ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ

**«ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

ФАКУЛЬТЕТ КРЕДИТА

КАФЕДРА «ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ФИНАНСОВЫЙ ИНЖИНИРИНГ»

«Допускаю к защите»:

____

зав. кафедрой проф. Миркин Я.М.

Дипломная работа

на тему:

«Секьюритизация банковских активов: зарубежный опыт и перспективы развития в России»

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Ценные бумаги и биржевое дело»

Выполнил:
студент группы К5-5
Егоров А.Е.

Научный руководитель:
д.э.н., профессор
Рубцов Б.Б.

Консультант:
Старший Вице-Президент,
ЗАО "Банк Русский Стандарт"
Золотарев Л.В.

Москва, 2007 г.

Содержание:

Введение

Актуальность темы исследования. 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, в том числе корпораций, что способствовало расширению и углублению рынка капитала. Кроме того, секьюритизация позволяет оригинаторам осуществить эффективную реализацию активов, обеспечить улучшение своих финансовых показателей и получить финансирование на более благоприятных условиях. 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.

По оценкам ведущих мировых рейтинговых агентств, секьюритизация является одним из наиболее перспективных и активно развивающихся механизмов финансового рынка и занимает ведущее место в рейтинге инструментов структурированного финансирования. Мировой рынок секьюритизации устойчиво разрастается. Наблюдается рост операций и расширяется география деятельности. Меняются структура и состав рынка, а также качественные характеристики реализуемых сделок.

Впервые появившись в начале 1970-х годов в США как способ реализации ипотечной задолженности, со временем секьюритизация постепенно охватила различные виды активов: ссуды на автомобильную технику, суда, трейлеры, потребительские кредиты, дебиторские счета по кредитным карточкам, по торговому финансированию, кредиты под недвижимость коммерческого и производственного характера, муниципальные займы штатов, обеспеченные бюджетными поступлениями. Сформировался механизм осуществления секьюритизации, инфраструктура рынка ценных бумаг, обеспеченных активами. Впоследствии наряду с банками стали проводить секьюритизацию и другие кредитно-финансовые институты.

Цель и задачи исследования. Целью настоящей дипломной работы является исследование зарубежного опыта секьюритизации банковских активов и перспектив развития данного института в России. Уточним, что целью является анализ секьюритизации именно в узком смысле, т.е. секьюритизации активов (классическая секьюритизация на основе «действительной продажи»), которая обеспечивает рефинансирование активов посредством выпуска ценных бумаг. Все другие возможные варианты секьюритизации – секьюритизация бизнеса, синтетическая секьюритизация, или даже классическая секьюритизация, но финансируемая с использованием банковского кредита, останутся за рамками данной работы.

В первой главе работы представлены теоретические аспекты секьюритизации активов. Сначала анализируются определения этого понятия в формулировках зарубежных авторов, рассматриваются основные концепции российских авторов, приводится описание и обобщение существующих видов секьюритизации, затем анализируются преимущества секьюритизации с точки зрения банков, и, наконец, рассматривается поэтапная эволюция инструмента секьюритизации на примере США.

Во второй главе проводится анализ зарубежной практики секьюритизации активов: рассматриваются механизмы и участники классической секьюритизации, исследуются различные модели трастов, описывается схема с использованием так называемого кондуита, достаточно подробно анализируются механизмы повышения надежности ценных бумаг, как внутренние, так и внешние, затем исследуются виды обеспеченных ценных бумаг и в завершение приводится обзор и оценка современной ситуации на зарубежных рынках ABS на основе статистических данных.

Третья глава полностью посвящена становлению и перспективам развития института секьюритизации в России, где подробным образом анализируются макроэкономические предпосылки, юридические барьеры секьюритизации, формулируются перспективы развития института секьюритизации в России с правовой точки зрения, а также исследуется сам процесс становления секьюритизации. Начиная с 1996 года мы детально исследуем развитие Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК), проанализируем сущность так называемой «квазисекьюиритизации», деятельность ипотечных закрытых паевых инвестиционных фондов, а также обобщим результаты российских трансграничных сделок за всю историю начиная с секьюритизации Газпрома в 2003 г. и сравним их с показателями секьюритизации в Европе. В характеристике схем, используемых российскими банками в настоящее время, автор остановится на секьюритизации Альфа-Банка своих диверсифицированных платежных прав в марте 2006 года и ипотечной секьюритизации Совфинтрейда в декабре того же года. Первая из перечисленных привлекла внимание автора достаточно сложной структурой и тем, что в литературе избегали ее подробного описания, а вторая – своей уникальностью и ролью в дальнейшем развитии всего института секьюритизации в России, поскольку на сегодняшний момент она является первой и единственной внутренней секьюритизацией в России, полностью осуществленной в соответствии с законом от 11 ноября 2003 года №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

Предмет и объект исследования. Предмет исследования – деятельность банков по использованию инновационной техники финансирования, при которой происходит списание финансовых активов с баланса, отделение от остального имущества и передача специально созданному финансовому посреднику, а затем их рефинансирование посредством выпуска ценных бумаг на международном денежном рынке их рефинансированию посредством выпуска ценных бумаг на международном денежном рынке и рынке капиталов. Объектом исследования являются зарубежные и отечественные банки, а также ипотечные агентства и ипотечные фонды.

Теоретическая и методологическая основа исследования. Хотя список специальной литературы никогда не бывает исчерпывающим, автор постарался, чтобы он как можно полнее отражал современное состояние научной мысли. Помимо русскоязычной литературы были изучены многочисленные источники на английском языке: книги, журнальные публикации, аналитические обзоры, доклады, предпродажные отчеты рейтинговых агентств и отчеты о новых выпусках. Для получения доступа к непубличной информации оказалось полезным прохождение преддипломной практики в ЗАО «Банк Русский Стандарт», который является одним из лидеров среди российских банков в сделках по секьюритизации активов.

В процессе работы над дипломным проектом автор принимал участие в нескольких семинарах и конференциях, материалы которых были также использованы в дипломе. Речь идет о двух семинарах, которые проводились в разное время в Москве международным рейтинговым агентством Standard & Poor’s: «Банковский сектор в России в 2007 г.: год сдержанного оптимизма» и «Рейтинги сделок по структурному финансированию».

Глава 1. Теоретические аспекты секьюритизации

1.1. Сущность секьюритизации активов

Начальным этапом изучения любой темы является определение её центральных понятий. Прежде чем сформулировать определение понятия «секьюритизация активов», следует отметить, что здесь автор сразу сталкивается с двоякой проблемой. Во-первых, полное отсутствие в России специальной литературы, посвященной секьюритизации активов. Единственные три издания, которые представлены на русском языке на момент написания данной дипломной работы, являются лишь переводом иностранных авторов[1]. Причем в связи с отсутствием в русском языке сложившейся терминологии при описании сделок секьюритизации активов перевод даже вышеуказанных книг является не единообразным. Это объясняется как отсутствием в российском праве соответствующих правовых категорий, так и пока еще малой распространенностью данной технологии финансирования на отечественном финансовом рынке. Во-вторых, даже в зарубежных первоисточниках не выработано единого, принятого всеми определения секьюритизации активов. «*... возможно только в Лондоне в настоящее время существует 279 определений секьюритизации*».[2]

Рассмотрим лишь некоторые определения из зарубежных источников:

«*Секьюритизация – это процесс усреднения и упаковки финансовых инструментов в новые инструменты, которые возможно продать*».[3]

«*Секьюритизация – процесс структурирования, позволяющий упаковать проценты по кредитам, а также другую дебиторскую задолженность и продать ее в форме обеспеченных ценных бумаг*».[4]

«*Секьюритизация – обеспеченное заимствование, при котором компания получает кредит под обеспечение активов или группы активов*».[5]

«*Секьюритизация – финансовая транзакция, при которой активы собираются в единый пул, а затем выпускаются ценные бумаги, отражающие процентные платежи в пуле*».[6]

---

[1] 1) Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006. 2) Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Пер. с англ. – М.: Вершина, 2007. 3) Хейр Л. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / Пер. с анг. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.

[2] Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С.37.

[3] Bryan A. Garner Black's Law Dictionary. – West Publishing Company, 1999.

[4] Comptroller’s Handbook on Asset Securitization, November 1997. (www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf)

[5] Peter Jeffrey A Practitioner’s Guide to Securitisation. – City & Financial Publishing, 2006.

[6] www.riskglossary.com/link/securitization.htm

«*Секьюритизация – упаковка в пул кредитов или дебиторской задолженности с использованием механизмов повышения кредитного качества и последующая продажа упакованных активов инвесторам. Инвесторы покупают переупакованные активы в форме ценных бумаг или кредита, которые обеспечены этим пулом активов. Секьюритизация таким образом превращает неликвидные активы в ликвидные*».[7]

«*Секьюритизация – процесс формирования пулов финансовых обязательств и придания им формы, позволяющей финансовым активам свободно обращаться среди множества инвесторов... Секьюритизация позволяет превратить первоначальные обязательства в объект купли-продажи*».[8]

«*Секьюритизация – это финансирование или рефинансирование каких-либо активов компании, генерирующих доход, например, прав требования, возникающих в ходе обычного ведения бизнеса, путем «преобразования» таких активов в торгуемую, ликвидную форму через выпуск облигаций или иных ценных бумаг. При этом такая компания (часто называемая Оригинатором) передает пул своих активов специально образованному юридическому лицу, которое, в свою очередь, выпускает долговые ценные бумаги, обеспеченные переданными активами*».[9]

Таким образом, представленные определения не дают практически никакого понимания сущности секьюритизации, по крайней мере, читателю, впервые знакомящемуся с данной проблематикой. Некоторые из определений акцентируют внимание либо на отдельных элементах процесса секьюритизации (например, продажа пула активов, использование пула в качестве покрытия, факт отделения и передачи рисков и др.), либо пытаются охватить все возможные варианты и механизмы секьюритизации, подробным образом перечисляя их, что уже по сути нельзя назвать определением.

Весьма интересно отметить, что термин «секьюритизация» впервые появился как термин, описывающий процедуру андеррайтинга первого выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам. Это произошло в колонке «Слухи со Стрит» Wall Street Journal в 1977 г. и «изобретен» он был Льюисом Раниери, главой ипотечного департамента Salomon Brothers. Сделка получила имя «Bank America issue» (эмиссия Банка Америки).[10]

---

[7] Mark Fisher, Zoe Shaw Securitisation: For Issuers, Arrangers and Investors. – Euromoney Books, 2003.
[8] Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003.
[9] Securitisation in Russia: Ways to Expand Markets and Reduce Borrowing Costs. Position Paper of the International Financial Corporation’s Technical Working Group on Securitization. – March 2005. (www.ifc.org/ifcext/gfm.nsf/AttachmentsByTitle/SM-SecuritizationRussia-Eng/$FILE/SM-SecuritizationRussia-Eng.pdf)
[10] Казаков А. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №19.

Представляется целесообразным обратиться к Хансу Питеру Бэру, который в своей монографии различает два понятия: «секьюритизация» (секьюритизация в широком смысле) и «секьюритизация активов» (секьюритизация в узком смысле).[11]

Секьюритизация в широком смысле (секьюритизация) определяется Бэром с помощью термина «дезинтермедиация» - направление развития, предполагающее утрату банковским сектором роли главного финансового посредника. С начала 80-х гг. XX в. на международных финансовых рынках начало происходить замещение классического банковского кредитования финансированием, основанным на выпуске ценных бумаг. С ростом объема трансграничных операций инвестиционные и кредитные сделки, которые прежде осуществлялись на локальных рынках, начали замещаться сделками международного финансового посредничества на рынке ценных бумаг. Заемщики начали напрямую обращаться к инвесторам минуя банки, играющие роль рыночных посредников. В результате существенных экономических изменений и появления финансовых инноваций произошел стремительный рост международного рынка ценных бумаг. Таким образом, секьюритизация в широком смысле – смещение рынка заимствований от классического банковского кредитования в направлении финансирования на обезличенном денежном рынке и рынке капиталов посредством эмиссии ценных бумаг.

Секьюритизация в узком смысле (секьюритизация активов) – инновационная техника финансирования, при которой происходит списание финансовых активов (Assets) с баланса предприятия (Originator), отделение от остального имущества и передача специально созданному финансовому посреднику (Special Purpose Vehicle, SPV), а затем их рефинансирование посредством выпуска ценных бумаг (Asset-Backed Securities, ABS) на международном денежном рынке и рынке капиталов, либо путем получения синдицированного кредита (Asset-Backed Loan). При секьюритизации активов в центре внимания оказываются балансовые активы. Тем самым удается различать его с общим понятием секьюритизации. Если секьюритизация в том смысле, в каком оно употреблялось в 80-х гг. XX в., наиболее точно можно определить как превращение долгов в ценные бумаги, то в случае секьюритизации активов имеет место превращение активов в ценные бумаги.

Несмотря на отсутствие в России специальной литературы, посвященной секьюритизации активов, Яблонская Оксана Васильевна (преподаватель кафедры «Деньги, кредит и ценные бумаги» Всероссийского заочного финансово-экономического

[11] Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С.21-66.

института) смогла выделить имеющиеся трактовки и обобщить их в три большие группы.[12]

Первая группа определений трактует секьюритизацию исходя из буквального понимания термина (английское «security» - ценная бумага). «*Секьюритизация – тенденция возрастания роли ценных бумаг и инструментов на их основе на рынке капиталов; привлечение финансовых средств путем выпуска долговых ценных бумаг вместо получения банковских ссуд. Секьюритизация выражается, с одной стороны, в увеличении удельного веса рынка ценных бумаг по сравнению с рынком ссудных капиталов; с другой – в резком расширении видов и состава ценных бумаг, прежде всего производных и гибридных инструментов на их основе*».[13] Данную точку зрения разделяют такие экономисты как Т. Френкель, Б. Федоров, Д. Михайлов, Б. Рубцов, и другие. Проявление секьюритизации сторонники данной точки зрения видят в расширении объема рынка ценных бумаг по сравнению с ростом рынка ссудных капиталов в целом, а также в резком расширении видов ценных бумаг, выпускаемых коммерческими банками и компаниями, увеличении доли финансовых ресурсов, привлекаемых путем размещения ценных бумаг. Таким образом, данный взгляд в точности совпадает с уже рассмотренным нами определением Бэра секьюритизации в широком смысле.

