ниже AA.

Эти инвестиции финансировались с помощью выпуска коммерческих бумаг, которые и покупали в основном фонды денежного рынка. Фонды денежного рынка являются наиболее консервативными инвесторами. С началом развития ипотечного кризиса эти фонды прекратили покупку бумаг, выпущенных SIV. При отсутствии средств финансирования портфелей SIV должны были приступить **к** их ликвидации.

Угроза выброса на рынок такого количества ценных бумаг привела к еще большему падению цен на секьюрити-зированные ценные бумаги. Соответственно, перед всеми участниками финансового рынка встала необходимость переоценить инвестиционные портфели и ценные бумаги на балансе по текущей рыночной стоимости. В результате переоценки активов большинство американских брокерско-дилерских компаний вынуждены были провести значительные списания, а международные банки — увеличить резервы под возможные потери при реализации секьюритизированных активов.

К декабрю 2007 года финансовые организации объявили о прямых потерях, связанных с ипотечным кредитованием и

инвестициями в ценные бумаги, обеспеченными ипотечными кредитами, на сумму $80.8 млрд.[24]

Массовое обесценивание портфелей финансовых организации привело к ухудшению их нормативных показателей в плане соответствия требованиям регулирующих организаций и рейтинговых агентств. Банки, брокерско-дилерские организации, а также страховые компании, занимающиеся страхованием финансовых рисков, вынуждены были заняться поисками внешних инвесторов.

Подводя итог, кризис был вызван бесконтрольным порочным циклом, состоящим из стремления ипотечных компаний выдать как можно больше кредитов заемщикам и заработать на этом комиссию, и готовностью инвестиционных банкиров рефинансировать кредиты с помощью выпуска структурных продуктов на рынок и аппетита, подкрепленного рейтингами рейтинговых агентств, инвесторов в эти продукты.

2.2. Особенности механизма секьюритизации во Франции

Франция имеет одно из самых развитых законодательств в части регулирования секьюритизации. Изучение французского опыта в области регулирования рынка секьюритизации является интересным и полезным, учитывая тот факт, что правовые системы России и Франции имеют много общего.

Секьюритизация (titrisation) появилась во Франции главным образом благодаря стремлению кредитных организаций адаптироваться к

[24] Бакланова В. История текущего финансового кризиса США: 2001-2008//Энциклопедия российской секьюритизации ,- Санкт-Петербург, - 2008., С.30

жестким требованиям Базельского комитета, касающихся допустимого уровня кредитных рисков.

Институт секьюритизации был введен Законом от 23 декабря 1988г[25]. Этот закон, дополненный декретом от 9 марта 1989г, изменялся уже несколько раз. Таким образом, протекал процесс совершенствования законодательной базы, в ходе которого решались вновь возникающие вопросы.

Благодаря данному закону кредитные организации получили возможность проводить сделки секьюритизации определенных активов, используя специальные фонды – Fonds Commun de Creances (FCC), которые не являются субъектами налогообложения.

Закон не дал юридического определения секьюритизации. Французские авторы трактуют ее как операцию, цель которой - трансформировать права требования в ценные бумаги, обращающиеся на финансовых рынках. Механизм секьюритизации можно представить как уступку прав требования фонду без образования юридического лица — Закрытому инвестиционному фонду (ЗИФу), реализуемую «посредством упрощенной цессии».

Для финансирования этой операции ЗИФ выпускает паи, приобретаемые в дальнейшем инвесторами. Схематично французская секьюритизация изображена на рисунке 13.

[25] Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ – М.: Вершина, 2007 – С. 539

Рис. 13

Схемы секьюритизации активов во Франции

Источник: Петровичев А. Секьюритизация a la francaise//Рынок ценных бумаг, - 2006, - №19 (322), С. 67

Реформы 90х годовых значительно расширили область применения рассматриваемого института во Франции. Среди знаковых преобразований — возможность неоднократного приобретения прав требования фондами и, соответственно, дополнительного размещения паев; расширение круга лиц, которые могут уступать права требования фонду; вероятность создания фондов, состоящих из нескольких независимых частей; уступка будущих прав требования.

В 2003-2004гг. в закон были внесены следующие важные нововведения, которые расширили возможности ЗИФов:

1) ЗИФ может эмитировать долговые ценные бумаги;

2) возможность проведения синтетической секьюритизации с помощью производных финансовых инструментов,

3) ЗИФ может размещать свободные денежные средства в активах, отличных от прав требования,

4) установлен режим специального банковского счета, на который поступает выручка от секьюритизируемых прав требования и который не может быть объектом взыскания для кредиторов должника,

5) ЗИФ представляет собой структуру, не являющуюся юридическим лицом.

По сути, он является имуществом — объектом общей собственности, отнесенным французским законодателем к категории коллективных инвестиционных фондов (organisms de placement collectif)[26]. Таким образом, ЗИФ напоминает отечественные паевые инвестиционные фонды.

ЗИФ создается по инициативе управляющей компании и депозитария. Именно данные структуры разрабатывают регламент фонда, в котором детально описывается его будущее функционирование.

Фонду не требуется лицензия, так как лицензированию подлежит деятельность управляющей компании фонда. Он может состоять из нескольких абсолютно независимых частей, каждой из которых соответствует определенный выпуск паев.

При публичном размещении паев в дополнение к регламенту разрабатывается проспект эмиссии, который должен содержать всю необходимую информацию для принятия решения инвесторами.

Проспект согласуется с Управлением финансовых рынков Франции (Autorité de marchés financiers). Фонд подлежит ликвидации в течение 6 мес. после погашения дебиторами всех обязательств. Он может быть досрочно ликвидирован в интересах владельцев паев и иных

[26] Петровичев А. Секьюритизация a la francaise//Рынок ценных бумаг, - 2006, - №19 (322), С. 68

выпущенных фондом бумаг с одновременной уступкой непогашенных обязательств третьим лицам.

Управляющая компания фонда по своей юридической форме — хозяйственное общество, единственным предметом деятельности которого является управление ЗИФом.

К лицензионным требованиям, предъявляемым законом к управляющей компании, относятся: минимальный размер уставного капитала, наличие квалифицированного руководства и персонала, а также технических средств, способных обеспечить успешное выполнение инвестиционной политики фонда. Управляющая компания не должна быть аффилирована с лицами, уступающими права требования фонду.

В ходе своей деятельности управляющая компания представляет фонд в хозяйственном обороте. Среди французских авторов отсутствует единодушие относительно правовой природы отношений между фондом и его управляющей компанией.

Управляющая компания осуществляет свою деятельность исключительно в интересах владельцев паев, поэтому она вправе предъявлять иски и выступать ответчиком по искам в суде в связи с осуществлением деятельности по управлению фондом.

В соответствии с законом функции депозитария фонда может выполнять только кредитная организация либо организация, имеющая лицензию Министерства экономики для осуществления такой деятельности. Французское законодательство не предусматривает независимости депозитария и управляющей компании. Депозитарием может быть кредитная организация, уступившая права требования фонду.

Функции французского депозитария ЗИФа сходны с функциями отечественного специализированного депозитария ипотечного покрытия. Во-первых, депозитарий контролирует наиболее важные решения

управляющей компании по распоряжению имуществом фонда, непосредственно затрагивающие права владельцев паев.

Во-вторых, депозитарий осуществляет учет и хранение имущества фонда, включая денежные средства ЗИФа на специальном счету, открытом на имя управляющей компании. Также депозитарий хранит документы, которыми удостоверяются права требования, уступленные фонду, и факт передачи этих прав, обеспечения, гарантий и других дополнительных прав, «привязанных» к секьюритизируемым активам.

Немаловажной является роль аудитора при осуществлении операции по секьюритизации активов. Законом предусмотрена обязанность управляющей компании утвердить аудитора после согласования с Управлением финансовых рынков Франции.

Главная задача аудитора — подтвердить, что годовая финансовая отчетность соответствует законодательству и достоверно отражает результат операций и финансовое состояние аудируемых лиц за отчетный период. Конкретный объем аудиторской проверки определяется в договоре между управляющей компанией и аудитором.

Обычно аудитор подтверждает также достоверность информации, содержащейся в полугодовых отчетах, публикуемых управляющей компанией. Обо всех выявленных нарушениях аудитор сообщает руководству управляющей компании и в Управление финансовых рынков, а об уголовно преследуемых деяниях — прокурору при суде первой инстанции.

В случае публичного размещения паев ЗИФа необходимо участие рейтингового агентства, задачей которого является оценка секьюритизируемых активов в соответствии с правилами, установленными Основным регламентом Управления финансовых рынков. Под влиянием различных факторов оценка агентства может меняться на протяжении всей

жизни фонда, и эти изменения подлежат обязательной публикации. Документ, содержащий оценку агентства, прилагается к проспекту эмиссии паев.

Проспект эмиссии разрабатывается управляющей компанией. Он должен содержать в общедоступной форме информацию об эмитенте и ценных бумагах, предлагаемых к размещению: сведения об имуществе эмитента, его финансовом состоянии, ожидаемых результатах работы фонда, о правах, которые будут предоставлены владельцам ценных бумаг, и условиях размещения ценных бумаг.

Управление финансовых рынков изучает этот документ, затем выносит решение. Проспект эмиссии не требуется, если размещение паев не является публичным.

Владельцы паев ЗИФа — участники общей собственности, объект которой — активы фонда. Закон Франции предусматривает возможность для владельцев паев, которым принадлежит в совокупности не менее 5% выпущенных паев фонда, направить запрос руководству управляющей компании об ее деятельности по управлению фондом[27]. При отсутствии в месячный срок ответа назначается независимый эксперт для того, чтобы исследовать операции по управлению фондом и дать по ним заключение.

В соответствии законом функции сервисера осуществляет первоначальный собственник секьюритизируемых активов на протяжении всей операции на условиях, установленных договором между этим лицом и управляющей компанией. Благодаря этому первоначальный кредитор может сохранить отношения со своими клиентами и получить дополнительную комиссию за свои услуги.

[27] Петровичев А. Секьюритизация a la francaise//Рынок ценных бумаг, - 2006, - №19 (322), С. 69

В качестве секьюритизируемых активов во Франции могут выступать практически любые права требования. Единственное условие — возможность их идентификации.

Для того чтобы упростить процедуру передачи активов при секьюритизации, была разработана особая техника уступки прав с помощью специального реестра прав требования (bordereau). На практике в дополнение к реестру между лицом, уступающим права требования, и управляющей компанией заключается договор, которым решаются вопросы, не нашедшие своего отражения в реестре. Передача прав осуществляется вручением этого реестра, составленного в письменной форме или в электронном виде.

Уступка прав считается заключенной с даты, указанной на самом реестре, независимо от даты возникновения или прекращения уступаемых прав требования, от права, подлежащего применению к уступаемым обязательствам, и от даты возникновения последних. Соблюдение каких-либо других формальностей не требуется.

При этом уступка прав требования влечет передачу обеспечения, гарантий и других дополнительных прав, относящихся к правам требования. После завершения операции по секьюритизации активов копия реестра уступленных прав требовании передается Управлению финансовых рынков Франции. Затем паи ЗИФа могут быть включены в котировальные листы организаторов торговли с целью их дальнейшего обращения.

Паи фонда являются ценными бумагами, предоставляющими право собственности на имущество фонда и на получение денежной суммы по истечении определенного срока. Они могут быть именными и на предъявителя. Один и тот же фонд может выпустить паи с разными характеристиками. Паи могут быть размещены субординированными

траншами, иметь различные процентные ставки, уровни рисков и сроки обращения.

Существуют ограничения для приобретения паев другим фондом, управляющая компания которого контролируется лицом, уступившим права требования первому фонду.

Глава 3. Особенности секьюритизации ипотечных кредитов в России

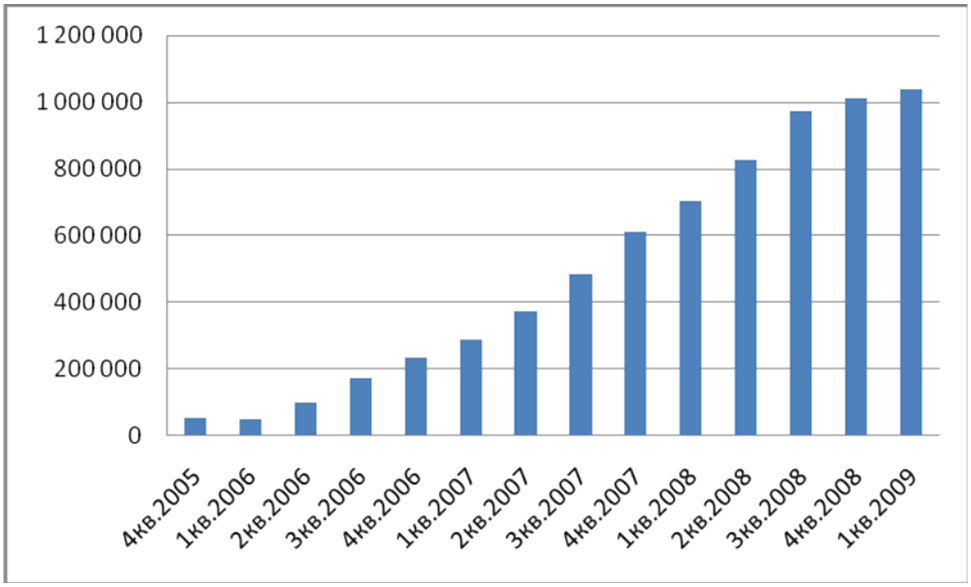
3.1. Анализ предпосылок и современного состояния секьюритизации российских ипотечных активов

В основе развития секьюритизации ипотечных активов в России лежат две основные группы предпосылок: экономические и законодательные.

Рассматривая экономические предпосылки, прежде всего, стоит отметить рост объемов жилищного ипотечного кредитования в России. Так только за период с 2005г. по 2008г. кредитные организации увеличили совокупный кредитный портфель в 19 раз (см. рис.14). По состоянию на 31.12.2008г. размер задолженности по ипотечным кредитам достиг 1 010 млрд. рублей.

Рис. 14

Динамика задолженности по ипотечным кредитам, в млн. рублей



Источник: рассчитано на основе данных Бюллетеня банковской статистики, - 2008, - №2 (30); 2009, №1 (33),- №4(191).

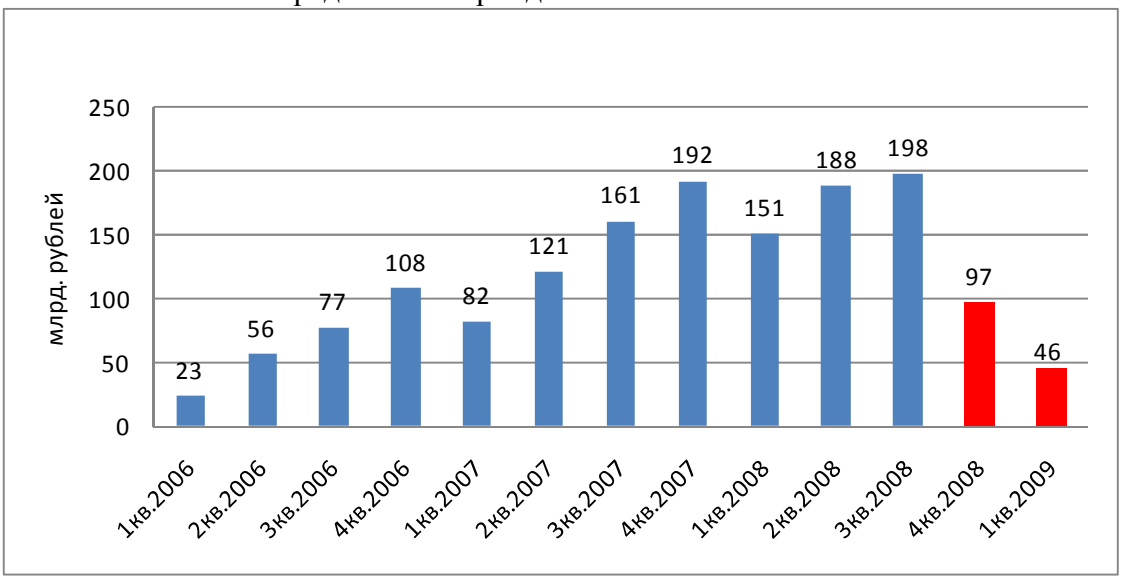
На рисунке №14 показано, что рост кредитных портфелей коммерческих банков происходил практически ежеквартально. Средний

ежеквартальный темп прироста задолженности составлял 50% в 2006г., 27% в 2007г. и 14% в 2008г[28].

Банки активно наращивали кредитные портфели выдавая жилищные ипотечные кредиты физическим лицам как в российских рублях, так и в иностранной валюте. Как видно из рисунка 15 в течение каждого года банки ежеквартально наращивали объемы, предоставляемым домохозяйствам, ипотечным кредитам. Исключением является лишь 2008г, когда в 4 квартале объем предоставленных кредитов снизился до 97 млрд рублей.

Рис. 15

Динамика объема выдачи жилищных ипотечных кредитов за период с 1кв. 2006г. по 1 кв.2009г.



Источник: рассчитано на основе данных Бюллетеня банковской статистики, - 2008, - №2 (30); 2009, №1 (33),- №4(191).

Докризисное развитие ипотечного кредитования в период с 2006г. по 2008г. характеризовалось[29]:

[28] Рассчитано на основе данных Бюллетеня банковской статистики, 2008, - №2 (30); 2009, 2009, №1 (33),- №4(191).

[29] Там же

1) ростом количества кредитных организаций, предоставляющих ипотечные кредиты. За период с 2006г. по 2008г. их количество увеличилось на 43% и составило 597 штук.

2) увеличением сроков кредитования: по рублевым кредитам с 175 месяцев до 220 месяцев и по валютным кредитам с 148 месяцев до 211 месяцев.

3) снижением процентной ставки по ипотечным кредитам: по рублевым кредитам с 14,9 % до 12,9% и по валютным кредитам с 11,8% до 10,8% годовых.

Рост объема кредитных портфелей кредитных организаций, увеличение сроков предоставления кредитов обостряли проблему их рефинансирования. Таким образом, развитие рынка ипотечного кредитования формировало спрос кредитных организаций на механизмы их рефинансирования.

Стоит отметить, что проблема рефинансирования ипотечных кредитов существует не первый год. Одним из первых мероприятий Правительства РФ в рассматриваемой области было учреждение в 1997 г. Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК). Агентство создано и функционирует в форме открытого акционерного общества, 100% акций которого принадлежат Правительству России[30].

Целью функционирования АИЖК является развитие федеральной системы ипотечного кредитования в Российской Федерации, причем на рыночной, а не на дотационной основе. Деятельность АИЖК заключается в выкупе у региональных операторов стандартизированных ипотечных закладных и в рефинансировании сформированных пулов на долговом рынке.

[30] Данные АИЖК (www.ahml.ru)

С некоторыми допущениям АИЖК можно рассматривать как аналог широко известных американских агентств «Фэнни Мэй», «Джинни Мэй» и «Фрэдди Мак». Основное сходство заключается в роли АИЖК на рынке: Агентство не выдает ипотечные кредиты населению, но призвано создать систему рефинансирования для неограниченного количества мелких и средних кредиторов по всей России.

Соответственно, понимание того, что система ипотечного кредитования нуждается в рефинансировании, возникло у правительства одновременно с попытками создать такую систему. Само АИЖК пока фондирует свою деятельность в основном за счет привлечения средств с фондового рынка путем выпуска корпоративных облигаций, обеспеченных полностью или частично государственными гарантиями.