Авторы второй группы сужают понятие секьюритизации до секьюритизации банковской деятельности. Федоров Б., например, под секьюритизацией подразумевает, прежде всего, «*резкое повышение удельного веса ценных бумаг в суммарном объеме операций банков, заметное расширение арсенала ценных бумаг и появление гибридов последних с банковскими кредитами, придание кредитам характеристик ценных бумаг*».[14]

Представители третьей группы рассматривают секьюритизацию исключительно как процесс замещения банковских ссуд эмиссией ценных бумаг, обеспеченных обязательствами (пакетом обязательств) по выданным ссудам. Красавина Л.Н., например, полагает, что «*секьюритизация - это замещение обычных банковских кредитов эмиссией ценных бумаг.*[15] Дж. Синки определяет секьюритизацию как «*продажу активов, которым придана форма ценных бумаг или просто - продажу кредитов с целью привлечь денежные средства*».[16] Усоскин В.М. понимает под секьюритизацией «*продажу на рынке части*

---

[12] Яблонская О.В. Секьюритизация банковских активов: Зарубежный опыт, перспективы развития в России: Дис. канд. экон. наук: 08.00.10 Москва, 2004 164 с. РГБ ОД, 61:04-8/3903. (www.diss.rsl.ru)
[13] Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общ. ред. А.Г. Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2004. – С.884.
[14] Федоров Б.Г. Современные валютно-кредитные рынки. – М.: Финансы и статистика, 1989. – С.80.
[15] Красавина Л.Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. – М.: Финансы и статистика, 2000. – С.381.
[16] Дж. Синки Управление финансами в коммерческих банках. – М.: Catallaxy, 1994. – С.737.

активов банков (главным образом, обязательств клиентов по выданным ссудам) в форме ценных бумаг, обеспеченных этими активами и погашаемых из средств, поступающих от заемщиков».[17]

Если обратиться к российской периодической литературе, то здесь, поскольку все определения является переводными, авторы также акцентируют внимание либо на отдельных элементах процесса секьюритизации, либо пытаются охватить все возможные варианты и механизмы секьюритизации, подробным образом перечисляя их. Однако я бы хотел упомянуть лишь одно определение, выделяющееся своей оригинальностью на фоне всех остальных: «*Секьюритизация – вид рефинансирования, особенность которого состоит в том, что при его осуществлении расчет делается на ресурсы фондового рынка. Отсюда, кстати, образное выражение, что секьюритизация – мост между финансовым и фондовым рынками*».[18]

В докладе, подготовленном в марте 2005 г. Технической рабочей группой по секьюритизации в России Международной Финансовой Корпорации (IFC), отражается еще один подход к определению секьюритизации.[19] В нем, в частности, говорится, что существуют три основных вида секьюритизации: классическая секьюритизация на основе «действительной продажи», синтетическая секьюритизация и секьюритизация бизнеса. Рассмотрим подробней сущность этих понятий.

При классической секьюритизации (через «действительную продажу») компания Оригинатор или Продавец – продает пул своих активов (часто в виде прав требования, возникающих в ходе обычной коммерческой деятельности) сспециально созданному юридическому лицу (Special Purpose Vehicle, SPV). Для финансирования покупки активов SPV выпускает ценные бумаги на рынке капитала. Такие бумаги называются «ценными бумагами, обеспеченными активами» (Asset-Backed Securities, ABS), поскольку покупаемые активы обычно представляют собой основной источник денежных средств для обслуживания бумаг.

Исключительно важно, чтобы после осуществления продажи или передачи активов SPV передача активов не могла быть оспорена, признана недействительной или отменена

---

[17] Усоскин В.М. Современный коммерческий банк: управление и операции. – М.: 2000. – С.292.
[18] Туктаров Ю. Основные идеи ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №5.
[19] Securitisation in Russia: Ways to Expand Markets and Reduce Borrowing Costs. Position Paper of the International Financial Corporation's Technical Working Group on Securitization. – March 2005. (www.ifc.org/ifcext/gfm.nsf/AttachmentsByTitle/SM-SecuritizationRussia-Eng/$FILE/SM-SecuritizationRussia-Eng.pdf) Основной вклад в эту работу осуществило венское отделение фирмы Freshfields Bruckhaus Deringer, которая консультировала рабочую группу, и московские отделения «Альфа-Банка», Baker & MacKenzie, Finamatics, PriceWaterhouseCoopers, Standard & Poors, а также White & Case. Рабочий доклад опубликован Департаментом глобальных финансовых рынков IFC, Отдел рынка ценных бумаг, возглавляемый Алисон Харвуд (руководитель группы по проекту). Московское представительство IFC также оказывало содействие и принимало участие в проекте (*Прим. автора*).

каким-либо иным способом в случае несостоятельности Оригинатора или в иных случаях. Такая концепция называется «действительной продажей». Возможность признания сделки «действительной продажей» в соответствии с применимым законодательством (и особенно, ее признания таковой компетентным судом в случае несостоятельности Оригинатора) должна быть установлена путем правового анализа конкретной сделки.

Юридическое обособление активов от Оригинатора через «действительную продажу» может способствовать достижению одной из главных целей секьюритизации – получению доступа к более дешевому финансированию. Если кредитное качество секьюритизируемых активов выше, чем кредитное качество Оригинатора в целом, «действительная продажа» может позволить Оригинатору получить финансирование на более выгодных условиях, чем на условиях обычного кредита или эмиссии корпоративных облигаций. В частности, Оригинаторы, имеющие относительно невысокий кредитный рейтинг, могут привлечь финансирование за счет размещения обеспеченных активами ценных бумаг, которым рейтинговым агентством или агентствами будет присвоен более высокий рейтинг.

Часто информация о продаже и передаче активов для секьюритизации не раскрывается определенным третьим сторонам (например, соответствующим должникам в случае продажи прав требования). Обычно Оригинатор продолжает «обслуживать» активы (то есть, получать дебиторскую задолженность) на тех же условиях, как и до секьюритизации, и передает соответствующие поступления SPV. Также, для повышения качества активов и привлечения финансирования на более благоприятных условиях Оригинатор может использовать дополнительное обеспечение, называемое «механизмом повышения кредитного качества».

Большинство ценных бумаг, обеспеченных активами, имеют рейтинг одного или нескольких международных рейтинговых агентств; цель получения рейтинга – повышение их привлекательности для инвесторов и выявление ориентиров для установления цены. Рейтинговые агентства внимательно анализируют правовую структуру сделки (в частности, элемент «действительной продажи»), качество пула активов, участвующего в секьюритизации, и способность Оригинатора обеспечить обслуживание активов. На основании такого анализа и с учетом использованных механизмов повышения кредитного качества (и других вспомогательных механизмов, при их наличии), определяется рейтинг ценных бумаг.

Синтетическая секьюритизация является одной из инноваций классических сделок, появившейся при включении кредитных производных финансовых инструментов (кредитных деривативов) в структуру сделки. По сути, кредитные деривативы отличаются от обычных производных инструментов тем, что они имеют дело с кредитным риском, в то время как традиционные производные инструменты сфокусированы на рыночных факторах риска, таких как курсы валют, цены, индексы или процентные ставки. С помощью этих инструментов кредитный риск, воплощенный в займах и облигациях, либо риск, связанный с поддержанием позиций на рынке, передаются третьим лицам - так называемым продавцам гарантии (protection sellers). Причем существовавшие изначально правоотношения, в которых состояли покупатели гарантии (protection buyers), т.е. сторона, передающая кредитный риск, не изменяются в случае передачи рисков при помощи кредитных деривативов. Иначе говоря, не происходит юридической продажи актива. При полной уступке кредитного риска актива создается так называемый синтетический актив. В рамках синтетической секьюритизации актив юридически не продается и остается на балансе банка, однако риски этого актива уступаются на рынок.[20]

Выделяют следующие типы кредитных деривативов:

- Кредитный дефолтный своп (credit default swap) – это своп, по условиям которого покупатель обязуется заплатить премию, а продавец – компенсировать покупателю потери в случае дефолта данного актива. При этом строго оговариваются базовый актив и событие, которым ознаменуется дефолт. Другими словами, покупатель свопа уплачивает продавцу определенное вознаграждение за право получить от него заранее установленный платеж в случае, если кредит, в обеспечение возврата которого заключен данный своп, не будет погашен, или в случае осуществления иного оговоренного в контракте события.
- Своп на совокупный доход (total return swap) – это своп, по условиям которого покупатель за некоторую плату пользуется активом, находящимся во владении другой стороны. При этом все доходы и расходы несет покупатель свопа. Может быть нефондируемым – продавец фондирует покупателя и в качестве оплаты получает плату за финансирование и плату за услуги по струткуризации, фондируемым – покупатель оплачивает приобретенный актив сам и платит продавцу только за услуги по структуризации. Известным типом фондируемого покупателем Total return свопа является кредитная нота (credit-linked note, CLN).
- Своп конвертации (convertability swap) – это своп, по условиям которого покупатель страхуется от изменения валютного режима страны: введения ограничений на свободную конвертацию. Если правительство страны,

[20] Казаков А. Создание синтетических активов – выход из тупика // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №16.

оговоренной в свопе, делает соответствующее ограничение, продавец свопа обязан поставить покупателю оговоренную свободно конвертируемую валюту на оговоренный в договоре счет покупателя на оффшоре. Взамен он поставляет на счет продавца свопа местную валюту.

- Синтетические кредитные деривативы – во многом напоминают total return свопы, основное отличие состоит в том, что актив уходит с баланса банка и переходит на баланс траста или SPV. Банки создают такие инструменты для клиентов, заинтересованных, например, в приобретении активов, не находящихся в свободном обращении (ссуды) или содержащие кредитное плечо. Банки заинтересованы в этом, так как ссуды, находящиеся в SPV, снимаются с балансов банка.[21]

При использовании кредитных деривативов в значительной степени стираются границы между банковским и страховым бизнесом, так как отказ погасить банковскую ссуду рассматривается как страховой случай и приводит к соответствующим выплатам. Операции с ПФИ по своей сути представляют собой страхование финансовых рисков, т.е. рисков, возникающих в процессе финансовых отношений, тогда как традиционные формы страхования предусматривают, например, страхование от неблагоприятного воздействия сил природы, несчастного случая, пожара, наводнения и т.д.[22] Кредитные деривативы позволяют отделить кредитный риск от финансового актива, с которым он связан. Кредитный риск становится предметом купли/продажи, создается вторичный рынок кредитного риска, и цена на кредитный риск конкретного заемщика определяется рыночными методами на основе спроса и предложения.

<u>Секьюритизация бизнеса</u> (whole business securitization) или т.н. корпоративная секьюритизация представляет собой «*выпуск облигаций, обеспеченных активами, генерирующими денежные потоки, и запасами. В случае банкротства или несостоятельности обеспечение может быть выделено из конкурсной массы в пользу держателей облигаций и передано в управление запасной управляющей организации, что позволит продолжить создание денежных потоков, поступающих инвесторам*».[23]

Необходимо также упомянуть такую возможную форму секьюритизации как <u>секьюритизация государственного сектора</u>. В последнее время в Европе получили распространение сделки секьюритизации, в которых заемщиком выступает правительство или государственные органы. Они стали альтернативным способом заимствования для

---

[21] Вайн Саймон Кредитные деривативы в России, октябрь 2002. (www.mirkin.eufn.ru)

[22] Афанасьев А., Лапина К., Рудько-Силиванов В. Кредитные деривативы как механизм управления риском при взаимодействии банковского и реального секторов экономики // Рынок ценных бумаг. – 2002. – №4.

[23] Глоссарий терминов секьюритизации. (www.standardandpoors.ru)

казначейств. Подобная продажа активов позволяет правительству привлекать денежные средства без превышения ограничений объемов государственного долга.[24] Классы активов, которые пригодны для такой секьюритизации, включают поступления по государственным программам жилищного строительства, будущие налоговые поступления, земельную и коммерческую ипотеку, поступления от продажи железнодорожных билетов и т.д. Среди государств, которые непосредственно или посредством специальных госорганов использовали данный вид секьюритизации, - Германия, Италия, Бельгия, Франция, Испания.

Изначально сделки секьюритизации активов финансировались исключительно за счет выпуска ценных бумаг. Эмиссионный доход давал в распоряжение SPV средства для покупки активов. В настоящее время вместо эмиссии ценных бумаг в рамках транзакций с ограниченным кругом инвесторов применяются также схемы, основанные на банковском кредитовании. Таким образом, в широком смысле под понятие секьюритизации активов подпадают также транзакции, финансируемые как за счет выпуска ценных бумаг, так и с использованием банковского кредита[25] (см. Приложения, Схема 1).

Проанализировав определения и разобравшись в сущности различных понятий секьюритизации, отметим, что целью данной дипломной работы является анализ секьюритизации именно в узком смысле, т.е. секьюритизации активов (классическая секьюритизация на основе «действительной продажи»), которая обеспечивает рефинансирование активов посредством выпуска ценных бумаг. Все другие возможные варианты секьюритизации, как то: секьюритизация бизнеса, синтетическая секьюритизация, или даже классическая секьюритизация, но финансируемая с использованием банковского кредита, останутся за рамками данной работы.

1.2. Преимущества секьюритизации активов с точки зрения банков

Операции по секьюритизации представляют собой новый подход к деятельности банка с точки зрения как самого банка, управляющего кредитными рисками, так и заемщика, старающегося минимизировать плату за кредитные ресурсы и обеспечить необходимый приток денежных средств. Каждый банк должен решить, какую роль он готов выполнять в процессе секьюритизации - инициатора, создающего пул активов, которые можно будет оформить в виде ценных бумаг и/или обслуживающего кредиты или

[24] Создание правового и рыночного фундамента для развития рынка секьюритизации в России. – Рекомендации Европейского Форума Секьюритизации, февраль 2007. (www.ahml.ru)
[25] Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С.35-36.

другие формы обязательств заемщиков, которые проданы третьему лицу; посредника, в пользу которого переводятся секьюритизированные активы или выступать в роли инвестора, покупающего ценные бумаги, обеспеченные активами.

Использование секьюритизации, как показала практика, эффективно при кредитовании различных секторов экономики: авиационной промышленности, энергетики, экспортно-ориентированных производств, проектного финансирования, сферы телекоммуникаций, внешнеторговой деятельности, транспорта и даже утилизации отходов. Причем секьюритизацию активов могут осуществлять не только банки, но также промышленные и финансовые компании, и даже государство, как мы уже выяснили в предыдущем параграфе.

Таблица 1. Субъекты процесса секьюритизации активов

Субъекты секьюритизации	Виды активов, подлежащих секьюритизации
Банки	Коммерческие кредиты, портфели долговых инструментов, ипотечные ссуды резидентам страны пребывания
Корпорации	Будущие поступления от торговой деятельности, недвижимость
Экспортные агентства	Будущие поступления от кредитов экспортерам
Финансовые компании	Поступления по счетам кредитных карт клиентов, платежи по обеспеченным и необеспеченным ссудам, кредитам малым и средним предприятиям, ссудам на покупку автомобилей
Страховые компании	Будущие страховые премии
Телекоммуникационные компании	Поступления за трансляции, рента за использование оборудования и плата по долгосрочным контрактам
Нефтяные компании	Будущие поступления от импортеров нефтепродуктов
Компании недвижимости	Тайм-шеры, лизинговые поступления, комиссии за обслуживание клиентов
Региональные администрации	Налоговые и прочие бюджетные поступления
Государство	Налоговые и бюджетные поступления, валютные поступления от внешних дебиторов

Источник: Яблонская О.В. Секьюритизация банковских активов: Зарубежный опыт, перспективы развития в России: Дис. канд. экон. наук: Спец. 08.00.10 Москва, 2004 164 с. РГБ ОД, 61:04-8/3903. (www.diss.rsl.ru)

Секьюритизация привлекательна, прежде всего, тем, что разнородный характер активов первоначального их владельца, заинтересованного в привлечении средств, трансформируется в единые характеристики ценных бумаг, выпускаемых специализированной компанией. Существенным достоинством является и то, что эмитентом долговых бумаг является абсолютно прозрачная компания, часто создаваемая специально с целью осуществления данной эмиссии. Дополнительным плюсом секьюритизации является возможность очистить баланс от проблемных активов путем передачи их в специализированную компанию.