Рефинансирование всегда влечет некоторые изменения статуса рефинансируемого актива: его либо продают, либо закладывают или обременяют каким-либо иным способом, либо создают на его основе производные финансовые инструменты. Любые операции, не влияющие на актив, не могут называться рефинансированием и являют собой способ фондирования.

Именно поэтому, нельзя говорить о рефинансировании применительно к АИЖК, которое по преимуществу привлекает средства на фондовом рынке путем выпуска корпоративных облигаций. Имеющиеся у АИЖК на балансе требования по ипотечным кредитам при этом не претерпевают никаких изменений. Таким образом, вопрос рефинансирования самого АИЖК не был эффективно решен на первом этапе создания системы.

Кроме АИЖК на рынке рефинансирования ипотечных кредитов работают следующие организации: Совфинтрейд (дочерняя компания Газпромбанка), ВТБ, Русская ипотечная акцептная компания (RuMac),

АТТА Ипотека, КИТ Финанс, Русско-Американская ипотечная компания (RAM)[31].

Анализируя **законодательные предпосылки** развития механизма секьюритизации ипотечных кредитов необходимо остановиться на следующих моментах.

Институт ипотечных ценных бумаг появился в российском законодательстве в 2003 году, когда был принят Федеральный закон от 11.11.2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах». Основной его целью значилось развитие ипотечного жилищного кредитования путем привлечения в эту сферу средств частных и институциональных инвесторов с помощью создания специального законодательного механизма для рефинансирования ипотечных кредитов.

Этим законом регулируется **выпуск облигаций с ипотечным покрытием (**аналог немецких ипотечных облигаций) и **ипотечных сертификатов участия (аналог сквозных ипотечных ценных бумаг в США)[32].** Согласно закону эмитентами ипотечных облигаций могут выступать кредитная организация и ипотечный агент[33].

Ипотечный агент представляет собой специализированную коммерческую организацию, исключительным предметом деятельности которой является приобретение прав требования по кредитам, обеспеченным ипотекой, и (или) закладных, с правом осуществления эмиссии облигаций с ипотечным покрытием.

До 2006г. по данному закону не было осуществлено ни одного выпуска ипотечных ценных бумаг, что объяснялось в значительной степени его недостатками. Еще не побывав «в действии», этот закон подвергся корректировке: первые поправки были внесены Федеральным

---

[31] Ежеквартальный отчет ОАО "Агентство по ипотечному жилищному кредитованию" за 3кв. 2008г., - 303с., с.71

[32] Федеральный закон от 11.11.2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», ст.2

[33] Федеральный закон от 11.11.2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», ст.7

Законом от 29.12.2004 г. № 193-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон об ипотечных ценных бумагах». Последние изменения, были внесены Федеральным законом от 27.07.2006 г. № 141-ФЗ.

Порядок эмиссии облигаций с ипотечным покрытием представлен на рисунке 16 и соответствует механизму классической секьюритизации.

Рис.16

Порядок эмиссии облигаций с ипотечным покрытием

Источник: Собственное представление автора

После усовершенствования закона в 2006г. российские банки (ВТБ и Городской ипотечный банк) разместили ипотечные ценные бумаги на международном рынке капитала и «ГПБ-Ипотека», осуществленных в рамках Федерального закона № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»[34].

При этом данные эмиссии облигаций были ориентированы на зарубежных инвесторов. В 2007г. АИЖК и Совфинтрейд рефинансировали ипотечные активы через механизм создания ипотечного агента (SPV), эмитировавшего ипотечные облигации.

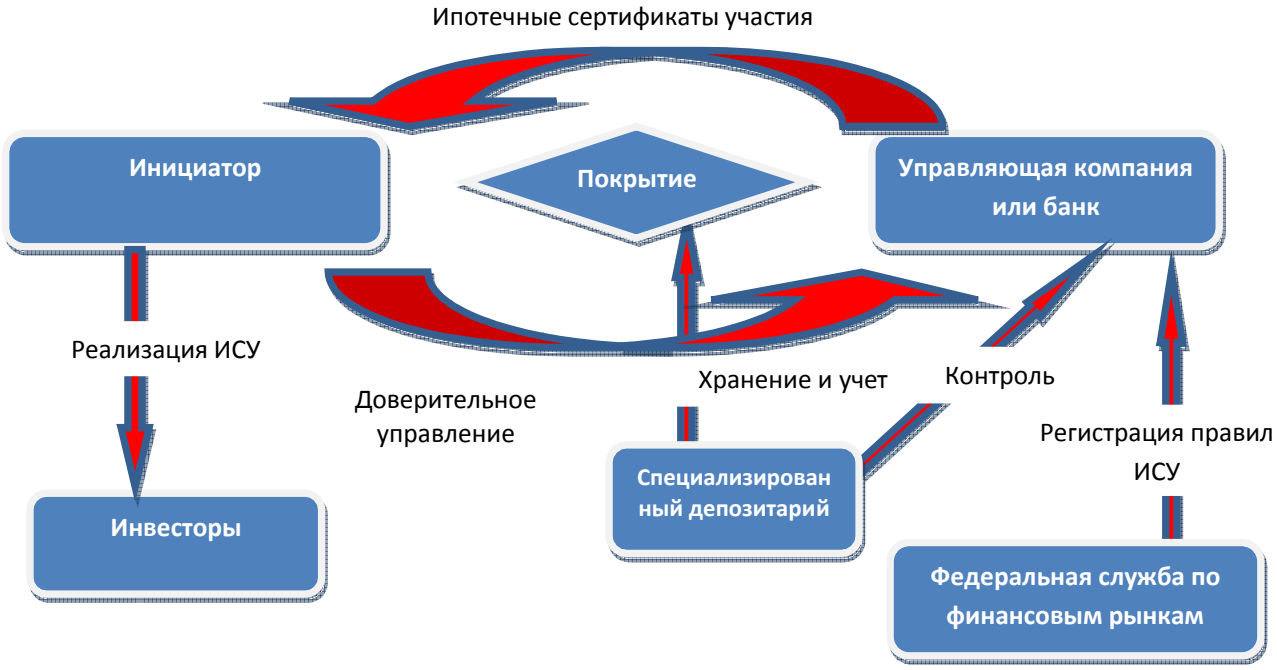
[34] Котлов А. Формирование российского рынка ипотечных ценных бумаг//Рынок ценных бумаг.-2006.- N 22(325).-С.24

Итак, российский закон «Об ипотечных ценных бумагах» создал правовую основу для секьюритизации ипотечных активов по классической схеме с созданием специального финансового общества (ипотечный агент). При этом законом предусмотрено, что ипотечный агент может размещать как облигации, так и ипотечные сертификаты участия.

Особенности порядка эмиссии ипотечных сертификатов участия представлены на рисунке 17.

Рис.17

Порядок эмиссии ипотечных сертификатов участия



Источник: Собственное представление автора

Однако до сих пор ни одной эмиссии с использованием ипотечных сертификатов участия не было произведено. Чем объясняется отсутствие интереса к данному виду ипотечных ценных бумаг?

Участники финансового рынка отдали свои предпочтения правовой конструкции паевого инвестиционного фонда, предусмотренной законом «Об инвестиционных фондах».

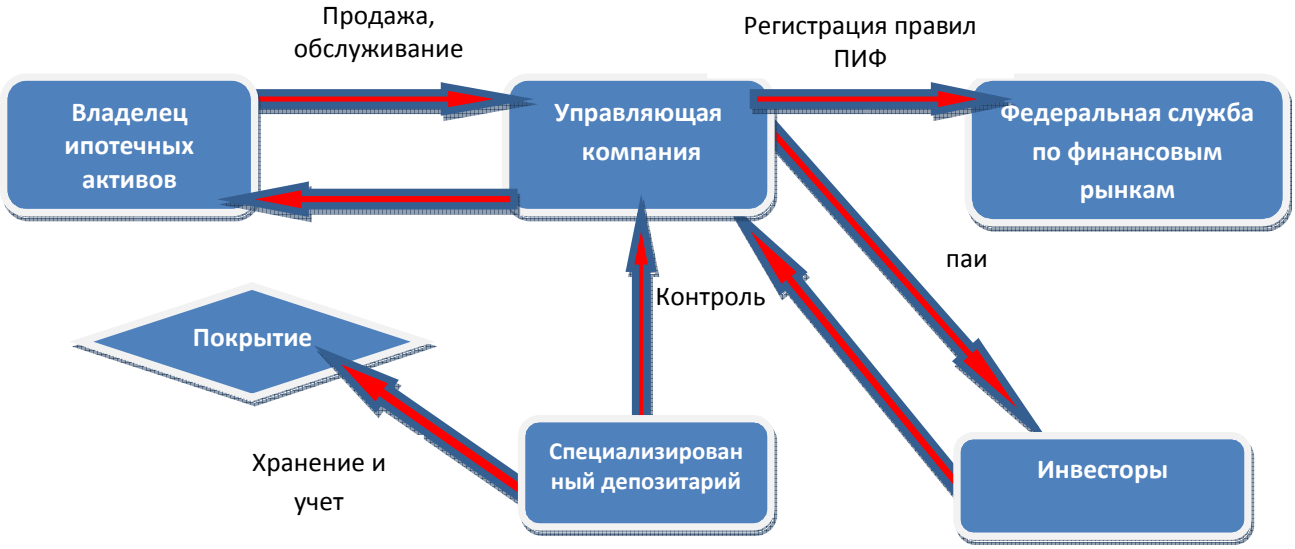
Развитие ипотечных сертификатов участия сдерживалось отсутствием необходимого подзаконного регулирования и серьезными пробелами в регулировании налогообложения доходов владельцев ИСУ, которые ведут обложение налогом на прибыль не только полученных доходов, но и инвестированного капитала.

Стоит отметить, что ПИФы были более понятным и проработанным инструментом в правом смысле, так как закон об «Инвестиционных фондах» появился еще в 2001г, а закон об «Ипотечных ценных бумагах» только в 2003г.