Для инвесторов вложения денежных средств в секьюритизированные активы безопасней, чем в традиционные ценные бумаги. Для подтверждения данного тезиса обратимся к известному исследователю американского рынка секьюритизации Эндрю Дэвидсону и его соавторам, которые на основе статистических данных изучили среднегодовую доходность и рискованность различных инвестиций за период январь 1993 г. – март 2002 г. и пришли к весьма интересным выводам.[26] Выяснилось, что ценные бумаги, обеспеченные активами (Asset-backed securities, ABS) и ипотечными кредитами (Mortgage-backed securities, MBS) оказались менее рискованными (при учете стандартного отклонения доходности) инструментами, чем индекс долгосрочных государственных облигаций и агрегированный индекс облигаций компании Lehman Brothers. Причину более низких уровней риска, характерных для MBS и ABS, Эндрю Дэвидсон видит в относительно меньших сроках обращения ABS и MBS (поскольку домовладельцы имеют право досрочно рефинансировать ипотечные кредиты). В результате MBS и ABS отличаются меньшим уровнем риска, нежели долгосрочные казначейские облигации, которые, как правило, не могут быть погашены досрочно. MBS и ABS обеспечивали инвесторам уровни доходности, превосходящие аналогичные показатели индекса долгосрочных государственных облигаций и агрегированного индекса облигаций компании Lehman Brothers (при заданном уровне рисков).

Выход кредитных институтов на рынок ценных бумаг позволяет им восполнять недостаток кредитных ресурсов, привлекая средства под свой кредитный портфель. Традиционно ипотечные кредиты выдавались за счет депозитов клиентов как главного источника финансирования банков. Предоставление дополнительных ипотечных кредитов было возможно либо за счет привлечения дополнительных ресурсов, либо после окончания срока выданных кредитов. С точки зрения банка более разумно сразу после выдачи ипотечного кредита продать свои права кредитора на фондовом рынке, предварительно обратив их в ценные бумаги, и привлечь тем самым дополнительные средства для выдачи новых кредитов. Например, на 2003 год в США неоплаченными оставались около $5,66 трлн., выделенных в качестве кредитов под залог жилья, что составляло примерно 54% от ВВП США, равнявшегося $10,5 трлн. Это было бы невозможным без секьюритизации, которая дает возможность банкам вновь пускать в оборот свой капитал.[27] Таким образом, ипотечные банки рефинансируются, первоначально сконцентрировав выданные кредиты, а затем «распылив» их среди широких слоев инвесторов.

[26] Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003. – P. 41-47.

[27] МакКарти Т. Секьюритизация в России // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №3.

Весьма интересен взгляд ряда западных исследователей проблем структурного финансирования на процесс секьюритизации и на ее последствия. Например, профессор Шварц в статье «Алхимия секьюритизации» приходит к следующим выводам.[28] В соответствии с принципом «сохранения суммы обязательств»[29] процентные ставки не изменяются в зависимости от источника финансирования. В то же время секьюритизация предоставляет принципиально новый источник финансирования – рынок капитала, процентные ставки которого систематически ниже ставок, по которым обыкновенно занимают небольшие или среднего размера фирмы. Таким образом, секьюритизация приносит чистую прибыль до тех пор, пока транзакционные издержки не превышают сумму, сэкономленную за счет уплаты меньшего процента. По мнению Шварца, рынок требует меньший процент, поскольку секьюритизация уменьшает расходы на сбор информации (monitoring costs) о должнике. Даже обеспеченные кредиторы, не говоря уже о необеспеченных, вынуждены контролировать деятельность и финансовое положение должника. В ходе секьюритизации дебиторская задолженность оригинатора продается SPV. В случае банкротства оригинатора требования, проданные SPV, не включаются в конкурсную массу оригинатора, следовательно, риск банкротства SPV сведен к минимуму. Банкротство оригинатора никак не отразится на возможности инвесторов получать платежи по их ценным бумагам. Поскольку источник платежей защищен от рисков оригинатора, необходимость контролировать финансовое положение оригинатора практически исчезает. Хотя риски, связанные с обслуживанием и сбором задолженности, по-прежнему требуют некоторого контроля, эти риски обычно принимаются на себя лицами, предоставляющими так называемую «поддержку кредита» (credit enhancement), или инвесторами в ценные бумаги «младшего» выпуска, бизнес которых заключается в оценке и принятии на себя таких рисков. В то же время ничем не ослабляются и позиции необеспеченных кредиторов оригинатора, так как один тип активов (дебиторская задолженность) просто замещается на другой (денежные средства), а общая сумма необремененных активов, за счет которых они могут удовлетворить свои требования, остается неизменной. Шварц в итоге делает вывод, что секьюритизация предлагает реальное снижение расходов. За счет ликвидации риска банкротства для инвесторов многие компании получают возможность оптимального использования своих наиболее

[28] Schwarcz, Steven L. The Alchemy of Asset Securitization // Stanford Journal of Law, Business & Finance, 133 (1994).

[29] Так называемая теорема «Модильяни-Милера», согласно которой на совершенном рынке структура капитала, т.е. способ разделения общей суммы дохода от инвестиций на различные потоки дивидендов и процентных платежей, не отражается на стоимости фирмы. Любой доход от продажи высококачественных ценных бумаг посредством секьюритизации (именно на совершенном рынке) погашается соразмерными потерями в качестве остальных ценных бумаг, а распределение рисков и доходов фирмы не изменяет общую величину рисков и доходов. (*Прим. автора*).

ценных активов, дебиторской задолженности, получая доступ к относительно дешевому финансированию.

Схожее объяснение популярности секьюритизации, т.н. «гипотезу ухода от конкурсного производства», приводит Кристофер Фрост.[30] По его мнению, секьюритизацию активов можно рассматривать как разумный ответ на несовершенство конкурсного производства. Законодательство предоставляет необеспеченным кредиторам возможность требовать от обеспеченных кредиторов многочисленных уступок. Таким образом, приоритет, имеющийся у обычных обеспеченных кредиторов, не в полной мере защищает их права. Секьюритизация же позволяет кредиторам SPV без потерь избежать конкурсного производства оригинатора и связанных с ним проблем.

Другой исследователь – ЛоПаки – в работе «Смерть ответственности» развивает идеи Шварца, но принимает в расчет совсем не интересы кредиторов оригинатора.[31] По его мнению, фирмы используют секьюритизацию для того, чтобы обезопасить себя от неблагоприятных имущественных последствий судебного решения, вынесенного не в их пользу. В качестве примера ЛоПаки приводит корпорацию Exxon, которая при помощи множества секьюритизированных сделок избавлялась от всех своих активов, распределяя выручку среди акционеров в качестве дивидендов. Таким образом, у корпорации не оставалось ни активов, ни ответственности. В то же время по условиям сделок все проданные активы находились в управлении Exxon.

ЛоПаки обобщает, что рынок предпочитает компании, защищенные от неблагоприятного судебного решения, те компании, которые успешно избегают ответственности. Свидетельством такого предпочтения рынка являются меньшие затраты на финансирование. По выражению ученого, «*секьюритизация активов является "серебряной пулей", которая убивает ответственность*». Те немногие попытки атаковать секьюритизационные структуры в суде при рассмотрении дел о банкротстве всякий раз терпели неудачу. ЛоПаки полагает, что преимущества секьюритизации зависят от надежности изоляции секьюритизируемых активов от конкурсной массы – в сущности, от возможности наступления ответственности. Если суды разрушат заведенный механизм секьюритизации активов, руководствуясь фактически только соображениями этики, тем самым будет нивелировано главное преимущество секьюритизации над более традиционным способом привлечения средств - эмиссией долговых обязательств.

Приведенные концепции Шварца, Фроста и ЛоПаки имеют общий недостаток: преимущества секьюритизации, которые в них указаны, нельзя признать

[30] Барейша И. Секьюритизация: причины успеха // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №4.
[31] Lynn M. LoPucki The Death of Liability // The Yale Law Journal, Vol. 106, No. 1 (Oct., 1996). (www.jstor.org)

самодостаточными для того, чтобы побудить крупные и благополучные фирмы секьюритизировать активы. В этой связи обратимся к сложившейся международной практике и выделим целую совокупность насущных проблем, которую процесс секьюритизации помогает решить банкам.

Во-первых, проблему повышения ликвидности. Превращая часть неликвидных активов в ценные бумаги, банк имеет возможность путем их продажи на рынке привлечь средства и вложить их в менее рисковые или более ликвидные активы. Банки, особенно крупные, постоянно испытывают нехватку ликвидности, имея чрезмерную сумму рискованных активов. Из-за этого они подвергаются давлению контрольных банковских органов, требующих улучшить структуру портфеля и повысить значение коэффициентов ликвидности. Для решения этой проблемы банки после предоставления ссуды передают часть рискованных активов инвестору, вынося их за баланс. К секьюритизации банк может обратиться и в случае, когда его активы находятся в слишком «замороженном» состоянии по сравнению с показателями, установленными банковским законодательством. Таким образом, преимущества управления ликвидностью с помощью секьюритизации состоят в создании возможностей не только для эффективного размещения банковских ресурсов, но и для переноса рисков по активам на третьих лиц.

Во-вторых, банкам легче соблюдать требования достаточности капитала (H1) .В результате вывода рискованных активов за баланс (путем оформления их в ценные бумаги) уменьшается объем активов, взвешенных по степени риска, т.е. значение знаменателя данного показателя уменьшается, следовательно, норматив повышается.

В третьих, секьюритизация помогает банку получить дополнительную прибыль за счет повышения доходности банковских операций. Прежде всего, превращая активы в долгосрочные ценные бумаги, банки получают доступ к более дешевым, долгосрочным ресурсам. Далее, продавая ссуды, банки получают дополнительную возможность разместить полученные денежные средства в новые активы и получить дополнительный доход. Полученная в результате банковская прибыль будет равна разнице между процентом по кредиту и процентом по проданным ценным бумагам ценным бумагам плюс проценту по вновь предоставленным кредитам. При этом процент более высокий, чем по проданным ценным бумагам. Помимо этого банки получат вознаграждение за обслуживание, инкассацию процента и платежей по основному долгу, а также за экспертизу и надежность условий;

В-четвертых, секьюритизация помогает снижать стоимость заимствований. Это связано с продажей «хороших» активов, риск по которым невелик. В этом случае дисконт по ценной бумаге будет низок, он может быть даже ниже чем по межбанковскому кредиту, что и приведет к «дешевым» деньгам. К тому же стоит отметить, что срок ценной бумаги не всегда совпадает со сроком погашения самого кредита, он может быть меньше, следовательно, банк, уменьшив риск по ценной бумаге, не снижает общей прибыльности активов. Одновременно решается еще одна проблема – защита от кредитных рисков.

Наконец, секьюритизация решает проблему диверсификации риска. Под обеспечение средне- или долгосрочными кредитами можно осуществить несколько выпусков краткосрочных ценных бумаг. Ведь чем меньше срок кредита, тем меньше риск и процентная ставка за кредит. Получая ресурсы от продажи краткосрочных бумаг, банк может использовать их для более надежного размещения, что позволит покрыть кредитный риск от низких процентных ставок, и от непогашения кредита. В процессе секьюритизации происходит распределение риска на всех его участников. Невозврат кредита, в конечном счете, может повлечь за собой и непогашение или реструктуризацию долга. Однако благодаря тому, что все кредиты обеспечены (бланковые кредиты среди этой группы кредитов за исключением кредитных карточек, как правило, отсутствуют), выпускаемые ценные бумаги оформляются на срок, превышающий срок кредита, так как обеспечение может быть реализовано в течение месяца, а иногда и ранее. Диверсификация риска происходит также благодаря диверсификации портфелей банков. Банки имеют возможность как бы выдавать одну и ту же ссуду разным клиентам на разные сроки, цели, под различное обеспечение, и по разной процентной ставке.

1.3. Эволюция инструмента секьюритизации на примере США

Ипотечные кредиты стали первым типом активов в сделках секьюритизации. Действительно, ипотечные кредиты благодаря длительному периоду кредитования, низким рискам и предсказуемым денежным потокам, а также благодаря некоторым историческим причинам (например, заинтересованности государства в развитии ипотечного кредитования) являются идеальным активом для секьюритизации.

С 30-х до начала 70-х гг. типичной ипотечной ссудой являлась долгосрочная (30 лет) ссуда с фиксированной процентной ставкой и амортизацией основной суммы займа в течение всего срока действия. В 70-е годы в условиях высокой инфляции и усилившегося колебания процентных ставок широкое распространение получили ссуды с плавающей ставкой и различными вариантами погашения задолженности. Специальных бумаг для финансирования ипотечных кредитов не было. Займы выдавались за счет средств, привлеченных кредитными учреждениями в общем порядке (чаще в виде вкладов).[32]

---

[32] Рубцов Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №6.

Со времен Великой депрессии поддержка программ жилищного строительства и ипотечного кредитования была одной из целей политики федеральных властей в США. С этого времени ABS в форме MBS (mortgage backed securities) становится частью политики, направленной на снижение стоимости жилья. Основной целью федеральных программ было придание ипотечным кредитам большей ликвидности путем создания вторичного рынка. В 1930 г. конгресс в рамках своего решения «консолидировать и координировать усилия правительства, касающиеся ветеранов войны» создал Администрацию по делам ветеранов (The Veterans Administration). В рамках этого органа были созданы Бюро по делам ветеранов (Veterans Bureau), Пенсионное бюро департамента внутренних дел (the Bureau of Pensions of the Interior Department) и Национальный дом инвалидов (National Home for Disabled Volunteer Soldiers). Помимо иной деятельности, Администрация по делам ветеранов помогала ветеранам приобретать жилье, гарантируя их ипотечные кредиты.[33]

27 июня 1934 г. в качестве одной из мер восстановления экономики был принят Национальный жилищный закон (National Housing Act). Он предусматривал создание Федеральной жилищной администрации (Federal Housing Administration, FHA), возглавляемой Федеральным жилищным администратором (Federal Housing Administrator).

Титул III Закона предусматривал создание Национальным жилищным администратором национальных ипотечных ассоциаций. Эти ассоциации создавались в организационно правовой форме частных корпораций (private corporations), управляемых администратором. Главной задачей ассоциаций были операции с ипотечными кредитами, обеспеченными FHA в соответствии с Титулом II Закона. В соответствии с приведенными нормами была создана лишь одна ассоциация: 10 февраля 1938 г. была инкорпорирована дочерняя компания Reconstruction Finance Corporation, которая в свою очередь является государственной корпорацией. Изначально эта дочерняя компания именовалась Национальной ипотечной ассоциацией Вашингтона (National Mortgage Association of Washington); однако уже в том же году компания была переименована и стала называться Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Federal National Mortgage Association, FNMA, или Fannie Mae). Основная деятельность компании была сосредоточена на создании вторичного рынка для ипотечных кредитов. Fannie Mae была уполномочена покупать и продавать ипотечные кредиты, обеспеченные Федеральной жилищной администрацией (FHA) и Администрацией по делам ветеранов (начиная с 1944 г.).