Порядок секьюритизации ипотечных активов с использованием паевого фонда показан на рисунке 18

Рис. 18

Порядок секьюритизации с использованием паевых инвестиционных фондов



Источник: Собственное представление автора

Закон об инвестиционных фондах в части паевых инвестиционных фондов, которые, по сути, являются российским аналогом траста, пока является наиболее востребованным механизмом структурного рефинансирования[35]. В отличие от долгового инвестирования лица,

[35] Роббе В Секьюритизация и право/Роббе В., Али П: пер с. англ. – М.: Волтерс Клувер, -2008, С.362

приобретающие паи паевых фондов, осуществляют долевое инвестирование.

Управляющая компания лишь обеспечивает механизм такого инвестирования, т.е. регистрирует правила паевого инвестиционного фонда, осуществляет привлечение средств, выпуск, обслуживание и погашение паев. При этом каждый пай, как и каждый ипотечный сертификат участия, подтверждает **три основных права** его владельца:

1) право долевой общей собственности на имущество фонда;
2) право на доходы от управления;
3) право контроля над управляющей компанией, включая право требовать замены такой управляющей компании.

Законодательство предусматривает возможность создания нескольких видов паевых инвестиционных фондов: **открытые, интервальные** и **закрытые.** Эта классификация основана на срочности инвестирования. При вложении средств в открытый инвестиционный фонд владелец пая вправе в любой момент требовать от управляющей компании погашения этого пая.

В случае с интервальными фондами подобное требование можно заявлять лишь в заранее определенные промежутки времени. Владельцы паев закрытых ПИФов могут предъявить свои паи к погашению только в конце срока действия доверительного управления. До этого момента допускаются только сделки с самими паями, которые могут обращаться на бирже.

ПИФы классифицируются и в зависимости от **активов,** в которые могут быть проинвестированы средства фонда. В России существуют паевые инвестиционные фонды акций, облигаций, смешанные, индексные, венчурные, недвижимости, ипотечные и т.д. Поскольку ликвидность разных классов активов значительно отличается (например, ликвидность облигаций первого эшелона и ликвидность не-

движимости или закладных), то в некоторые виды активов могут инвестировать только закрытые паевые инвестиционные фонды.

Так, права требования по ипотечным кредитам (займам), в том числе удостоверенные закладными, могут приобретаться только для закрытых ПИФов.

Создание и управление ПИФами является бизнесом управляющих компаний, поэтому формально, а зачастую и на практике, инициатива создания ПИФа исходит не от инвесторов, а от управляющей компании. Для этого она регистрирует в Федеральной службе по финансовым рынкам правила доверительного управления ПИФом и осуществляет выпуск его паев. Выпуск может быть размещен на бирже.

По общему правилу все ПИФы должны быть сформированы деньгами, вложение иного имущества допускается только при создании закрытых ПИФов. В отношении ипотечных инвестиционных фондов на практике применяется общее правило формирования фонда деньгами инвесторов.

После этого управляющая компания приобретает закладные у одного или нескольких владельцев. В настоящее время сформировано несколько закрытых паевых ипотечных инвестиционных фондов.

Закон об инвестиционных фондах практически перечеркнул планы по развитию рынка ипотечных сертификатов участия. Действительно, на практике выяснилось, что идея ипотечных закрытых ПИФов не требует изменения законодательной базы и относительно проста в реализации.

Как отмечают участники рынка: «Мы видим, что в настоящий момент ипотечные ПИФы занимают 24% рынка секьюритизации ипотеки в России и обещают секьюритизировать в ближайшее время ипотечные

кредиты еще на 11 млрд руб. Это, наверное, означает, что, нормы закона об ипотечных сертификатах вообще являются лишними»[36].

В течение последних четырех лет ипотечные паевые инвестиционные фонды доказали свою жизнеспособность. За период с 2005г. по 2008г. было создано 11 ПИФов[37] (см. табл.3)

Табл. 3

Динамика изменения стоимости чистых активов, количества фондов и управляющих компаний ипотечных ПИФов.

Год	СЧА, млн. рублей	Количество фондов	Количество управляющих компаний
2008	6 135,06	11	9
2007	6 772,61	11	10
2006	6 593,88	11	9
2005	1 536,98	3	3

Источник: составлено на основе данных НЛУ (www.nlu.ru)

Закрытый ипотечный ПИФ структурно напоминает модель ипотечных сертификатов участия. Между этими двумя финансовыми инструментами существует значительное число общих элементов: управляющая компания с одинаковой лицензией, специализированный депозитарий, схожие правила регистрации выпусков (см. табл.4).

Табл. 4

Сравнительная характеристика ипотечных сертификатов участия и паев ипотечных закрытых ПИФов.

Показатель	Ипотечные сертификаты участия	Ипотечные ЗПИФы
Срок существования	Фиксированный, но может закончиться раньше при досрочном погашении обязательств	Фиксированный, но по решению пайщиков может быть как сокращен, так и продлен
Сроки выплаты инвестиционного дохода	По установленным правилам ИСУ датам	По установленным правилами фонда датам
Сроки возврата капитала	По установленным правилам ИСУ датам выплаты инвестдохода	При завершении фонда
Особенности	Возникает налог на прибыль,	Нет

[36] Иванов О. Законодательные аспекты секьюритизации//Рынок ценны бумаг, - 2007, - №11 (338), С.44
[37] Данные Национальной лиги управляющих (www.nlu.ru)

налогообложения	так как налогом на прибыль облагается весь инвестдоход	
Размер инвестиционного дохода	Определяется как разность между процентными выплатами заемщиков и затратами по обслуживанию ИСУ.	Определяется как разность между процентными выплатами заемщиков и затратами по обслуживанию фонда
Риск снижения доходности	Нет	Есть
Учредитель	Профессиональный управляющий	Профессиональный управляющий
Наличие внешнего инвестора при учреждении (размещении)	Не требуется	Нужен

Источник: Скляров Е., Скоморохин А. Ипотечные ПИФы как инструмент рефинансирования: тенденции и прогнозы//Рынок ценных бумаг, - 2006, №17 (320), С.45

Покрытие ипотечных сертификатов участия формируется всегда правами требования по ипотечным кредитам (займам, закладным), но и закрытый ипотечный ПИФ может быть также сформирован не деньгами, а теми же активами, что и ИСУ.

Однако, несмотря на всю схожесть между ИСУ и ПИФом, существуют также различия. Стоит отметить, что управляющий ПИФом призван активно управлять имуществом фонда. Он вправе достаточно свободно распоряжаться таким имуществом, в том числе продавать и приобретать активы.

Управляющая компания ИСУ, по сути, не управляет, а охраняет актив — ее право на распоряжение ипотечным покрытием крайне ограничено. Исключение имущества из ипотечного покрытия допускается либо в связи с его полной амортизацией (погашение обязательств по ипотечному кредиту (займу, закладной), либо в связи с его передачей владельцам ИСУ (выплата дохода по сертификатам за счет денежных средств из покрытия), либо в связи с его заменой.

Правила о замене имущества достаточно подробно изложены в Законе об ипотечных ценных бумагах и сводятся к замене обязательств, по которым зафиксировано неисполнение на более качественные ипотечные кредиты (займы, закладные).

Таким образом, инвестор, приобретающий пай ипотечного ПИФа, приобретает услуги управляющей компании по **управлению,** а владелец ИСУ приобретает **долю** в конкретном ипотечном покрытии, которое вряд ли претерпит существенные изменения помимо естественной амортизации.

Также следует учитывать следующие отличия в данных инструментах:

1) ИСУ— инструменты продавца — владельца пула закладных — он сначала выпускает ценные бумаги взамен имеющегося у него пула закладных, а затем их продает. А ИЗПИФ — инструмент покупателя — инвестор сначала приобретает паи исходя из предлагаемой ему правилами ПИФа инвестиционной стратегии (или даже заказывает управляющему состав будущего ипотечного покрытия исходя из своих задач), а затем управляющий на вложенные средства приобретает нужные пулы закладных.

2) ИСУ вследствие регулярного возврата основного капитала постоянно озадачивают инвестора проблемой его размещения. Поэтому они будут интересны как временные или промежуточные вложения капитала для профессиональных инвесторов и как рентные вложения для населения[38].

Таким образом, в России сформированы предпосылки для проведения сделок классической секьюритизации ипотечных активов с использованием как долевых ценных бумаг (ипотечные сертификаты участия, паи ипотечного ЗПИФа), так и долговых ценных бумаг (облигации с ипотечным покрытием).

[38] Скляров Е., Скоморохин А. Ипотечные ПИФы как инструмент рефинансирования: тенденции и прогнозы//Рынок ценных бумаг, - 2006, №17 (320), С.45

3.2 Основные проблемы секьюритизации ипотеки и предложения по их решению

В России существует целый комплекс проблем, сдерживающих развитие секьюритизации ипотечных активов кредитных организаций.

Проблема привлечения инвестиций в ипотечные ценные бумаги

Основные трудности развития российского рынка жилищного ипотечного кредитования сосредоточены в отсутствии долгосрочных ресурсов, которые могли бы быть направлены на рефинансирование кредитов. Образующийся дисбаланс, когда выдаваемые на 15-30 лет кредиты финансируются гораздо более краткосрочными деньгами, ограничивает банки в расширении объемов кредитования и улучшении его условий.

Логичным решением данной проблемы является рыночное рефинансирование выданных кредитов, которое позволяет увеличить маржу банков по сравнению с рефинансированием через АИЖК.

До последних событий развитие рынка как раз и шло по данному пути: за последний год было организовано несколько сделок по выпуску обеспеченных пулом закладных облигаций как на внешнем, так и на внутреннем рынках. При этом в обоих случаях основными покупателями бумаг выступали нерезиденты.