[33] Казаков А. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №19.

Деятельность компании способствовала ускорению оборота активов и притоку средств на рынок ипотечного кредитования.[34]

По сути дела, большую часть своего существования Fannie Mae функционировало как национальное ссудно-сберегательное учреждение – в том смысле, что оно занималось аккумулированием финансовых средств путем выпуска собственных долговых обязательств.[35] На них оно выкупало ипотечные кредиты, которые помещались в его портфель. В 1968 г. статья расходов на содержание Fannie Mae была исключена из государственного бюджета, и агентство было воссоздано как акционерное общество, «поддерживаемое государством» (government-sponsored enterprise). В 1970-е гг. основным направлением его деятельности являлось приобретение стандартных ипотечных кредитов (conventional mortgages), но не ипотечных кредитов, гарантированных государством (government-insured mortgages).

Как следствие этой трансформации в 1968 г. в США Fannie Mae была разделена на два самостоятельных юридических лица – Правительственная национальная ипотечная ассоциация (Government National Mortgage Association, GNMA, или Ginnie Mae), вторая сохранила наименование как Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Federal National Mortgage Association). Ginnie Mae осталась под контролем правительства, а Fannie Mae после приватизации акций, принадлежавших правительственной корпорации, стала компанией, полностью контролируемой частными лицами. Ginnie Mae с 1968 г. оставалась компанией, 100% акций которой контролировались государством. Компания работает на рынке ипотечных кредитов, предоставляемых покупателям жилья с низкими или средними доходами.

Уже в начале 1960-х процентные ставки по ипотечным кредитам значительно изменялись от города к городу. Ипотечный рынок был непредсказуемым, и получить кредит было достаточно трудно. Ни государство, ни частные банки не могли в одиночку удовлетворить потребность в финансировании жилищных программ. Перед созданной в 1970 г. Федеральной корпорацией ипотечного кредитования (Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC, или Freddie Mac) были поставлены схожие задачи: стабилизировать национальный рынок ипотечного кредитования и увеличить возможности приобретения жилья.[36] По аналогии с Fannie Mae, агентство Freddie Mac при создании получило статус «поддерживаемой государством организации».

[34] Казаков А. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №19.
[35] Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003. – P.76.
[36] Казаков А. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №19.

Три указанные компании не только и не столько непосредственно предоставляют заемщикам ипотечные кредиты, в основном они гарантируют исполнение обязательств по выданным частными компаниями ипотечным кредитам. Действуя в качестве вторичного рынка ипотечных кредитов в начале 1980-х гг., Freddie Mac, Ginnie Mae и Fannie Mae покупали права требования по кредитам у частных заимодавцев, пулировали эти активы и выпускали на рынок ценные бумаги, обеспеченные пулами. Таким образом, секьюритизация стала основным инструментом проведения в жизнь политики правительства, направленной на уменьшение стоимости ипотечного кредитования.

В 1970 г. Ginnie Mae разработало первую конструкцию секьюритизации и выпуска ценных бумаг pass-through. Через достаточно короткий промежуток времени, уже в 1971 г., Freddie Mac осуществило первую программу по выпуску ценных бумаг pass-through с покрытием в виде стандартных ипотечных кредитов.[37]

Организации предъявляют жесткие требования к качеству ипотечных кредитов. Принимаются кредиты, застрахованные Федеральной жилищной администрацией (FHA) или Администрацией по делам ветеранов (VA). Прочие ссуды требуют обязательной страховки в части, превышающей 75% стоимости недвижимости. При этом максимальное соотношение ссуда/стоимость (коэффициент покрытия) имущества колеблется в диапазоне от 70 до 95%, в зависимости от конкретного случая. Fannie Mae разработала критерии, которым должна отвечать каждая ипотека, например критерии оценки недвижимости, а также соотношение доходов должника и выплат по ипотеке и иных обязательных платежей (не более 36%). Ссудодатель имеет возможность, как продать ипотеку Fannie Mae, так и передать ее для выпуска mortgage-backed securities.[38]

Необходимо отметить, что поскольку Ginnie Mae находится на финансировании федерального бюджета и входит в состав Министерства жилищного строительства и городского развития, то выпущенные им ценные бумаги обеспечиваются прямой гарантией федерального правительства США. В свою очередь агентства Freddie Mac и Fannie Mae являются частными компаниями и ни одна из них не имеет прямых государственных гарантий по выпускаемым ими ценным бумагам; однако оба они имеют опосредованные гарантии государства.

Исследования Сандерса (2002) и Эмброуза и Варги (2002) выявили тот факт, что процентные ставки по выпущенным агентствами Fannie Mae и Freddie Mac ценным бумагам ниже, чем по инвестиционным инструментам, имеющим одинаковый или

[37] Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003. – P.77.
[38] Рубцов Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №6.

близкий рейтинг и выпускаемым коммерческими банками. Следовательно, ипотечный рынок предполагает, что федеральное правительство окажет необходимую финансовую поддержку «поддерживаемым государством организациям» в случае их неплатежеспособности.[39]

29 января 2003 года было опубликовано другое исследование – Томаса Стентона (Thomas H. Stanton, for the Anthony Cluff Research Fund of the Financial Services Roundtable), в котором он, в том числе со ссылками на других авторов, дает описание льгот и привилегий Fannie Mae и Freddie Mac:

- возможность получения каждой из организаций займа от Казначейства США в размере до 2,25 миллиардов долларов;
- освобождение каждой из организаций от большинства государственных и местных налогов;
- освобождение каждой из организаций от регистрации ценных бумаг в Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам;
- возможность допуска в целом долговых ценных бумаг и ипотечных ценных бумаг каждой из организаций для совершения операций на открытом рынке, в частности, покупки данных ценных бумаг банками, входящими в Федеральную резервную систему;
- разрешение каждой из организаций осуществлять выпуск и перевод ценных бумаг через электронную систему бездокументарных ценных бумаг Федеральной Резервной системы, которая используется для выпуска и переводов государственных ценных бумаг.[40]

Наличие косвенной государственной поддержки, безусловно, влияет на кредитное качество ценных бумаг, выпускаемых этими организациями, и, таким образом, на их инвестиционную привлекательность. Это подтверждается и масштабами рынка ипотечных ценных бумаг в США, являющегося крупнейшим мировым рынком такого рода инструментов. Стоит также отметить, что в связи с особым статусом Fannie Mae и Freddie Mac, в ценные бумаги этих организаций могут инвестироваться средства государственного бюджета. Комитет по открытому рынку ФРС уполномочен покупать и продавать их при проведении денежно-кредитной политики.[41]

---

[39] Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003. – P.78.

[40] Демушкина Е. Определение правового статуса ипотечной ценной бумаги // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №24.

[41] Рубцов Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №6.

Для того чтобы предоставить инвесторам больший выбор (и больший спектр инструментов для хеджирования рисков), аналитики с Уолл-стрит разработали альтернативную инвестиционную конструкцию, использование которой впоследствии позволило значительно расширить класс инвесторов в MBS.[42] В 1983 г. агентство Freddie Mac впервые выпустило долговые обязательства, обеспеченные пулом ипотек и предусматривающие управление потоком платежей – collateralized-mortgage obligation, CMO. Они имели простую структуру, состоящую из ценных бумаг трех классов (траншей) – краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные, - которые обеспечивались единым пулом ипотек.

Спустя 2 года, в 1985 году, First Boston провел андеррайтинг публичного размещения ценных бумаг общей номинальной стоимостью в 192 млн. долл., обеспеченных пулом требований к покупателям компьютеров в кредит.[43] Изначальным кредитором выступала Sperry Corporation. Однако еще большее влияние на развитие секьюритизации оказал приход General Motors (в лице General Motors Acceptance Corporation) на рынок ABS. Именно этот год можно по праву считать началом эры секьюритизации неипотечных активов.

Вслед за банками секьюритизацию активов начинают осуществлять и другие финансовые институты. Секьюритизация обеспечила новыми финансовыми инструментами таких институциональных инвесторов как страховые компании, пенсионные фонды и др. Первые сделки секьюритизации неипотечных активов основывались на структурах, разработанных на рынке MBS. В качестве андеррайтеров по этим сделкам выступали исключительно инвестиционные банки, которые к тому времени уже приобрели определенный опыт и репутацию с выпусками MBS. В первую очередь андеррайтерами выступали: Salomon Brothers, First Boston и Drexel Burnham Lambet.

Шаг за шагом различные классы активов вовлекались в процесс секьюритизации. Так, самым популярным после ипотечных кредитов активом стали продажи автомобилей в кредит. Этот актив имеет весьма хорошие характеристики, делающие его привлекательным для структурного финансирования. Более того, у прав требования к покупателям автомобилей в кредит есть и преимущества перед ипотечными кредитами: ввиду значительно более короткого срока кредита финансовые потоки обладают большей предсказуемостью, а меньшие размеры кредитования и длительная позитивная кредитная история вызывают доверие у инвесторов.

[42] Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003. – P.78-79.
[43] Маршалл Дж.Ф. Финансовая инженерия. – М.: Инфра-М, 1998. – С.473.

Первой значительной сделкой секьюритизации прав требования банка к владельцам кредитных карт было частное размещение в 1986 г. ценных бумаг общей номинальной стоимостью 50 млн. долл.[44] Эта сделка продемонстрировала, что больший доход от активов, составляющих пул, может компенсировать более значительные по сравнению с классическими классами активов ожидаемые потери по кредитам и более высокие административные расходы.

В 90-х годах секьюритизация приобрела еще более разветвленный характер, а приоритетным направлением на рынке стала секьюритизация будущих денежных потоков. В качестве предмета секьюритизации начали появляться такие классы активов как авиационные билеты, телефонные счета и коммунальные платежи, выигрыши в лотереи, а также доходы от будущих продаж музыкальных записей.

Первой транзакцией по секьюритизации авторских гонораров была секьюритизация будущих поступлений на сумму 55 млн. долларов от продаж музыкального альбома Дэвида Боуи.[45] При этой транзакции были эмитированы ценные бумаги, которые получили название «Bowie Bonds». Потом для обозначения подобных ABS стало использоваться это название как имя нарицательное. Активы, которые секьюритизируются в этих сделках обычно состоят из денежных поступлений, обусловленных наличием авторских прав на какой-либо музыкальный альбом. Часто собственности на альбом часто может одновременно принадлежать композитору, звукозаписывающей компании, исполнителю и менеджеру. Каждый из этих владельцев имеет право по-своему распоряжаться музыкальным произведением и получать за это соответствующие платежи. Для целей секьюритизации эти поступления поступают в специальный траст, исполняющий роль SPV, для последующих выплат инвесторам.

Можно выделить три фактора, благоприятствующих развитию секьюритизации как финансового инструмента:

1. Государственная поддержка;
2. Льготный режим налогообложения;
3. Развитие компьютерных технологий.[46]

Во-первых, как мы уже выяснили, важную роль в становлении секьюритизации сыграло государственное регулирование.

Во-вторых, налоговые правила также стимулировали появление новых инструментов секьюритизации. Например, так называемый ипотечный кондуит (real estate mortgage

---

[44] Comptroller's Handbook on Asset Securitization, November 1997. (www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf)
[45] Петрова Н.А. Секьюритизация активов: зарубежный опыт и российская практика // Дипломная работа. – Финансовая Академия при Правительстве РФ. – 2005. – 111 с. (www.mirkin.eufn.ru)
[46] Солдатова А.О. Секьюритизация лизинговых активов: Дис. канд. экон. наук: Спец. 08.00.10 Москва, 2006 184 с. РГБ ОД, 61:06-8/2093. (www.diss.rsl.ru)

investment conduit, REMIC) обязан своему появлению Закону о налоговой реформе 1986 года (Tax Reform Act of 1986), согласно которому он освобождается от налогообложения. REMIC создавался главным образом для эмиссии нескольких классов (выпусков) ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами или недвижимостью.[47]

Другой пример, инвестиционные трасты для секьюритизации финансовых активов (financial asset securitization investment trust, FASIT) были созданы в 1996 г. в ответ на просьбы участников рынка кредитных карт обеспечить такой же механизм налогообложения при секьюритизации возобновляемых (револьверных) неипотечных активов, что и при организации REMIC.[48] В общем случае FASIT создается в тех случаях, когда сформирован пул долговых инструментов и выпускается один класс ценных бумаг вида ownership interests (аналог участия в капитале) и один или несколько классов ценных бумаг вида regular interests (бумаги с регулярной выплатой процентов). При этом бумаги вида ownership interests должны находиться в собственности единственной корпорации-резидента, а бумаги вида regular interests должны принадлежать налогооблагаемым корпорациям-резидентам. FASIT не является субъектом налогообложения, т.к. его активы и обязательства рассматриваются как активы и обязательства владельца ценных бумаг вида ownership interests. Таким образом, именно последний является субъектом налогообложения по налогу на чистый доход от сделки секьюритизации, причем из него не могут вычитаться убытки, понесенные владельцем ownership interests по операциям, произведенным вне FASIT.

В-третьих, стимулом к развитию секьюритизации можно справедливо считать распространение компьютерных и информационных технологий. Улучшение возможностей получения информации облегчило продажу размещаемых па рынке капитала ценных бумаг. Более низкие транзакционные издержки в результате развития компьютерных технологий позволили финансовым учреждениям при невысоких затратах формировать финансовый портфель из ссуд (например, ипотечных ссуд, т.е. закладных) различного номинала. Номиналы и процентные платежи по «разнокалиберным» ссудам суммировались в пул, после чего уже составляли единый номинал и единую величину процентных платежей по портфелю. Такой финансовый инструмент уже становился обращаемым. Разделив портфель ссуд на стандартизованные части, финансовые учреждения могли затем продавать право требования на процентные и основные выплаты третьим лицам как обычные ценные бумаги.

[47] Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003. – P. 20-23.
[48] Там же.

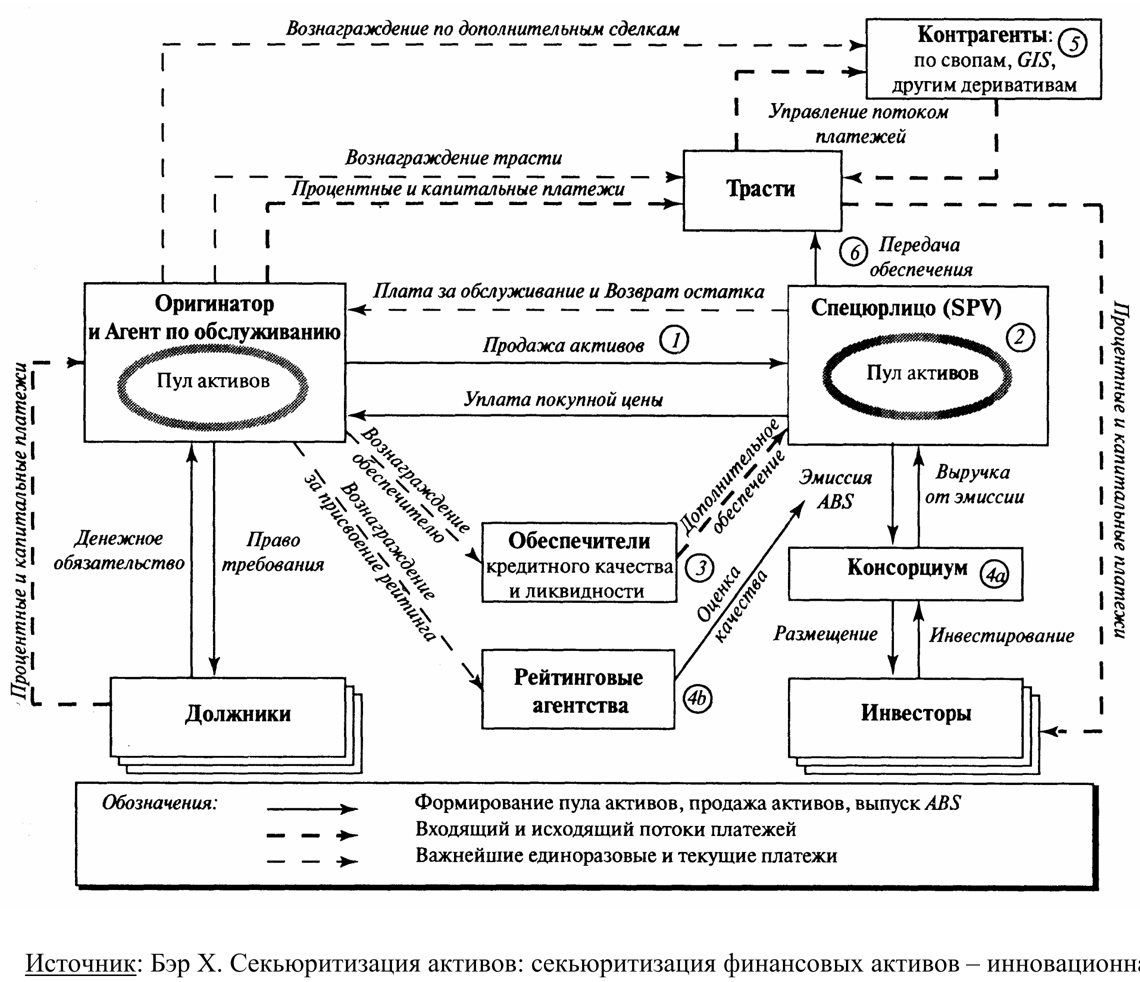
Глава 2. Зарубежный опыт использования инструмента секьюритизации банковских активов

2.1. Механизм секьюритизации активов и его участники

Процесс секьюритизации представляет собой весьма сложную многоэтапную операцию, в которую вовлечено множество финансовых учреждений и используются различные инструменты финансового рынка.

Выделенные активы (Assets) предприятия (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. Активы могут принадлежать как банкам, так и нефинансовым организациям, например торговым или промышленным предприятиям, лизинговым или авиакомпаниям.

Схема 2. Базовая схема секьюритизации активов



Источник: Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С.29.

Основной механизм секьюритизации 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 на международных финансовых рынках. При этом активы оригинатора продаются <u>специально созданному для этих целей юридическому лицу</u> (Special Purpose Vehicle, SPV) и, как правило, полностью списываются с баланса предприятия (Off-Balance Sheet). Это Спецюрлицо 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, либо в полном противоречии с этимологией термина «секьюритизация» - путем получения синдицированного еврокредита.

Благодаря созданию Спецюрлица 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).

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 <u>агент по обслуживанию</u> (Service Agent). 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 Спецюрлица и которое выполняет функции платежного агента по выпущенным ценным бумагам (ABS). Доверенное лицо и оригинатор, выступающий 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).

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.

В мировой практике существуют три основных подхода к регулированию правовой формы создаваемого спецюрлица:

- Модель корпорации / SPV (Великобритания, Ирландия, Италия, Германия, Нидерланды): Эмитентом является корпорация.
- Модель фонда (Франция, Бельгия, Испания): Эмитентом выступает фонд.
- Модель траста: Траст не используется в континентальной Европе.[49]

Остановимся чуть более подробно на модели траста, которая используются при секьюритизации в США. Получаемый на уровне траста доход, как правило, не подлежит налогообложению. Включение в сделку траста не только минимизирует налоговое бремя эмитента, но и обеспечивает юридическое отделение пула финансовых активов, переданных трасту. В результате при банкротстве компании-оригинатора имущество траста, защищенного от банкротства, не подлежит консолидации с иными активами несостоятельного должника. Структурирование позволяет инвесторам продолжать получать платежи, порождаемые пулом активов, без каких-либо задержек и перерывов.[50]

---

[49] Создание правового и рыночного фундамента для развития рынка секьюритизации в России. – Рекомендации Европейского Форума Секьюритизации, февраль 2007. (www.ahml.ru)
[50] Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003. – P.20.

Существует различные типы эмитентов, создаваемых в форме траста. Самым простым является grantor trust – этот тип эмитентов характеризуется тем, что выплаты основного долга и процентные платежи, генерируемые секьюритизируемыми активами, просто «пропускаются» (pass through) через них и тем самым передаются инвесторам. Grantor trust может быть структурирован в виде ценных бумаг одного либо нескольких классов. При использовании данного вида траста для проведения секьюритизации ни один из классов ценных бумаг не может иметь преимуществ с точки зрения сроков выплат основного долга. По всем классам ценных бумаг выплата основного долга производится по идентичному графику, за исключением тех случаев, когда бумаги субординированного (младшего) класса принимают на себя убытки, связанные с невозвратом кредитов. Таким образом, средний срок обращения является одинаковым для всех классов ценных бумаг, выпущенных таким трастом. Трасты вида grantor trust могут быть использованы для секьюритизации практически любых долговых инструментов, но чаще всего – при секьюритизации автомобильных кредитов.

Трасты вида owner trust являются более гибким типом эмитентов, поскольку могут выпускать разнообразные классы ценных бумаг, которые имеют различные сроки погашения. Это позволяет привлечь более широкий круг инвесторов. В отличие от grantor trust, при использовании формы owner trust график выплат основной суммы может отличаться от временной структуры потока платежей, который генерирует покрытие. Трасты вида owner trust чаще всего используются при секьюритизации автомобильных кредитов, образовательных кредитов, вторичных ипотек (HELs), кредитов, выдаваемых для приобретения оборудования.

Организационная форма revolving trust используется, как правило, при секьюритизации кредитов, выданных по кредитным картам, и кредитных линий в рамках вторичной ипотеки, в связи с возобновляемым характером покрытия. Размеры задолженности по каждому конкретному кредиту изменяются каждый раз, когда держатель карты вносит очередной платеж в счет уплаты долга, или определенная суммам списывается со счета домовладельца-должника. Существуют две отличные фазы в течение периода существования revolving trust: период возобновляемого кредита (или «револьверный» период) и период амортизации. В течение «револьверного периода» инвесторы получают только процентные платежи. Любые платежи в счет погашения суммы основного долга, производимые в этот период держателями кредитных карт, реинвестируются. В период амортизации основная сумма выплачивается либо равными долями в установленный промежуток времени, либо единовременно.

Траст вида master trust является одним из видов «возобновляемого траста», специально приспособленным для секьюритизации долговых обязательств по кредитным картам. Использование master trust позволяет эмитенту проводить несколько сделок секьюритизации на основе одного пула карточных счетов. Например, эмитент может выпустить многотраншевые ценные бумаги, обеспеченные поступлениями по карточным счетам в размере 1 млрд. долл. Позднее тот же эмитент может провести еще одну секьюритизацию на 1 млрд. долл., дополнительно передав тому же трасту поступления на соответствующую сумму. Все ценные бумаги, выпущенные к этому моменту, будут обеспечиваться денежными поступлениями на общую сумму 2 млрд. долл. Теперь как основной долг, так и избыточный спред могут быть распределены между ценными бумагами, выпущенными одним трастом. Структура возобновленного master trust имеет несомненные преимущества, поскольку позволяет избежать издержек, связанных с учреждением и обслуживанием отдельных трастов для каждой сделки секьюритизации. К тому же в таком случае пул финансовых активов может быть более крупным, а значит и более диверсифицированным.[51]

Помимо уже описанной нами классической схемы секьюритизации, существует также схема с использованием так называемого кондуита, имеющего усложненную структуру. В отличие от обычных сделок в такой секьюритизации наряду с SPV, выпускающем обеспеченные накопленным пулом облигации, привлекается еще два специальных юридических лица: во-первых, SPV, накапливающее денежные требования (SPV аккумулятор); во-вторых, кондуит, занимающийся привлечением денежных средств для финансирования накопления пула, концентрируемого на балансе SPV аккумулятора. SPV, накапливающее активы, в обиходной лексике также иногда называют кондуитом. Однако в действительности кондуитная деятельность является специфическим бизнесом по привлечению денежных средств путем выпуска краткосрочных ценных бумаг, а также оказанию услуг по привлечению «коротких» денег другим участникам рынка.[52]

В Европе существует большое число небольших продавцов, которые готовы секьюритизировать пулы активов размером 10-200 млн. евро, но не способны сформировать «обычный» пул в размере 300 млн. евро и более, пригодный для публичной сделки. Реализация программы (кондуита) с несколькими продавцами является наиболее эффективным механизмом для продавцов активов, располагающих небольшими пулами.[53]

---

[51] Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003. – P.20-22.

[52] Толстухин М. Использование кондуитов при секьюритизации финансовых активов // Рынок ценных бумаг. – 2007. – №2.

[53] Создание правового и рыночного фундамента для развития рынка секьюритизации в России. – Рекомендации Европейского Форума Секьюритизации, февраль 2007. (www.ahml.ru)

Такие активы обычно финансируются посредством выпуска коммерческих бумаг (asset backed commercial paper, ABCP). Рынок бумаг типа ABCP имеет объем 600 млрд. долл. и является очень ликвидным. Позволяя аккумулировать значительные пулы кредитов, а также используя низкие процентные ставки рынка краткосрочных ценных бумаг, секьюритизация с использованием кондуитов приводит к очень значительному снижению издержек на осуществление секьюритизации.[54]

Структура сделки секьюритизации активов с использованием кондуита может выглядеть следующим образом (см. Приложения, Схема 3):

- банк «создает» SPV, накапливающее ипотечные кредиты банка по мере их возникновения;
- первая «партия» кредитов финансируется за счет кредита самого банка, либо иного банка, либо кондуита;
- последующее приобретение кредитов финансируется за счет выпуска ценных бумаг, выкупаемых кондуитом, который использует данные ценные бумаги в качестве обеспечения для выпуска своих краткосрочных ценных бумаг;
- после накопления пула кредитов необходимого объема SPV аккумулятор продает его другому SPV, которое и будет осуществлять выпуск обеспеченных пулом кредитов облигаций.[55]

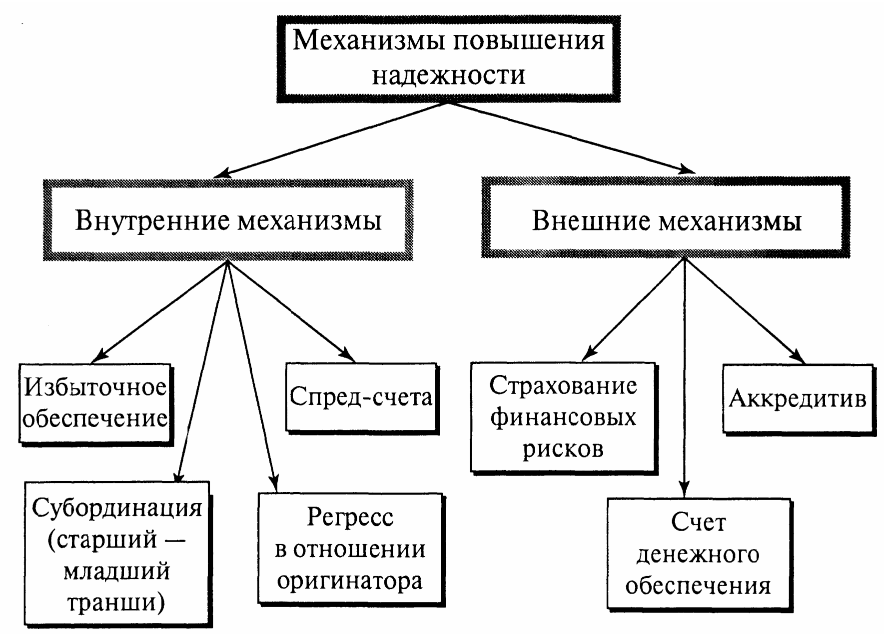
Важной составляющей любой сделки секьюритизации является механизм повышения надежности ценных бумаг (Credit Enhancements), под которым понимается предоставление дополнительного обеспечения, например гарантий на случай неисполнения должниками обязательств или кредитных линий, улучшающих ликвидность, что позволяет улучшить кредитное качество активов, стабилизировать порождаемый ими поток платежей и тем самым сделать ценные бумаги более привлекательными для инвесторов. Целью повышения надежности является, прежде всего, повышение рейтинга и вытекающее отсюда возрастание спроса и ликвидности ценных бумаг.

В последние годы было разработано множество способов (техник), применимость которых зависит, в частности, от вида секьюритизируемых активов, степени известности определенных видов структурирования, рейтинга, который оригинатор хотел бы получить, и предпочтений инвесторов. В целом, все механизмы повышения надежности ценных бумаг можно разделить на прямые и косвенные (или же внутренние и внешние).

---

[54] Создание правового и рыночного фундамента для развития рынка секьюритизации в России. – Рекомендации Европейского Форума Секьюритизации, февраль 2007. (www.ahml.ru)
[55] Толстухин М. Использование кондуитов при секьюритизации финансовых активов // Рынок ценных бумаг. – 2007. – №2.

Схема 4. Способы повышения надежности (Credit Enhancement)



Источник: Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С.226.

Помимо указанных существуют и другие способы: метод платежного события (Payout Events), страхование пула (Pool Insurances), передача ликвидного обеспечения в траст (Cash Collateral Trusts), субординированный заем (Subordinated Loans), инвестиционные счета (Cash Investment Accounts), обеспечительные счета (Turbo-Cash Collateral Accounts), договор замены кредитных требований (Loan Substitution Contracts), соглашение о выкупе в случае дефолта (Default Repurchase Agreements) или аккредитив с условием (Triggered Letters of Credit).[56]

Поскольку перечисленные способы повышения надежности являются либо специфическими комбинациями нескольких техник, либо применимы лишь для ограниченного круга сделок – секьюритизации ипотечных требований или поступлений по кредитным картам, рассмотрим вкратце лишь основные из способов.