Однако ипотечный кризис свел практически к нулю спрос иностранных инвесторов на ипотечные облигации, что в итоге на 90%[39] сократило список потенциальных приобретателей российских бумаг.

В сложившейся ситуации необходимо использовать внутренние источники.

---

[39] Малиновский В. Ипотечный рынок: повторение в России американского кризиса в настоящий момент невозможно//Рынок ценных бумаг.-2007.- N 20(347).-С. 93

Практически неохваченной в России остается группа традиционных приобретателей ипотечных бумаг - таких институциональных инвесторов, как пенсионные фонды (в том числе ПФР), страховые компании[40]. Необходимо открыть доступ данной категории покупателей к рынку этих достаточно надежных ценных бумаг.

Основной метод - устранение либо смягчение ограничений на вложение средств институциональных инвесторов в ипотечные облигации (по наличию обязательных государственных гарантий ипотечных облигаций, уровню листинга на биржевых площадках, рейтингу агентств).

С одной стороны, это расширит возможности для инвестиции в низкорисковые активы для указанной категории инвесторов, с другой - позволит российским ипотечным компаниям с большим успехом рефинансировать выданные ипотечные кредиты, поддерживая оптимальные условия для получения кредитов заемщиками. Кроме того, ипотечные облигации являются достаточно надежным активом для инвестирования средств Стабилизационного фонда.

Для поддержания ликвидности ипотечных банков целесообразно рассмотреть возможность включения ипотечных облигаций в список бумаг, принимаемых в обеспечение по кредитам Банка России.

С учетом того, что для секьюритизации необходим определенный объем закладных, интересным может стать межбанковское кредитование или кредитование в ЦБ РФ под обеспечение не только ипотечных облигаций, но и стандартизированных пулов закладных.

Вместе с тем совершение данных операций возможно только с ипотечными облигациями, по которым будут установлены достаточно жесткие стандарты кредитного качества заемщиков (как минимум не хуже текущих). В случае смягчения требований необходимо разбивать

[40] Меньшикова А. Роль государства в развитии инструментов секьюритизации на российском финансовом рынке// Энциклопедия российской секьюритизации, -Санкт-Петербург, 2008, -С.240

ипотечные облигации на классы, вложения в каждый из которых будут ограничены для разного круга инвесторов.

Проблема доминирования внешней (оффшорной) секьюритизации российских ипотечных кредитов

Развитие секьюритизации российских ипотечных активов идет по двум направлениям. В рамках первого направления все сделки реализуются на российском фондовом рынке с использованием российского законодательства. В рамках второго направления используется инфраструктура рынка ценных бумаг и законодательство зарубежных стран.

К сожалению, на российском рынке было организовано лишь 4 сделки классической секьюритизации компаниями Совфинтрейд в 2006г и АИЖК в 2007 и 2008гг.[41] (см. табл.5).

Табл.5

Существенные условия сделок по секьюритизации активов, осуществленных на российском рынке ценных бумаг.

Компания	SPV	Дата размещения	Срок обращения, год	Объем, руб/млн.
АИЖК	ЗАО "Ипотечный агент АИЖК 2008-1"	дек.08	33 года, 2041	А: 7'930 Б: 3'400
АИЖК	ЗАО "Второй ипотечный агент АИЖК"	фев.08	32 года, 2040	А: 9'440 Б: 590.300 В: 697.317
АИЖК	ЗАО "Первый ипотечный агент АИЖК"	май.07	32 года, 2039	А: 2'900 Б: 264 В: 130.794
Совфинтрейд	ОАО "Ипотечная специализированная	ноя.06	30 лет, 2036	3'000

Источник: Информационно-аналитический портал Русипотека (www.rusipoteka.ru)

Российские активы секьюритизируются в основном за рубежом – на территории иностранных государств создаются SPV, с баланса которых осуществляется выпуск ценных бумаг в соответствии с иностранным законодательством для зарубежных инвесторов.

[41] Кольцова Н. Структурирование облигаций с ипотечным покрытием в соответствии с законодательством РФ// Энциклопедия российской секьюритизации, -Санкт-Петербург, 2008, -С.75

Такие российские банки как Москоммерцбанк, Совфинтрейд, ДельтаКредит, Совфинтрейд, Внешторгбанк, Городской ипотечный банк, а также ряд других банков успешно разместили свои ипотечные ценные бумаги с использованием зарубежной инфраструктуры (см. табл.6).

Табл.6

Существенные условия сделок по секьюритизации активов, осуществленных на зарубежных фондовых рынках

Компания	SPV	Дата размещения	Срок обращения, год погашения	Объем, $/€/Фмлн.
ВТБ 24	Fundus Mortgages 2008 Limited(Ирландия)	дек.08	мар.41	$150.14
ВТБ 24	Fundus Mortgages 2008 Limited(Ирландия)	дек.08	мар.41	$150.14
Евротраст	ETB Mortgage Finance 1 S.A. (Люксембург)	июл.08	-	2 735 (rur)
КИТ Финанс	KIT Ipoteka Ltd.(Ирландия)	июн.08	2048	4750(rur)
Русский ипотечный банк	-	май.08	1 год, 2009	$140
КИТ Финанс	RUMBA S.A. (Люксембург)	апр.08	32 года, 2040	6050 (rur)
				A: 5445 (rur)
				B: 605 (rur)
УРСА Банк	URSA Mortgage Finance S.A.	дек.07	45 лет, 2052	9057 (rur)
Москоммерцбанк	Moscow Stars B.V. (Нидерланды)	июл.07	27 лет,2034	$179.7
				A: 159
				B: 16.2
				C: 4.48
Совфинтрейд	Gazprombank Mortgage Funding 2 S.A. (“GMF2”)(Люксембург)	июн.07	20 лет,2047	€198.3
				A1: 147.15
				A2: 850 (rur)
				B: 313.8 (rur)
				C: 329 (rur)
				Da: 329 (rur)
ДельтаКредит	Red & Black Prime Russia MBS No.1 Limited (Ирландия)	апр.07	28 лет, 2035	$206.3
Совфинтрейд	Dali Capital PLC (Люксембург)	дек.06	40 лет, 2046	€165.2
				A: 140.9
				B: 518 (rur)
				C: 346(rur)
Городской ипотечный банк	CityMortgage MBS Finance B.V. (Голландия)	июл.06	27 лет, 2033	$72.6
Внешторгбанк	Russian Mortgage Backed Securities 2006-1 S.A.	июл.06	28 лет, 2034	$88.3

Применительно к секьюритизации активов конкуренция юрисдикций носит достаточно жесткий характер: десятки оффшорных и оншорных юрисдикций готовы предложить привлекательные условия для учреждения SPV (special purpose vehicle) и выпуска ценных бумаг[42].

При рассмотрении этого вопроса с позиций национального законодателя становится очевидным небогатый выбор между кропотливым развитием собственной конкурентоспособной правовой базы и развитием за счет национальных ресурсов чужого законодательства, что неизбежно произойдет при «бегстве» капиталов.

Причиной, сдерживающей развитие российской секьюритизации ипотечных активов, является неразвитость законодательной инфраструктуры рынка ценных бумаг. Развитию внутренних секьюритизационных сделок препятствуют повышенные юридические риски, связанные как с недостаточностью правового регулирования, так и с имеющимися правовыми барьерами, в частности, в связи с отсутствием юридической обособленности активов специального юридического лица (SPV) от активов оригинатора и возможностью удовлетворения требований кредиторов за счет имущества SPV по долгам оригинатора[43].

С одной стороны, в пользу локальных сделок говорит стремление к финансовой независимости и желание развивать собственную внутреннюю структуру. Однако мы можем констатировать неразвитость внутренних российских инвесторов, прежде всего национальных инвесторов, которые являются на западных рынках покупателями ипотечных ценных бумаг.

---

[42] Казаков А. Развитие правовой базы для секьюритизации активов в России //Рынок ценных бумаг.-2007.- N 11(338).-С.24.

[43] Соколова Е. Перспективы изменения законодательства о секьюритизации в России //Рынок ценных бумаг.-2007.- N 11(338).-С.40.

Это и страховые компании, и негосударственные пенсионные фонды, и банки. Также необходимо помнить, что механизмы ценообразования на рынке MBS чрезвычайно сложны, т.к. в случае с MBS инвестору передается как риск досрочных возвратов, так и необходимость учесть стоимость этой бумаги по степени риска.

Этот процесс чрезвычайно усложняет ценообразование и определение справедливой цены. Российские инвестиционные компании практически незнакомы с такого вида инструментом.

Отсюда возникают две возможные модели: либо использовать трансграничные пути проведения сделок секьюритизации ипотеки на тех условиях, которые понятны и адекватно воспринимаются иностранными инвесторами, либо модернизировать закон об ипотечных ценных бумагах, максимально учитывая нужды иностранных инвесторов.

Представляется логичным в перспективе совершенствовать отечественное законодательство, регламентирующее секьюритизацию, с целью создания адекватных условий проведения сделок на российском фондовом рынке, с использованием отечественной инфраструктуры. Такой подход позволит привлечь как российских, так и зарубежных инвесторов.

Проблема формирования рыночных механизмов секьюритизации ипотечных активов

На балансах российских банков (прежде всего региональных малых и средних) скопилось около 250 млрд руб. в ипотечных кредитах, которые должны быть рефинансированы[44]. Однако процентные ставки (доходность активов) по ним с точки зрения рыночных ожиданий занижены.

Дело в том, что кредиты, выданные по стандартам АИЖК под ставку 11-13%, сегодня невозможно рефинансировать на рыночных условиях. По сути, эти банки слишком доверились государственным

[44] Иванов О. На пороге кризиса?//Рынок ценных бумаг.-2008.- N 12(363).-С.17.

программам. Они кредитовали население в рамках продекларированных властью приоритетов, определенных стандартов, сформулированных государственным агентством, не учитывая резкое изменение конъюнктуры.