Избыточный поток платежей (excess interest). В идеальном случае процентная разница между процентными платежами должников (Cash-In-Flows) и купонными выплатами по ценным бумагам (Cash Out-Flows) должна быть такой, чтобы помимо удовлетворения требований инвесторов предоставить в распоряжение оригинатора маржу, достаточную для покрытия неплатежей и всех транзакционных расходов. К тому же к выплатам инвесторам следует прибавить затраты на оплату услуг обслуживающей компании (Servicer), расходы на юридических консультантов и рейтинговым агентствам

[56] Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С.225-226.

(см. Приложения, Схема 5). Эти расходы в обычном случае компенсируются за счет спреда между потоком платежей, который порождают требования, и выплатами по ценным бумагам. Если вычесть из этой общей доходности купонный платеж инвесторам, а также совокупные потери в результате дефолтов и комиссионное вознаграждение обслуживающей компании и обеспечителю (Credit Enhancer), получается, что после удержания основных затратных компонентов останется еще достаточное количество базисных пунктов для покрытия непредвиденных расходов и чрезвычайных убытков.

Часть средств, которая остается после удовлетворения требований инвесторов и покрытия транзакционных издержек, называется избыточным потоком платежей (Excess Cash Flow). Эта остаточная сумма в большинстве случаев служит первоочередным источником для покрытия потерь по кредитам.[57]

При субординации эмиссия расщепляется на несколько траншей. По меньшей мере, она разделяется на два транша, которые обозначают «А/В-транш» или «старший – младший транш» (Senior/Junior Tranche). В случае, если имеет место неисполнение или задержка исполнения требований, то сначала «обрезается» поток платежей, предназначенный для выплат владельцам ценных бумаг младшего транша, чтобы полностью удовлетворить требования по старшему траншу. Выплаты по младшему траншу осуществляются лишь тогда, когда требования владельцев ценных бумаг старшего транша будут полностью удовлетворены. Подробней о видах структурирования, применяемых в мировой практике секьюритизации, будет рассказано в следующем параграфе, посвященному анализу видов обеспеченных ценных бумаг.

Избыточное обеспечение (overcollateralization) является видом субординации и представляет собой разницу между номинальной суммой, на которую выпущены ценные бумаги, и размером основной суммы долга по покрытию. Первоначальный размер избыточного обеспечения определяется в момент эмиссии ценных бумаг. Например, если выпускаемые ценные бумаги на сумму 100 млн. долл. обеспечены финансовыми активами в размере 102 млн. долл., то избыточное обеспечение составляет 2 млн. долл. Иными словами, величина избыточного обеспечения равняется 2%. Это означает, что данная сделка может выдержать потери, равные величине избыточного обеспечения плюс избыточный поток платежей (если таковой имеется), прежде чем держатели бумаг старших классов понесут убытки.[58]

---

[57] Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С.196-200.

[58] Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003. – P.25-26.

Спред-счета (spread accounts) формируются либо до начала сделки, либо регулярно пополняются в течение сделки за счет разницы (спреда) между входящим потоком платежей и выплатами инвесторам. Их еще иногда называют компенсационными или эскроу-счетами (Reimbursing или Escrow Accounts). Трасти, который управляет этим имуществом, вправе использовать аккумулированные на резервном счете денежные средства на выплаты по ценным бумагам, покрывая тем самым возникшие из-за неплатежей убытки или преодолевая кассовые разрывы (кризис ликвидности). Средства, оставшиеся по окончании сделки на счете, возвращаются оригинатору.[59]

Право регресса в отношении оригинатора (Originator Recourse). Оригинатор или аффилированное с ним лицо могут принять на себя обязательство в ограниченном объеме осуществлять обратный выкуп дефолтных активов или предоставить гарантию на соответствующую сумму, тем самым взяв на себя часть кредитного риска. Однако в таком случае рейтинговые агентства не смогут присвоить эмиссии рейтинг больший, чем рейтинг оригинатора. Также такие обязательства оригинатора при определенных обстоятельствах могут воспрепятствовать списанию активов с его баланса.

Страхование финансовых рисков (Financial Guaranty Insurance, FGI). В случае использования механизмов страхования финансовых рисков первоклассная страховая организация принимает на себя гарантийное обязательство осуществлять выплату процентов и сумм основного долга по ABS. Как правило, страховая компания предоставляет покрытие в размере 100% и тем самым подкрепляет оригинатора собственной кредитной надежностью. Это, в частности, оказывается преимуществом для тех сделок, когда оригинатор впервые проводит секьюритизацию активов или когда у него отсутствует достаточный опыт использования конкретной структуры и вида активов. Кроме того, применяя данный механизм, на международный финансовый рынок могут быть выведены неизвестные, не котируемые на бирже общества, которые не раскрывают информацию о своем финансовом положении. Данная идея страхования оказывается гораздо ближе к банковской гарантии, при которой оригинатор для привлечения финансирования может за некоторое вознаграждение «заимствовать» первоклассный рейтинг обеспечителя-страховщика.

Аккредитив (Letters of Credit). По аналогии с предлагаемыми страховыми компаниями финансовыми гарантиями кредитные организации выходят на рынок с собственными продуктами, которые на практике имеют огромное количество названий. Аккредитивы, твердые кредитные линии (Committed Lines of Credit) и частичные гарантии

---

[59] Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С.229-237.

(Partial Guarantees) являются разными юридическими формами по существу одного банковского продукта. Аккредитив является одним из типичных способов повышения надежности ценных бумаг (Credit Enhancement), который применяется как для покрытия рисков неисполнения, так и для преодоления кассовых разрывов (недостатка ликвидности). Обычно он может предоставляться в двух видах: покрытия определенной процентной доли обращающихся на рынке ценных бумаг; покрытия всего объема эмиссии.

Счета денежного обеспечения (Cash Collateral Accounts, CCA) начали применяться относительно недавно. Этот способ повышения надежности впервые был использован в сентябре 1990 г. и, в принципе, является банковским продуктом. Его появление стало ответом на риск понижения рейтинга банка, предоставившего аккредитив.

При использовании счета денежного обеспечения оригинатор получает кредит у некоторого банка и размещает полученные средства – обычно через тот же банк – в высоконадежных краткосрочных финансовых инструментах. Если в течение срока сделки рейтинг банка ухудшится, то средства будут из него изъяты и переведены в другую, более надежную кредитную организацию. Тем самым счета денежного обеспечения служат защитой от возможного снижения рейтинга обеспечителя (Credit Enhancer) и могут открываться в организациях, которые не располагают рейтингом Triple-A, однако имеют первоклассный рейтинг по краткосрочным обязательствам. Благодаря залогу таких счетов в пользу Спецюрлица (SPV) трасти получает возможность аккумулировать средства для обслуживания ABS, а именно: продать это краткосрочное ликвидное имущество и использовать денежные средства для покрытия убытков, возникающих в результате неисполнения требований.

2.2. Виды ценных бумаг, обеспеченных банковскими активами

Как и в случае с большинством финансовых инноваций, с момента появления секьюритизации активов возникло множество видов ценных бумаг, выпускаемых с покрытием в виде активов (Asset-Backed securities, ABS). Разнообразие видов данных ценных бумаг на международных финансовых рынках, в частности на американском рынке капитала, является поистине впечатляющим (см. Приложения, Схема 6).

Как отмечает Ханс Питер Бэр в своей монографии, приведенный перечень не является ни полным, ни согласованным, поскольку ABS могут быть разделены на различные виды и классы. В зависимости от выбираемого критерия возможны различные классификации ценных бумаг. На практике одни виды бумаг рассматриваются в качестве подвидов более общих видов ABS, например IO-Strips и PO-Strips являются подвидами

Strips или APTs, а PPTs – подвидом MPTs, другие, напротив, используются лишь совместно с иными ABS-структурами, например PACs и TACs, в качестве основы для CMO-структур. Помимо традиционных ABS, таких, например, как выпускаемые агентствами ценные бумаги прямого распределения (Pass-Throughs), сертификаты с покрытием в виде автокредитов (CARs) или сертификаты с возобновляемым покрытием (CARDs), появились также производные ABS (Derivative Asset-Backed Securities или Synthetic ABS), которые были созданы благодаря различному структурированию сроков обращения, перераспределению процентных и основных платежей, а также различному распределению рисков потока платежей, генерируемого существующими ABS. Наиболее важным примером такого рода являются Collateralized Mortgage Obligations (CMOs). Кроме того, возникли гибридные структуры, такие как IO-Strips или PO-Strips, которые представляют собой некоторый гибрид ABS и разделенных казначейских ценных бумаг (Stripped Treasuries), когда основная сумма и купон могут обращаться отдельно.[60]

С развитием секьюритизации был создан свой собственный набор названий. Компания Solomon Brothers назвала свои секьюритизированные автомобильные ссуды «машинами» (CAR, Certificate of Automobile Receivables), тогда как компания Drexel Burnham дала своему аналогу название «быстротою обеспеченных» (FASTBAC, First Automobile Short-Term Bonds and Certificates). Секьюритизированные задолженности по кредитным картам в свою очередь стали называть CARD (Certificates for Amortizing Revolving Debts).

В качестве примера успешного применения сложных техник секьюритизации, изначально разработанных в виде ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, можно привести такие виды обеспеченных долговых обязательств (CDO - Collaterized Debt Obligations) как обеспеченные облигационные обязательства (CBO - Collaterized Bond Obligation) и обеспеченные заемные обязательства (CLO - Collaterized Loan Obligation). К примеру, в США они были использованы для разрешения экономического кризиса 1980-х.[61]

Общим для всех видов ABS является то обстоятельство, что потоки платежей по ценным бумагам порождаются составляющими покрытие финансовыми активами. Определяющим критерием для отдельных видов ценных бумаг является специфика распределения потоков платежей и рисков. Благодаря управлению платежными потоком, становится возможно варьировать размеры, сроки выплат и уровень риска ценных бумаг. Руководствуясь этим критерием, все виды ценных бумаг можно разделить на две группы

[60] Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С.137.
[61] Солдатова А.О. Секьюритизация лизинговых активов: Дис. канд. экон. наук: Спец. 08.00.10 Москва, 2006 184 с. РГБ ОД, 61:06-8/2093. (www.diss.rsl.ru)

структур секьюритизации активов – структура прямого распределения (Pass-Through) и структура с управлением платежами (Pay-Through).

2.2.1. Ценные бумаги прямого распределения (pass-through)

Сертификаты pass-through удостоверяет право долевой собственности в имуществе траста и право на получение соответствующей доли процентных платежей и сумм, уплаченных в погашение основного долга. Состав пула финансовых активов не может быть изменен с течением времени, а траст не имеет права реинвестировать платежи, которые порождает пул активов.[62] Траст в этом случае выступает как «пассивное образование», в функции которого входит лишь хранение определенного пакета активов в интересах держателей сертификатов, т.е. инвесторов. Попечителю траста не разрешается покупать дополнительные активы или изменять потоки платежей по имеющимся сертификатам.

Таким образом, 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. Порождаемый финансовыми активами поток платежей передается инвесторам без каких-либо изменений в объёмах 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).

Первыми и самыми распространенными ценными бумагами прямого распределения в США были ипотечные сертификаты Государственной национальной ипотечной ассоциации Ginnie Mae, обеспеченные застрахованными государством облигациями. В настоящее время к такому типу ценных бумаг прибегают при секьюритизации активов, обеспеченных покупкой автомобилей, а также обеспеченных закладными и в других случаях.

Как уже отмечалось, существенным отличием ценных бумаг типа pass-through является не их правовая природа, а отсутствие структурирования потоков платежей.

[62] Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003. – P.25.

Ценные бумаги прямого распределения отличаются от традиционных финансовых инструментов тем, что периодичность и размер выплат по ним определяются поступлениями по кредитам, обеспечивающим данный выпуск. Главной особенностью данных бумаг является перенос на конечного инвестора риска досрочного погашения. Владельцу переводной бумаги заранее не известна сумма ежемесячных поступлений и, как следствие, точный период до погашения.[63]

Теоретически задержка платежей могла бы привести к возникновению проблем при трансляции инвесторам платежного потока. Однако на практике их не возникает, поскольку около 98% всех ценных бумаг прямого распределения (pass-through) в США выпускается тремя государственными и контролируемыми государством агентствами, которые (как мы уже рассмотрели в первой главе) гарантируют их своевременное обслуживание. Оставшиеся 2% приходятся на так называемые ценные бумаги частных компаний (Private Label Pass-Through Securities), которые не гарантируются агентствами.[64]

Владельцы ценных бумаг прямого распределения (pass-through) несут четыре основных вида рисков: кредитный риск, риск ликвидности, процентный риск и риск досрочного погашения.

<u>Кредитный риск</u> (риск банкротства заемщика) – это риск неуплаты/несвоевременной уплаты заемщиком обязательств по ипотечному кредиту. Этот вид риска сведен к минимуму с помощью трех механизмов:

1. Путем обязательного страхования заложенной недвижимости. Страхование предмета залога при выдаче ипотечного кредита, как правило, осуществляется тремя специализированными организациями, уже упоминавшимися нами в первой главе: Федеральной жилищной администрацией (Federal Housing Administration, FHA), Администрацией ветеранов (Veterans Administration, VA) и Администрацией сельскохозяйственного жилищного строительства (Farmer Home Administration, FmHA).

2. В случае агентских Pass-Through – путем предоставления гарантии со стороны агентств, выпускающих облигации прямого распределения. Агентство предоставляет одну из двух возможных видов гарантий. Первый вид гарантирует своевременную выплату как процентов по закладным, так и основного долга, т.е. проценты и основной долг по бумагам выплачиваются в срок, даже если кто-то из заемщиков не исполнил свои обязательства по ипотечным кредитам. Бумаги с гарантией такого типа называются полностью трансформированными бумагами прямого распределения (<u>fully modified pass-</u>

[63] Демушкина Е. Определение правового статуса ипотечной ценной бумаги // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №24.

[64] Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С.142-143.

through). Второй вид гарантий подразумевает своевременное погашение процентов, в то время как основной долг выплачивается по мере поступления соответствующих выплат по ипотечным кредитам, но не позднее заранее оговоренного срока. Бумаги такого типа называются трансформированными бумагами прямого распределения (modified pass-through). Гарантии агентств, таким образом, снижают кредитный риск инвестора. Все бумаги Ginnie Mae и Fannie Mae являются полностью трансформированными. Программы Freddie Mac включают как трансформированные, так и полностью трансформированные бумаги.

3. Путем установления пределов значений критериев андеррайтинга. Квалифицированные кредиты должны удовлетворять требованиям агентства по трем параметрам: максимальный PTI (Payment to Income, отношение платежа по кредиту к доходу), максимальный LTV (отношение непогашенного остатка основного долга по закладной к рыночной стоимости недвижимости в залоге) и максимальная сумма кредита.[65]

Риск ликвидности – риск ликвидности вторичного рынка из-за возможности существенного спрэда между ценами покупки и продажи финансового инструмента. Низкая ликвидность долговых обязательств Fannie Mae в свое время послужила поводом для секьюритизации. Сейчас ценные бумаги прямого распределения активно котируются на вторичном рынке. Каждая бумага специфицирована по номеру и префиксу пула, на основании которого она была выпущена. Много сделок совершается также с бумагами прямого распределения, пул ипотек для которых не определен на момент сделки. Этот вид операций называется сделки с последующим объявлением (to be announced trade).