В настоящей момент ни АИЖК, ни другие государственные институты не демонстрируют готовности и возможности выкупать эти кредиты в тех объемах, в которых они существуют на банковских балансах. По оценке АИЖК сможет выкупить лишь каждый восьмой кредит, так как ставки по известным причинам существенно возросли, и инвесторов вряд ли заинтересуют те ипотечные портфели, которые сформировали многие российские банки.

Для того чтобы банки продолжали работать с ипотекой, нужно, прежде всего, решить проблему балансов, заполненных "нерыночными" кредитами. Понятно, что это невозможно сделать без помощи государства.

Остается нерешенным вопрос о механизме формирования индикативных ставок на рынке ипотечного кредитования. Объективная ставка может формироваться только при условии существования вторичного рынка ипотеки, т. е. рынка рефинансирования. Для этого должны регулярно совершаться сделки по купле и продаже портфелей ипотечных кредитов.

Например, на американском рынке можно секьюритизировать портфели еще не выданных ипотечных кредитов - инвесторы приобретают доли в портфелях ипотечных кредитов, которые будут выданы, возможно, через несколько месяцев. Фактически именно инвесторы формируют индикативную, рыночную ставку, под которую первичные кредиторы и будут давать деньги покупателям недвижимости.

В России такой механизм пока не запущен. Банки гадают относительно уровня процентных ставок, которые в дальнейшем будут

интересны инвесторам. Рыночная ставка должна быть интересна как российским, так и зарубежным инвесторам.

Проблемы налогообложения сделок по секьюритизации ипотечных активов

Одним из ключевых вопросов структурирования и реализации сделок секьюритизации ипотечных активов является предсказуемость налоговых последствий как для эмитента и оригинатора, так и для будущих инвесторов.

Это означает, что организаторы структуры сделки с определенной долей уверенности должны гарантировать, что деятельность сторон, вовлеченных в сделку, не приведет к дополнительной налоговой нагрузке на денежные потоки, обеспечивающие выплаты инвесторам, либо что размер дополнительных налоговых обязательств будет приемлем для оригинатора.

Совокупность актуальных проблем в области налогообложения секьюритизации ипотечных активов наблюдается при следующих операциях:

1) При передаче активов компании специального назначения (SPV)

Согласно Налоговому кодексу Российской Федерации (НК РФ), финансовый результат при уступке (переуступке) права требования определяется как разница между доходами от реализации права требования и расходами на его приобретение. Любой доход, получаемый компанией-оригинатором от переуступки активов, подлежит налогообложению налогом на прибыль по ставке 20%.

Убыток, в свою очередь, полученный по правам требования, срок платежа по которым еще не наступил, может быть включен в расчет налогооблагаемой базы в сумме, не превышающей размер процентов, начисленных по долговому обязательству, равному передаваемому праву

требования за срок с даты уступки до даты платежа, рассчитанных исходя из ставки рефинансирования, увеличенной в 1,5 раза, для обязательств в рублях и 22% — для обязательств в валюте[45].

В случае уступки права требования, срок платежа по которому уже наступил, 50% полученного убытка может быть отнесено на себестоимость в момент передачи актива, а оставшиеся 50% — по истечении 45 дней с момента передачи[46].

Данное ограничение существенно сужает возможность отнесения на себестоимость убытков от продажи активов с дисконтом, что приводит к налоговым потерям в случае секьюритизации активов, которые не способны генерировать достаточно прибыли для обслуживания привлекаемого финансирования и покрытия потенциальных убытков в случае невозврата части активов.

Кроме того, ввиду отсутствия в российском законодательстве концепции будущих требований, переуступка активов, которые должны возникнуть в будущем, с налоговой точки зрения, скорее всего, будет рассматриваться просто как переуступка уже существующего актива с премией, что, соответственно, повлечет необходимость уплаты налога на прибыль с такой премии.

2) <u>При обслуживании секьюритизированных активов</u>

Как правило, компании-оригинаторы сохраняют за собой функции по обслуживанию секьюритизированных активов. Соответственно, компании-оригинаторы, выполняющие функции сервисера, должны получать вознаграждение за осуществляемые ими фун-

---

[45] Налоговый Кодекс Российской Федерации (часть вторая). Федеральный закон РФ от 05.08.2000г. N 117-ФЗ (в ред. Федеральных законов от 10.11.2006 N 191-ФЗ, от 04.12.2006 N 201-ФЗ, от 05.12.2006 N 208-ФЗ)

[46] Буров В. Правовые режимы и налогообложение сделок секьюритизации в некоторых развитых странах//Энциклопедия российской секьюритизации, -Санкт-Петербург, 2008, -С.263

кции, которое подлежит обложению налогом на прибыль по общей ставке 20%.

Необходимо отметить, что в соответствии с правилами трансфертного ценообразования, предусмотренными ст. 40 НК РФ, цена данной услуги должна соответствовать рыночному уровню. В противном случае российские налоговые органы могут проконтролировать цену данной транзакции и доначислить недополученные налоги исходя из рыночных цен на данный вид услуг.

Вопрос определения уровня вознаграждения за обслуживание секьюритизируемых активов является одним из наиболее важных, поскольку данный вид доходов (по крайней мере, большая его часть), скорее всего, будет подлежать обложению НДС, что является расходом транзакции и негативно влияет на экономику секьюритизации в целом[47].

Кроме того, при обслуживании секьюритизированных активов, переданных иностранной SPV, особое внимание нужно уделять вопросам образования постоянного представительства этой иностранной SPV в России. В противном случае иностранная SPV будет подлежать российскому налогообложению, что потенциально может привести к существенным налоговым издержкам для транзакции, поскольку добиться налогового нейтралитета для SPV в данном случае в соответствии с действующим российским законодательством вряд ли удастся.

Таким образом, Налоговый кодекс Российской Федерации содержит ряд двусмысленных формулировок, которые могут отрицательно сказаться на совершении сделок. Поскольку в нем не прописана концепция будущих активов, от оригинатора могут потребовать уплаты налога на прибыль со всей суммы продажной цены его активов, ибо его будущие

[47] Джантуханова Э., Синицын А. Налоговые аспекты в разработке структур секьюритизации// Энциклопедия российской секьюритизации, -Санкт-Петербург, 2008, -С.223.

активы не будут иметь балансовой стоимости, величину которой он смог бы вычесть из облагаемой суммы до начисления налога.

В дополнение к этому налог с прибыли может взиматься даже со специального финансового общества, зарегистрированного в офшоре, если его постоянным местом деятельности является Россия, что может произойти в случае использования специальным финансовым обществом российского обслуживающего агента.

В этой связи целесообразно продолжить работу по совершенствованию законодательной базы секьюритизации ипотечных активов, стремясь исключить налоговые риски для участников сделок по секьюритизации.

Проблема отсутствия депозитарного учета закладных

Практика показывает, что действующий порядок передачи закладных рассчитан на индивидуальные сделки с закладными, тогда как ипотечные ценные бумаги предполагают наличие оптового порядка такой передачи.

Правовое регулирование отношений по поводу закладных содержится в Федеральном законе от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» (далее — Закон об ипотеке). В основу этого закона в части оформления ипотечного кредита путем выдачи ценной бумаги положено дореволюционное регулирование выдачи и передачи так называемого залогового акта.

Вслед за исторически предшествующим законодательством Закон об ипотеке закрепил нормы, которые рассчитаны на индивидуальный порядок передачи закладной, выдача которой направлена на упрощение осуществления индивидуальной сделки с ипотечным кредитом.

В 2003 г. вступил в силу Закон об ипотечных ценных бумагах, которым была предусмотрена возможность с помощью эмиссии

облигаций и сертификатов участия рефинансировать сразу совокупность ипотечных кредитов, в том числе оформленных в виде закладных.

Для эмиссии облигаций с ипотечным покрытием (выдачи ипотечных сертификатов участия) должно быть произведено объединение множества ипотечных кредитов (закладных) в так называемое ипотечное покрытие, которое обычно позже передается ипотечному агенту (управляющей компании).

Как видно, подготовка ипотечных ценных бумаг к размещению связана с передачей той или иной совокупности закладных, которая должна быть совершена безопасно и в предельно сжатые сроки.

Таким образом, с принятием Закона об ипотечных ценных бумагах обнаружилось, что существующий порядок передачи закладных не удовлетворяет созданным этим законом новым требованиям (оптового) оборота закладных.

С точки зрения эмиссии (выдачи) ипотечных ценных бумаг, формирования и передачи ипотечного покрытия действующий порядок отчуждения закладных обладает следующими недостатками.

Во-первых, для передачи прав по закладной на ней должна быть совершена передаточная надпись (ст. 48 Закона об ипотеке). В случае, когда речь идет о передаче одной закладной, совершение передаточной надписи никаких заметных расходов и рисков для участников гражданского оборота не влечет.

Однако ситуация в корне изменяется в случае одновременной передачи десятков (сотен тысяч) закладных: расходы на совершение передаточных надписей становятся существенными для участников сделки, но главное, что при этом многократно увеличивается вероятность совершения технических ошибок, которые способны нанести серьезный ущерб, в том числе инвесторам рынка ценных бумаг.

Во-вторых, согласно существующему порядку для передачи закладных необходима их физическая передача (ст. 48 Закона об ипотеке). Недостаток этого заключается в том, что в связи с физическим перемещением закладных возникают существенные транспортные расходы: для рефинансирования используются закладные из разных регионов Российской Федерации, они собираются в единое ипотечное покрытие, которое, как правило, передается эмитенту ипотечных ценных бумаг (ипотечному агенту, управляющей компании)[48].

В связи с физическим перемещением закладных от одного лица к другому неминуемо увеличивается риск утраты или повреждения закладных, для устранения которого стороны по сделке вынуждены нести повышенные расходы.

Итак, с точки зрения формирования и передачи ипотечного покрытия, действующий (индивидуальный) порядок передачи закладных создает высокие издержки и снижает ликвидность закладных.

Представляется, что обращение закладных через депозитарий позволяет повысить эффективность их оборота. Развитие денежного обращения, а впоследствии и инструментов фондового рынка показывает, что при определенной степени развития, которое связано, прежде всего, с такими параметрами, как время и объем совершаемых сделок, эффективным оборот может быть только при участии специальных финансовых посредников, которыми, в частности, являются банки и депозитарии.

Таким образом, опыт развития обращения ценных бумаг показывает, что необходимые для формирования и передачи ипотечного

[48] Зайцева А. Роль кастодиана в сделках секьюритизации банковских кредитов// Энциклопедия российской секьюритизации, -Санкт-Петербург, 2008, -С.271

покрытия показатели передачи закладных могут быть достигнуты путем введения их депозитарного учета.

Итак, полагаем, что введение депозитарного учета закладных является целесообразной и допустимой мерой по изменению действующего гражданского законодательства. Депозитарный учет закладных позволяет снизить расходы по их передаче, повысить ликвидность закладных и безопасность операций с ними.

Проблемы в законодательстве, затрагивающие секьюритизацию ипотечных активов

В классической схеме секьюритизации для участвующих в ней сторон исключительно важно обеспечить **«действительную продажу»** прав требования, то есть их полную, окончательную и обязательную передачу Покупателю. Однако действующее российское законодательство допускает переквалификацию «действительной продажи» или ее отмену в случае банкротства Оригинатора.[49]

В целях ограждения от наступления неплатежеспособности оригинатора уступка активов СФО должна иметь характер действительной купли-продажи. Несмотря на то, что российским законодательством участникам сделок разрешается самим выбирать схемы их совершения, на практике совершить действительную сделку купли-продажи окажется невозможно в силу того, что:

- российские суды не желают обеспечивать исполнение обязательств по сделкам, оформленным по нетрадиционной схеме (например, по схеме секьюритизации), и могут переквалифицировать такую сделку купли-продажи в сделку по выдаче обеспеченного залогом кредита;

[49] Некторов А., Николаева Е. Правовые средства структурирования договорной секьюритизации // Рынок ценных бумаг, - 2008, - №12 (363), С.28.

- здесь возникают серьезные риски (сохраняющиеся в течение 3 лет с момента продажи) обратного истребования проданных активов, поскольку арбитражный управляющий имуществом несостоятельного оригинатора имеет право выбирать самые выгодные для него соглашения в целях их исполнения и может аннулировать сделку по уступке активов, если один из ее участников не исполнил свои обязательства по ней в полном объеме.

В настоящее время участники рынка не могут полагаться на закрепленный российским законодательством принцип свободы договора (включая право заключать сделки, которые прямо не предусмотрены законодательством). Несмотря на этот либеральный принцип российского законодательства, суды неохотно признают законность нетрадиционных финансовых схем, используемых участниками рынка.

Сталкиваясь с такой нетрадиционной схемой, суды часто переквалифицируют ее, настаивая на том, что ее содержание не соответствует форме.

Таким образом, схемы секьюритизации в России подвергаются риску переквалификации судом уступки прав требования Покупателю. Сомнения могут возникнуть у суда особенно в тех случаях, когда у Оригинатора сохраняется связь с уступленными правами требования через экономическое или иное участие в них.

Например, суд может счесть, что Оригинатор фактически не намеревался продавать права требования Покупателю. Вместо этого Оригинатор передал права требования Покупателю в залог или заключил агентское соглашение, по которому уполномочил Покупателя на получение задолженности по данным правам требования.

В этих примерах переквалификация уступки прав (как агентского соглашения или залога) повлечет за собой аннулирование «действительной продажи» и возврат прав требования Оригинатору.

При совершении сделок по секьюритизации принципиально важно оградить СФО от наступления несостоятельности оригинатора, то есть СФО должно быть в достаточной мере обособлено, чтобы его не касалась процедура несостоятельности оригинатора и чтобы ему не угрожали его собственные кредиторы.

Это означает, что СФО лишается возможности заниматься коммерческой деятельностью или привлекать заемные средства, за исключением совершения сделок с вышеуказанными ценными бумагами, и что их держатели и иные участники сделок по секьюритизации обязываются не предъявлять к нему претензий и пользоваться правом ограниченного регресса.

Поскольку отказ от предъявления претензий и пользование правом ограниченного регресса не предусмотрены даже указанным выше Законом "Об ипотечных ценных бумагах", российские СФО не считаются огражденными от применения к ним процедуры банкротства и для них может потребоваться разработка дополнительных схем, чтобы они отвечали требованиям рейтинговых агентств в этой области.

Инвесторы должны быть уверены, что Покупатель будет в разумной мере защищен от принудительной (в случае банкротства) или добровольной ликвидации. Существуют два пути для достижения этой цели.

В тех случаях, когда Покупатель не наделен по законодательству статусом защищенности от банкротства, стороны обычно стремятся обеспечить такой статус путем наложения ограничений на правоспособность Покупателя в его учредительных документах, а также путем включения в соответствующую документацию обязательств участников сделки секьюритизации не обращаться в суд с заявлением о признании Покупателя банкротом и ограничить возможность обращения взыскания на его активы.

Если Покупатель является российской организацией, такой результат не может быть обеспечен без внесения изменений в существующее российское законодательство.

Исключительно важно ограничить деятельность Покупателя такими видами, которые необходимы и связаны с секьюритизацией, а также ограничить его способность принятия на себя долговых обязательств. Цель таких ограничений – снизить вероятность появления других кредиторов, которые могут обратить взыскание на активы Покупателя, и риск банкротства Покупателя в результате деятельности, не связанной с его основной деятельностью.

В соответствии с Гражданским кодексом РФ сделки, заключенные в нарушение ограничений, установленных учредительными документами Покупателя, не являются ничтожными, а лишь могут быть оспорены при определенных условиях. Таким образом, ограничение правоспособности Покупателя в его учредительных документах не гарантирует отсутствие у него деятельности, не связанной с его основным бизнесом. Такие ограничения должны быть установлены законодателем.

Для того, чтобы обеспечить защищенность Покупателя от банкротства, необходимо установить запрет для Покупателя на добровольную ликвидацию и реорганизацию. Внесение подобных ограничений в учредительные документы или контракты, заключаемые Покупателем, противоречит положениям российского законодательства.

В частности, в соответствии с Гражданским кодексом РФ права юридического лица могут быть ограничены исключительно законом. Кроме того, отказ от права не приводит к прекращению такого права, кроме как в случаях, установленных законом.

Для обеспечения гарантий участникам сделки секьюритизации мы предлагаем в законодательном порядке ограничить право Покупателя начать процедуру добровольной ликвидации или реорганизации до

завершения осуществляемых им сделок секьюритизации. Обязательство об отказе от обращения в суд с заявлением о признании Покупателя банкротом Российское законодательство склонно трактовать обязательства, предусматривающие отказ от совершения определенных действий, очень осторожно. Как говорилось выше, Гражданский кодекс РФ не допускает ограничения или отказа от прав, кроме как в случаях, предусмотренных законом.

Поэтому в соответствии с действующим законодательством не могут быть исполнены в принудительном порядке обязательства участников сделки секьюритизации об отказе от обращения в суд с заявлением о признании Покупателя банкротом и ограничении возможности обращения взыскания на его активы до завершения сделки секьюритизации. В связи с этим мы предлагаем в законодательном порядке признать возможность принятия на себя участниками секьюритизации таких обязательств.

Обязательство о необращении в суд может быть интерпретировано как нарушающее конституционное право на судебную защиту. Однако, обычно такое обязательство не означает отказа участников сделки от права инициировать процедуру банкротства в отношении Покупателя, это, скорее, согласие на отсрочку таких процедур. По нашему мнению, закон должен предоставлять такую возможность сторонам, заключающим контракты с Покупателем в рамках секьюритизации.

Покупатель должен создаваться в качестве юридического лица, защищенного от банкротства. Если Покупатель является российской организацией, его защищенность от банкротства не может быть обеспечена без внесения изменений в российское законодательство.

Таким образом, необходимо принять законодательные положения, 1) ограничивающие право Покупателя заниматься

деятельностью, не связанной со сделками секьюритизации, 2) прямо ограничивающие право Покупателя заявлять о своей добровольной ликвидации или реорганизации до завершения осуществляемых им сделок секьюритизации; 3) признающие действительными обязательства участников сделки секьюритизации о необращении в суд и ограничении возможности обращения взыскания на активы Покупателя.

Заключение

Проведенное мною исследование классической секьюритизации ипотечных активов позволило сделать следующие выводы:

1.Секьюритизация ипотечных активов — это инновационная техника финансирования, при которой диверсифицированный пул финансовых активов списывается с баланса банка, при этом данный пул продается специально созданному финансовому обществу (SPV), которое осуществляет его рефинансирование на рынке капиталов или денежном рынке посредством выпуска ценных бумаг.

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

2. Основными участниками сделок по секьюритизации ипотечных активов являются кредитная организация (оригинатор), специальное финансовое общество (СФО), инвесторы в ипотечные ценные бумаги, доверенное лицо, управляющее имуществом СФО, гаранты, рейтинговые агентства, хедж-провайдеры, а также андеррайтеры. Каждый из участников секьюритизации выполняет четко определенные функции.

3. Сделки классической секьюритизации ипотечных активов подразумевают соблюдение следующих принципов: 1) принцип «действительной продажи» 2) принцип «защищенности от банкротства» СФО, 3) принцип «специальной правоспособности» СФО, 4) принцип субординированности и очередности платежей.

4. Основные преимущества секьюритизации для кредитных организаций заключаются в следующем: привлечение финансирования, ограничение кредитного риска, возможность управлять соотношением собственных и заемных средств, снижение стоимости финансирования, улучшение финансового состояния и имиджа банка. К основным

недостаткам секьюритизации можно отнести сложность организации сделок, необходимость формирования крупного пула ипотечных кредитов, сильную зависимость от законодательства страны эмиссии ипотечных ценных бумаг.