Риск досрочного погашения (возврат основного долга) (prepayments) – для инвестора является специфическим риском, присущим pass-through бумагам. Причинами досрочного погашения являются перемена места жительства, рефинансирование и дефолт.

Процентный риск – риск изменения стоимости ценной бумаги в зависимости от рыночной ставки процента. Он всегда присущ инвестициям в традиционные ценные бумаги, но может быть смягчен при использовании переменной купонной ставки. В случае ипотечных облигаций процентный риск усугубляется риском досрочного погашения.[66]

---

[65] Копейкин А., Пенкина И., Скоробогатько Б., Стебнев Л. Американская модель ипотеки // Рынок ценных бумаг. – 1999. – №8.
[66] Там же.

2.2.2. Ценные бумаги с управлением платежами (pay-through)

Ценные бумаги pay-through представляют собой долговые обязательства юридического лица, а не права на участие в капитале, и, как правило, выпускаются трастами типа owner trust.[67] Основное преимущество ценных бумаг pay through заключается в том, что генерируемый покрытием поток платежей может быть видоизменен таким образом, чтобы получить возможность для выпуска долговых ценных бумаг (облигаций) с различными сроками и очередностью погашения.[68]

Именно перенос значительного количества рисков на инвестора ценных бумаг в случае с бумагами типа pass-through обусловили потребность в появлении новых инструментов, так называемых структурированных облигаций (collateralized mortgage obligations, CMO). Впервые CMO были выпущены Freddie Mac в 1981 г. Fannie Mae и Ginnie Mae также выпускали CMO в значительных объемах и постепенно обеспеченные ипотечные обязательства (CMO) превратились в доминирующую форму новых эмиссий на рынке ипотечных ценных бумаг.[69]

Специфическими характеристиками данных ценных бумаг является наличие разных классов (траншей) в рамках одного выпуска, а также установление приоритетов для каждого транша. Потоки платежей от пула ипотечных кредитов распределяются для выплат по облигациям в зависимости от приоритетности соответствующего транша. Как отмечает Ф. Дж. Фаббоци, CMO были созданы для более гибкого управления координацией активов и пассивов институциональных инвесторов.[70]

Таким образом, преимуществами структур с управлением платежами (или как их еще называют многотраншевые, многоклассовые ценные бумаги) для инвесторов является то, что они, во-первых, обеспечивают последним защиту от рисков досрочных платежей, во-вторых, предоставляют возможность выбора ценных бумаг с разными сроками погашения в отличие от одноклассовых ценных бумаг, и, в-третьих, они могут выпускаться в нескольких классах, и имеют ограниченный срок погашения, что делает их очень привлекательными для инвесторов.

Кроме того, эти ценные бумаги позволяют сохранить право собственности на активы за первоначальным кредитором. В то же время эмитент должен проследить за тем, чтобы операция была структурирована как задолженность, а не как вложение в акции, поэтому

[67] Модели траста, используемые при секьюритизации в США, были рассмотрены в §2.1. (*Прим. автора*).
[68] Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003. – P.25-27.
[69] Демушкина Е. Определение правового статуса ипотечной ценной бумаги // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №24.
[70] Фабоцци Ф.Дж. Управление инвестициями. – М.: Инфра-М, 2000. – С.466.

платежи обычно осуществляются на квартальной или полугодовой основе, а не ежемесячно.

По мнению известного исследователя американского рынка секьюритизации Эндрю Дэвидсона, движущая сила, лежащая в основе создания CMO (collateralized mortgage obligations), - это ценовой арбитраж. Ценные бумаги CMO выпускаются тогда, когда андеррайтер видит выгоду от приобретения ипотечных активов, структурирования сделки CMO и размещения (продажи) CMO по цене, превышающей стоимость приобретения ипотечных активов (ипотечного покрытия) и расходов по организации выпуска и размещению ценных бумаг. Так как возможности арбитража носят временный и изменчивый характер, виды выпускаемых CMO отвечают сложившимся на определенный момент рыночным условиям и потому могут существенно варьироваться.[71]

Теперь рассмотрим некоторые виды структурирования, применяемые на американском рынке обеспеченных ценных бумаг при выпуске бумаг с управлением платежами.[72]

<u>Последовательные структуры</u> (Sequential Structures).

Это наиболее старое и самое простое структурирование, когда эмитируются несколько классов ценных бумаг, которые амортизируются различным способом. Например, рассмотрим последовательную структуру, состоящую из четырех классов - A, B, C и D. Каждый класс имеет свой собственный баланс, сумма таких балансов равна суммарному балансу пула кредитов обеспечения. Процентные (купонные) платежи в каждом периоде погашения распределяются пропорционально балансам всех классов, а вот амортизационные платежи - по-другому. Так, на первом этапе, пока остаточный баланс класса A остается непогашенным, все амортизационные платежи пула будут отсылаться держателям бондов класса A. Так будет продолжаться до полного погашения бондов класса A, остальные классы в эти периоды получают только купонные платежи (кстати, купоны у различных классов могут быть разными). После полного погашения бондов класса A, начинается погашение бондов класса B. Последним будет погашен бонд класса D. Интересно отметить, что при одинаковом сценарии динамики процентных ставок на финансовом рынке и эквивалентной форме структуризации ценные бумаги, обеспеченные пулами с различными характеристиками, могут вести себя по-разному.

<u>Структура с Z-бондом</u> (Accrual, или Z-bond).

Структуризация с Z-бондом подобна последовательной структуризации для всех классов, кроме последнего (младшего) класса. Рассмотрим структуру, состоящую из

[71] Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003. – P.185.
[72] Суворов Г. И еще раз об ипотечных ценных бумагах? // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №19.

четырех классов - A, B, C и Z. Старшие классы погашаются последовательно, а Z-бонд имеет две фазы. В первой фазе, которая характеризуется тем, что до конца не погашены балансы бондов классов A, B, и C, Z, бонд не получает процентных платежей, которые вместо этого увеличивают его остаточный баланс. Во второй фазе, когда выплачены все старшие классы, Z-бонд получает все процентные и амортизационные платежи, причем купон начисляется исходя из баланса Z-бонда, который вырос в течение первой фазы. Ясно, что такая структуризация еще более ускорит погашение старших траншей. Более того, Z-бонд, за счет изменения своих характеристик, стабилизирует поведение старших классов в условиях изменения процентных ставок. Сам же Z-бонд слабо зависит от досрочных погашений.

Структура с Accretion-Direct-бондами.

В целом этот тип структуризации напоминает структуру с Z-бондом с одним небольшим, но существенным отличием. В первой фазе процентные платежи Z-бонда не "размазываются" по старшим классам A, B и C, а направляются в синтетические бонды VA, VB и VC. Эти синтетические бонды образованы из стабильного потока процентных платежей, причитающихся Z-бонду (ведь он нечувствителен к досрочным погашениям), поэтому они сами имеют очень стабильное поведение, слабо зависящее от досрочных погашений и колебаний процентных ставок. Неудивительно, что инвесторы готовы платить существенную премию за стабильность VA, VB и VC.

PAC (Planned Amortization Class) и TAC (Targeted Amortization Class).

Концептуально PAC представляет собой разделение потоков платежей между двумя группами бондов, одна из которых "пытается" обеспечить стабильный поток купонных и амортизационных платежей в соответствии с заранее выбранными уровнями досрочных погашений. Это достигается за счет того, что роль второй группы состоит в поддержке первой. По структуре схема TAC напоминает PAC. Там тоже происходит разделение на основную и поддерживающую группы бондов. Разница состоит в том, что поддержка, которую получают TAC-бонды, носит асимметричный характер. Они "защищены" от очень быстрой амортизации (больших досрочных погашений), но никак не защищены от медленной амортизации. Идея обеих схем состоит в попытке удержать поддерживаемую группу бондов в рамках выбранной скорости амортизации за счет поддерживающей группы.

IO (Interest Only) и PO (Principal Only) структуризация.

Рассмотрим схему структуризации, при которой поступления от пула разделяются в два бонда. Первый (IO) получает 100% процентных поступлений, а второй (PO) получает 100% амортизационных платежей. Поведение обоих классов носит ярко выраженный противоположный характер при изменениях на финансовом рынке. Такие бонды часто используются для спекулятивных операций в ожидании определенных изменений ставок на рынке.

Таким образом, многообразие представленных видов ценных бумаг дает возможность выбора участников процесса секьюритизации, для того, чтобы она проходила более эффективно и быстро для владельца секьюритизированных активов.

2.3. Обзор и оценка современной ситуации на зарубежных рынках ABS

По оценкам ведущих мировых рейтинговых агентств, секьюритизация является одним из наиболее перспективных и активно развивающихся механизмов финансового рынка и занимает ведущее место в рейтинге инструментов структурированного финансирования. Мировой рынок секьюритизации устойчиво разрастается. Наблюдается рост операций и расширяется география деятельности. Меняются структура и состав рынка, а также качественные характеристики реализуемых сделок.

Лидерство на мировой арене секьюритизации по праву принадлежит США. Североамериканский рынок секьюритизации устойчиво демонстрирует возрастающие темпы роста и нарастающие объемы эмиссии. Это единственный рынок в мире, где секьюритизация привлекает участие как институциональных, так и частных инвесторов. Более 75% мирового объема секьюритизации инициируется в США.[73] Даже в тех случаях, когда инициаторы секьюритизации находятся за пределами США, в Японии, Европе или ряде развивающихся рынков, эмиссии по данным сделкам все равно привлекают американских инвесторов.

Традиционно в США рынок секьюритизаций делят на две главные составные части:

- рынок ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами (Mortgage-backed securities, MBS)
- рынок ценных бумаг, обеспеченных всеми другими возможными активами (Asset-backed securities, ABS).

Поскольку в последние десятилетия существенно вырос объем отличных от ипотек секьюритизируемых активов, то понятие Asset-Backed Securities используется в качестве собирательного понятия при секьюритизации всех прочих видов активов. В последнем случае говорят также о Non-Mortgage-Backed Securities. Здесь следует отметить, что такое разграничение представляется нецелесообразным по причине близости характеристик

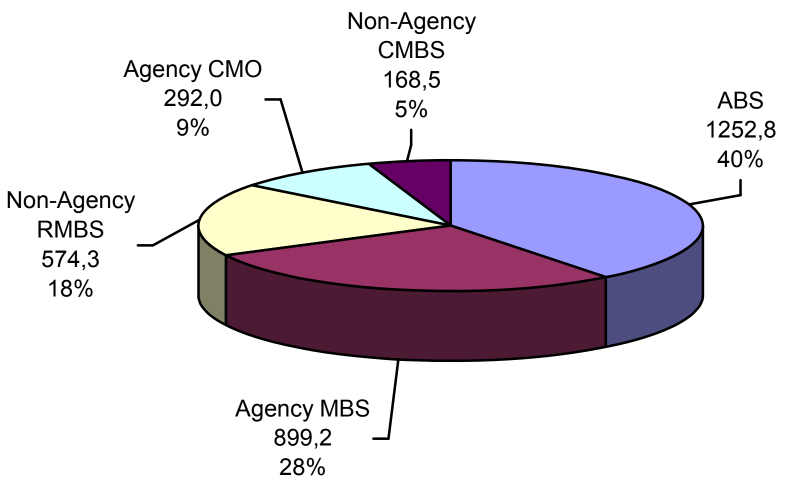
---

[73] Vinod Kothari Securitization - The Financial Instrument of the Future. – John Wiley & Sons, 2006. – P.112.

ипотечных кредитов и иных активов, используемых при секьюритизации, а также в силу подобия структур MBS и ABS транзакций.

Суммарный объем выпуска обеспеченных ценных бумаг в США в 2006 году составил $3,187 трлн., причем на долю ипотечных ценных бумаг пришлось в совокупности 51%, в то время как доля ABS составила 40%.

Диаграмма 1. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в США в 2006 г. (млрд. долл.)



Источник: Thomson Financial Securities Data

Причем, если посмотреть на структуру покрытия ABS, то, главным образом, она представлена вторичной ипотекой, кредитами, предоставленными по кредитным картам, и автомобильными кредитами.

Таблица 1. Выпуск ABS в США по типу покрытия в 2006 г. (млрд. долл.)

Кредиты, обеспеченные жилой недвижимостью (Home Equity)[1]	485,6
Некрупные (Non Jumbo) ипотечные кредиты	138,6
Автокредиты	80,5
Студенческие кредиты	67,1
Поступления по кредитным картам	66,9
Поступления по трастовым соглашениям (Floor plan)	11,6
Лизинг оборудования	7,6
Другое	394,9
Итого	1252,80

[1] Кредиты HEL, в отличие от ипотечных, предоставляются не для приобретения жилья и обеспечены вторичной (последующей) ипотекой.

Источник: Thomson Financial Securities Data

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, таким как Fannie Mae и Freddie Mac. Эти типы ипотечных кредитов традиционно назывались «нестандартными» (nonconforming), поскольку их размеры превышали «потолок», установленный агентствами, либо эти кредиты не соответствовали стандартам кредитного качества.

Рынок кредитов под залог жилья (home equity loans, 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).[74] 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.

Безусловное первенство США по интенсивности и масштабам использования схем секьюритизации объясняется двумя основными моментами. Во-первых, высокоразвитой инфраструктурой финансового и, прежде всего фондового рынка. Вторая причина – огромная сумма непогашенной задолженности по кредитам, которая как раз и служит обеспечением эмиссии. В первую очередь это относится к ипотечным обязательствам.

Большая часть секьюритизированных ипотечных кредитов – это 30-летняя ипотека с постоянной (фиксированной) процентной ставкой (fixed-rate mortgage, FRM), однако на рынке существует множество альтернативных инструментов, таких как ипотеки с переменной процентной ставкой (adjustable rate mortgage, ARM), с дифференцированными суммами выплат по основному долгу (graduated-payment mortgage, GPM)[75] и ипотека с условием участия кредитора в распределении дохода от увеличения стоимости

---

[74] Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003. – P.288.

[75] Большинство программ реализуются в расчете на молодых заемщиков, ожидающих увеличения личного дохода. Программа начинается с минимальных выплат, размер которых постепенно увеличивается со временем, - даже в тех случаях, когда размер процентной ставки остается неизменным. В некоторых случаях размер платежей в первые годы может быть даже меньше, чем величина процентов, что приводит к нарастанию суммы задолженности. Обычно требуется принятие третьими лицами солидарного обязательства (чаще всего ими выступают родители).

недвижимости (shared appreciation mortgage, SAM)[76]. Даже внутри каждой категории, например ипотеки с постоянной (фиксированной) процентной ставкой, существуют варианты в форме 30-летней и 15-летней ипотеки, которые в свою очередь могут отличаться друг от друга размером дисконтных пунктов (points)[77], коэффициентом LTV (loan-to-value ratio)[78], а также абсолютным размером кредита – стандартный (conforming) или крупный (jumbo).