5. Ипотечные ценные бумаги являются разновидностью ценных бумаг, обеспеченных активами. Ипотечные ценные бумаги, выпускаемые СФО при секьюритизации ипотечных активов, делятся на два вида: ценные бумаги с прямой структурой распределения (долевые ценные бумаги) и ценные бумаги с управлением платежами (долговые ценные бумаги).

6. В США развитие секьюритизация активов обусловлено наличием: 1) развитого фондового рынка, 2) агентствами вторичного рынка ипотечных кредитов – «Фэнни Мэй», «Джинни Мэй», «Фрэдди Мак», которые рефинансируют ипотечные кредиты, 3) государственной и частной системой страхования кредитных рисков.

Основными причинами кризиса на рынке ипотечных ценных бумаг в 2007г. являлись бесконтрольная деятельность ипотечных компаний, которые выдавали как большое количество кредитов заемщикам, стремясь заработать на этом комиссию, а также неверная оценка рисков со стороны инвестиционных банков и рейтинговых агентств.

7. Во Франции развитие секьюритизации активов сопровождалось постоянным совершенствованием законодательства о специализированных инвестиционных фондах FCC. Фонды FCC могут выпускать как долевые, так и долговые ценные бумаги. Данные фонды используются кредитными организациями для рефинансирования кредитных портфелей.

8. Основными предпосылками для развития секьюритизации в России являлись бурный рост ипотечных кредитных портфелей банков, с одной стороны, и формирование законодательной базы с другой стороны.

Для развития классической секьюритизации российским законодательством предусмотрено создание СФО в форме ипотечного агента с правом выпуска облигаций с ипотечным покрытием и ипотечных сертификатов участия. Однако на практике наибольшее развитие получили облигации с ипотечным покрытием, а также паи ипотечных закрытых ПИФов.

9. Основными проблемами, сдерживающими развитие секьюритизации ипотечных активов в России являются: 1) проблема привлечение инвесторов в ипотечные ценные бумаги, 2) проблема доминирования внешней секьюритизации, 3) проблема формирования рыночных механизмов на ипотечном рынке, 4) проблемы налогообложения сделок секьюритизации активов, 5) проблема отсутствия депозитарного учета закладных, 6) проблемы в законодательстве, нарушающие основные принципы секьюритизации.

10. С целью решения выявленных проблем, предлагается осуществить комплекс мероприятий в двух направлениях: 1) повышение внутреннего спроса на ипотечные ценные бумаги, 2) снижение издержек на выпуск ипотечных ценных бумаг.

В рамках первого направления необходимо предусмотреть:

1. Возможность включения облигаций с ипотечным покрытием в Ломбардный список Банка России. Данная мера позволит повысить спрос российских инвесторов на ипотечные ценные бумаги как финансовый инструмент, принимаемый в обеспечение по кредитам Банка России.

2. Расширение возможностей инвестирования средств институциональных инвесторов в ипотечные ценные бумаги. В частности, речь идет о расширение возможностей инвестирования в ипотечные ценные бумаги средств пенсионных накоплений лиц, не воспользовавшихся правом выбора инвестиционного портфеля. Целесообразно

расширение возможностей инвестирования средств страховых резервов в ипотечные ценные бумаги.

В рамках второго направления необходимо:

1. Ввести в законодательство институт депозитарного учета закладных, позволяющий передавать права на закладные путем записей по счетам депо в депозитарии, аналогично порядку перехода прав по бездокументарным ценным бумагам.

2. Принять законодательные акты, направленные на соблюдение принципов секьюритизации ипотечных активов и уточнения порядка налогообложения сделок по секьюритизации.

Список использованной литературы

1 Об ипотеке (залоге недвижимости). Федеральный закон от 16 июля 1998г. №102-ФЗ,

2 Об ипотечных ценных бумагах. Федеральный закон от 11 ноября 2003г. №152-ФЗ,

3 Об инвестиционных фондах. Федеральный закон РФ от 29.11.2001 N 156-ФЗ (в ред. Федеральных законов от 29.06.2004 N 58-ФЗ, от 15.04.2006 N 51-ФЗ)

4 1Налоговый Кодекс Российской Федерации (часть вторая). Федеральный закон РФ от 05.08.2000г. N 117-ФЗ (в ред. Федеральных законов от 10.11.2006 N 191-ФЗ, от 04.12.2006 N 201-ФЗ, от 05.12.2006 N 208-ФЗ)

5 Аксенов И. Этапы секьюритизации в США: 1930-2008//Энциклопедия российской секьюритизации, - Санкт-Петербург, - 2008., С.29

6 Астраханцева М. Секьюритизация по-американски или с какими иллюзиями нам придется расстаться// Рынок ценных бумаг, - 2008, - №12(363). С.61

7 Бакланова В. История текущего финансового кризиса США: 2001-2008//Энциклопедия российской секьюритизации ,- Санкт-Петербург, - 2008., С.30

8 Боди З. Принципы инвестиций/З. Боди, А. Кейн, А. Маркус, Пер. с анг. – М.: Издательский дом «Видьямс», 2004, С.47

9 1Буров В. Правовые режимы и налогообложение сделок секьюритизации в некоторых развитых странах//Энциклопедия российской секьюритизации, -Санкт-Петербург, 2008, -С.263

10 1Бэр Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков – М.: Волтерс Клувер, 2007, - С. 27

11 Бюллетень банковской статистики, - 2008, - №2 (30); 2009, №1 (33),- №4(191).

12 1Джантуханова Э., Синицын А. Налоговые аспекты в разработке структур секьюритизации// Энциклопедия российской секьюритизации, -Санкт-Петербург, 2008, -С.223.

13 Драгунов В., Селивановский А. Некоторые практические аспекты документации секьюритизируемых активов//Энциклопедия российской секьюритизации, - Санкт-Петербург, - 2008., С.105.

14 Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ /Э. Дэвидсон, Э. Сандерс, Л.-Л. Вольф, А Чинг- М.: Вершина, 2007. – С.41.

15 Ежеквартальный отчет ОАО "Агентство по ипотечному жилищному кредитованию" за 3кв. 2008г., -303с., с.71

16 Зайцева А. Роль кастодиана в сделках секьюритизации банковских кредитов// Энциклопедия российской секьюритизации, -Санкт-Петербург, 2008, -С.271

17 Иванов О. На пороге кризиса?//Рынок ценных бумаг.-2008.- N 12(363).- С.17.

18 Иванов О. Законодательные аспекты секьюритизации//Рынок ценны бумаг, - 2007, - №11 (338), С.44

19 Информационно-аналитический портал Русипотека (www.rusipoteka.ru)

20 Источник: Косарева Н. Б. Основы ипотечного кредитования/ науч. ред. Н. Б. Косарева. – М.: Фонд «Институт экономики города»: ИНФРА-М, 2007, С.280

21 Казаков А. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг.-2003.- №19(321).

22 1Казаков А. Развитие правовой базы для секьюритизации активов в России //Рынок ценных бумаг.-2007.- N 11(338).-С.24.

23 Кольцова Н. Структурирование облигаций с ипотечным покрытием в соответствии с законодательством РФ// Энциклопедия российской секьюритизации, -Санкт-Петербург, 2008, -С.75

24 Котлов А. Формирование российского рынка ипотечных ценных бумаг//Рынок ценных бумаг.-2006.- N 22(325).-С.24

25 Малиновский В. Ипотечный рынок: повторение в России американского кризиса в настоящий момент невозможно//Рынок ценных бумаг.-2007.- N 20(347).-С. 93

26 Меньшикова А. Роль государства в развитии инструментов секьюритизации на российском финансовом рынке// Энциклопедия российской секьюритизации, -Санкт-Петербург, 2008, -С.240

27 Некторов А., Николаева Е. Правовые средства структурирования договорной секьюритизации // Рынок ценных бумаг, - 2008, - №12 (363), С.28.

28 Пенкина И. Рынок секьюритизации в России// Биржевое обозрение, -2007, - №5(43), С.9

29 Петровичев А. Секьюритизация a la francaise//Рынок ценных бумаг, - 2006, - №19 (322), С. 67

30 Роббе В Секьюритизация и право/Роббе В., Али П: пер с. англ. – М.: Волтерс Клувер, -2008, С.362

31 Рыжов А. Организация и структурирование сделок секьюритизации: роль независимого финансового консультанта//Энциклопедия российской секьюритизации, - Санкт-Петербург, - 2008., С.288

32 Санникова Т. Рейтинг отдельных сделок секьюритизации активов// Рынок ценных бумаг, - 2006, - №11 (314), С. 64

33 Секьюритизация в России: пути развития рынка и снижения стоимости заимствований//Доклад рабочей группы международной финансовой корпорации – Вашингтон, -2005, - С.10.

34 Скляров Е., Скоморохин А. Ипотечные ПИФы как инструмент рефинансирования: тенденции и прогнозы//Рынок ценных бумаг, - 2006, №17 (320), С.45

35 Соколова Е. Перспективы изменения законодательства о секьюритизации в России //Рынок ценных бумаг.-2007.- N 11(338).-С.40.

36 Соколова Ю. Перспективы изменения законодательства о секьюритизации в России//Рынок ценных бумаг – 2007, - №11 (338), С. 40.

37 Тремасов К. Мировая экономика. Жизнь в условиях кризиса//Рынок ценных бумаг, - 2008, - №3 (354), С.42

38 Туктаров Ю. Общие вопросы синтетической секьюритизации//Энциклопедия российской секьюритизации, -Санкт-Петербург, - 2008.,С.192

39 Туктаров Ю. Секьюритизация закладных: вопросы действительной продажи (true sale)//Рынок ценных бумаг, - 2006, -№22 (325), С. 45

40 Данные АИЖК (www.ahml.ru)

41 Данные Национальной лиги управляющих (www.nlu.ru)

42 ESF Securitisation data report Q4 2008//SIFMA, p4.