По данным HSH Associates Financial Publishers[79] на 4 мая 2007 года национальные средние ипотечные ставки (National Average Mortgage Rates) составили следующие значения:

- 30-летняя ипотека с фиксированной процентной ставкой (30 Year FRM) – 6,27%
- 15-летняя ипотека с фиксированной процентной ставкой (15 Year FRM) – 5,95%
- 1-летняя плавающая процентная ставка (1 Year ARM) – 5,73%

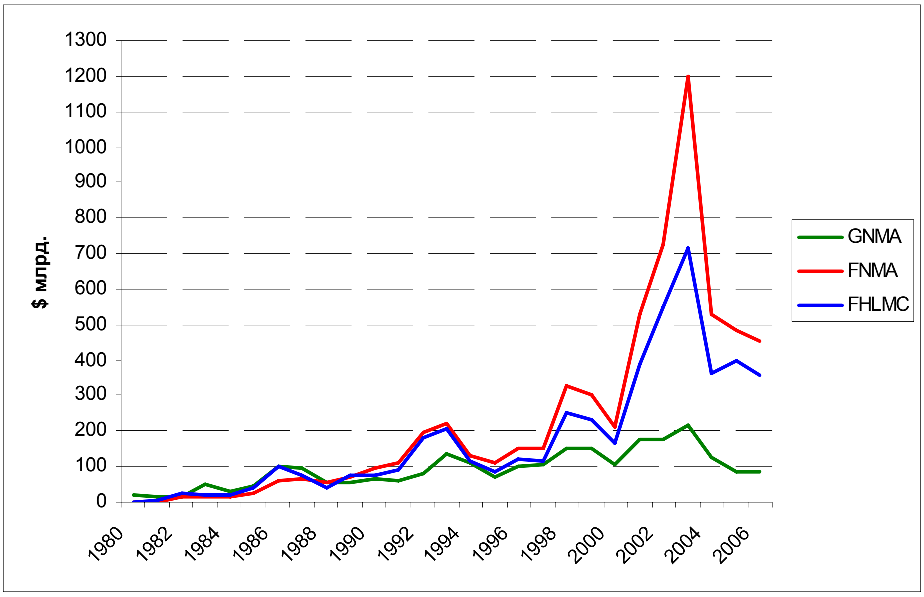
В 2006 году общая сумма подлежащего уплате долга по ипотечным кредитам превышала рекордные 13 трлн. долл.[80] (см. Приложения, Таблица 2). Ипотека может быть классифицирована по типам находящейся в залоге недвижимости или по типам организаций, являющихся держателями ипотек (или кредиторами по ипотечным кредитам). В отношении типов собственности данные, приведенные в таблице, свидетельствуют, что основная сумма невыплаченной задолженности приходится на жилую недвижимость, которая на языке участников ипотечного рынка обычно называется «1-4 Family» (т.е. 1-4 квартирные дома). Коммерческая ипотека (ипотечные кредиты, выданные под залог коммерческой недвижимости) представляет собой второй по величине сегмент: в 2006 году общая сумма задолженности по коммерческой ипотеке приблизилась к 2,1 трлн. долл. Если говорить о держателях ипотек, то основными игроками здесь являются ипотечные пулы/трасты и коммерческие банки. В 2006 году ипотечные пулы/трасты, являющиеся также ключевыми участниками рынка секьюритизации, владели закладными на общую сумму более чем 6,2 трлн. долл. Следующей по величине категорией держателей были коммерческие банки с объемом закладных более чем 3,1 трлн. долл.

Одна из наиболее примечательных тенденций, отраженных в таблице 2, – это стабильный рост рынка ипотечного кредитования. За рассматриваемый период 2001 –

[76] В соответствии с соглашением, заключаемым при предоставлении кредита, кредитор приобретает право на долю в доходах, получаемых благодаря увеличению в будущем рыночной стоимости недвижимости (т.н. условное право). В обмен на это, он готов снизить процентную ставку.
[77] В процентах от размера кредита, выплачивается заемщиком кредитору для того, чтобы уменьшить процентную ставку по ипотечному кредиту.
[78] Отношение размера кредита к стоимости обеспечения.
[79] HSH Associates Financial Publishers (www.hsh.com)
[80] The Bond Market Association (www.bondmarkets.com)

2006 гг. общая сумма подлежащего уплате долга почти удвоилась (с 7 трлн. долл. до 13 трлн. долл.), демонстрируя ежегодное увеличение на 1 трлн. долл. С точки зрения типа обеспечения, после 2001 г. объем коммерческой ипотеки увеличился более чем в два раза. Доля ипотечных пулов/трастов увеличилась в денежном выражении на 75% - с 3,5 трлн. долл. в 2001 г. до более 6,2 трлн. долл. в 2006 г.

Диаграмма 2. Выпуск агентских ипотечных ценных бумаг в США в 1980-2006 гг. (млрд. долл.)



Источник: Government National Mortgage Association, GNMA (www.ginniemae.gov); Federal National Mortgage Association, FNMA (www.fanniemae.com); Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC (www.freddiemac.com)

Если посмотреть на количественные показатели выпуска агентских ипотечных ценных бумаг (Agency Mortgage-backed securities) в США за последние 26 лет, то максимальное значение было достигнуто в 2003 году и составило почти $2,130 трлн. (см. Приложения, Таблица 3).

Анализируя графическую интерпретацию исторического поведения объемов агентских MBS в США, можно сделать вывод, что, несмотря на общую долгосрочную тенденцию к росту, из года в год наблюдается крайне нестабильное поведение данного показателя. Например, объем выпущенных MBS всеми тремя агентствами в 2006 году, составивший 899,2 млрд. долл., лишь на 24% превышает результат 1998 года, а если сравнить с 2003 годом, то и вовсе меньше его более чем на 130%. Так, самый максимум был достигнут за период 2001-2004 гг., в то время как в последнее время наметилась тенденция к уменьшению объемов выпуска обеспеченных ипотекой ценных бумаг.

Если рассматривать агентства по отдельности, эмиссия MBS агентством Ginnie Mae сократилась после 1983 г. и остается примерно на одинаковом уровне после 1993 г. Объемы выпуска ценных бумаг агентствами Fannie Mae и Freddie Mac стабильно росли в течение 10 лет – между 1984 г. и 1993 г. (за исключением «всплеска» эмиссий Freddie Mac в 1986 г.). После 1993 г. объемы выпуска MBS ипотечными агентствами сократились, но снова взлетели вверх в 1998 и 2001 гг.

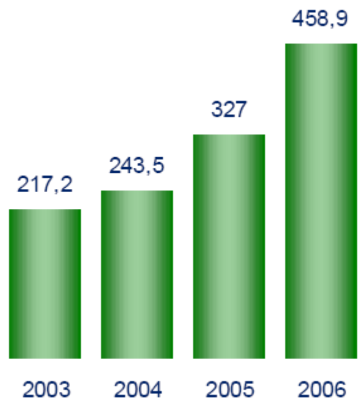
Таким образом, можно смело предположить, что каждому «всплеску» соответствовала экономическая ситуация, характеризующаяся низкими процентными ставками и высокими темпами роста жилищного строительства.

Что же касается неипотечных обеспеченных ценных бумаг, то разница между уровнем развития рынка США и некоторых европейских рынков постепенно уменьшается. Проанализируем глубже современную ситуацию на рынках обеспеченных ценных бумаг в Европе.

В 2006 году европейский выпуск ценных бумаг, обеспеченных активами, по сравнению со всеми предыдущими годами установил новый рекорд и составил впечатляющую сумму в €459 млрд. Выпуск в четвертом квартале 2006 года также побил все предыдущие рекорды и достиг отметки €177,1 млрд., что на 60,6% превышает аналогичный показатель третьего квартала того же года и на 23,6% выше показателя четвертого квартала 2005 года. Как видно из таблицы 4, именно на четвертый квартал каждого года исторически приходится максимальный объем проводимых секьюритизаций.

Таблица 4. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в Европе в 2000-2006 гг. (млрд. евро)

	Q1	Q2	Q3	Q4	Итого
2000	14,1	16,4	21,4	26,3	78,2
2001	20,5	43,2	22,7	66,2	152,6
2002	24,3	42,6	35,7	55,1	157,7
2003	43,3	51,9	39,7	82,4	217,3
2004	55,8	59,0	53,2	75,5	243,5
2005	47,8	94,4	41,5	143,3	327,0
2006	66,1	105,4	110,3	177,1	458,9



Источник: European Securitisation Forum (ESF)[81] (www.europeansecuritisation.com)

[81] ESF представляет собой общеевропейскую ассоциацию, объединяющую более 160 участников рынка секьюритизациии структурных кредитных продуктов в Европе. ESF является структурой, связанной с Ассоциацией SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association), которая включает также Американский форум секьюритизации и Азиатский форум секьюритизации (*Прим. автора*).

Европейская макроэкономическая среда продолжает способствовать развитию института секьюритизации. Сильный экономический рост, улучшающаяся ситуация с занятостью, продолжающаяся кредитная экспансия выступают причинами одновременного роста объема секьюритизаций и повышения кредитных качеств выпускаемых обеспеченных ценных бумаг.

Спрос со стороны инвесторов сделал возможным такие объемы сделок по секьюритизации активов, причем рынок не проявляет никаких признаков насыщения, а наоборот демонстрирует постоянный рост ликвидности. Рекордный совокупный объем выпуска обеспеченных ценных бумаг в размере €459 млрд. имеет незначительное влияние на прайсинг, хотя некоторая связь начинает наблюдаться. Значительный спрос у инвесторов, жаждущих дополнительной прибыли, наблюдается на выпуски, имеющие более низкие рейтинги и более сложные структуры.

В отличие от США в Европе отсутствуют организации, задачи которых аналогичные задачам Fannie Mae или Freddie Mac. В отличие от США в Европе практически отсутствуют 30-ти летние ипотечные кредиты с фиксированной ставкой и возможностью досрочного погашения (без штрафных санкций). Большинство ипотечных кредитов имеет переменную ставку, либо процентная ставка фиксируется на небольшой срок, по истечении которого ставка переустанавливается. Большинство ипотечных кредитов предусматривает штраф за досрочное погашение. Более короткий период фиксации процентной ставки вызывает потребность в рефинансировании ипотечных кредитов либо посредством секьюритизации, либо посредством выпуска обеспеченных облигаций (covered bonds, Pfandbrief).

Среди тенденций развития европейской секьюритизации, сложившихся в последнее время можно выделить – увеличение классов активов, выступаемых в качестве обеспечения, увеличение количества стран, предоставляющих такое обеспечение, рост интереса со стороны инвесторов и как результат всего перечисленного увеличение объема выпусков обеспеченных ценных бумаг.

В 2005 году 44,31% от общего объема секьюритизированных ценных бумаг были обеспечены ипотечными кредитами (Residential mortgage-backed securities, RMBS), а к концу 2006 года доля ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, возросла до 53,30% от общего объема, что составило €244,6 млрд. Второе место по доле от общего объема обеспеченных ценных бумаг в 2005 году пришлось на облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (Collateralised debt obligations, CDO – «*Ценная бумага, обеспеченная пулом из различных типов долговых инструментов, который может включать продаваемые на свободном рынке корпоративные облигации, выданные* *институциональными кредиторами кредиты или транши ценных бумаг, выпущенных в рамках сделок по секьюритизации»*[82]) - 14,95%, что эквивалентно €48,9 млрд. Доля данного вида обеспечения также показала значительный рост в долевом отношении и в 2006 году достигла 19,18% от общего объема, что составило €88,0 млрд. Также значительную долю по форме обеспечения занимают кредиты, выданные под коммерческую недвижимость (Commercial mortgage-backed securities, CMBS). В 2005 году на них пришлось €38,6 млрд. или в относительном выражении 11,80% от общего объема обеспеченных ценных бумаг, в 2006 году – €60,1 млрд. или 13,10%. Кредитование (коммерческое, потребительское и корпоративное) и автокредитование в 2006 году заняло незначительную долю по форме обеспечения – 3,42% и 2,55% соответственно (см. Приложения, Диаграмма 3, Диаграмма 4 и Таблица 5).

Общий объем сделок по секьюритизации активов в Великобритании в 2006 году достиг €192,2 млрд. по сравнению с €126,4 млрд. в 2005 году. Объем секьюритизированных ценных бумаг, которые были обеспечены ипотечными кредитами (Residential mortgage-backed securities, RMBS) в Великобритании достиг в 2006 году €138,8 млрд., что составило 56,7% всего европейского RMBS сектора по сравнению с 48,8% в 2005 году. Сектор ценных бумаг, обеспеченных кредитами под коммерческую недвижимость (Commercial mortgage-backed securities, CMBS), также доминируется со стороны Великобритании с €33,8 млрд. или 56,3% всех CMBS (см. Приложения, Таблица 6, Таблица 7, Таблица 8).

Второе место по объему выпуска обеспеченных ценных бумаг в Европе по праву принадлежит Испании, где данный показатель составил €44,0 млрд., что на 8,6% выше 2005 года. Испания занимает второе место на рынке ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами (RMBS) с долей в 19% и объемом в €36,4 млрд. По оценке рейтингового агентства Moody’s Investors Service в 2007 году продолжится увеличение объема выпусков, обусловленное бумом в потребительском кредитовании. [83]

В Германии выпуск обеспеченных ценных бумаг в 2006 году вырос до €37,7 млрд., почти удвоив показатель 2005 года, который составлял €15,5 млрд. Наибольший вклад в этот рост вложили транзакции с ценными бумагами, обеспеченными кредитами под коммерческую недвижимость. CMBS выпуск составил €18,8 млрд., что приблизительно равно половине всех транзакций, проведенных в Германии, и 31% от всего европейского выпуска CMBS. Следует отметить, что в 2007 году все то же рейтинговое агентство Moody’s Investors Service в отличие от позитивного прогноза по Испании ожидает

[82] Глоссарий терминов секьюритизации. (www.standardandpoors.ru)
[83] EMEA ABS: 2006 Review and 2007 Outlook (Special Report). – International Structured Finance Moody’s Investors Service. – January 2007.

стабилизации или даже некоторого падения объема выпуска обеспеченных ценных бумаг в Германии[84]. Основывается данный прогноз на двухгодичном рекордном росте, нехарактерном для развитой европейской страны, в том числе на необычно крупных объемах сделок, закрытых в 2006 году. Если в Испании мы наблюдаем стабильный рост, то в Германии его таковым назвать нельзя, всплеск объемов секьюритизаций наблюдается только в последние два года.

В Италии обеспеченные ценные бумаги были выпущены в общей сумме на €30,2 млрд. Итальянские RMBS в 2006 году составили €16,5 млрд., ценные бумаги, обеспеченные поступлениями от лизинга - €5,2 млрд., что составляет практически 90% всего сектора.

Таким образом, четыре страны (Великобритания, Испания, Германия и Италия) в совокупности составили в 2006 году 66% европейского выпуска обеспеченных ценных бумаг или €304,1 млрд. в абсолютном выражении.

По данным Европейского Форума Секьюритизации в 2006 году объем обращающихся на европейском рынке обеспеченных ценных бумаг превысил 1 трлн. евро Общий объем выпущенных ипотечных ценных бумаг равен 500 млрд. евро (RMBS и CMBS), что составляет всего 10% от общей задолженности по ипотечным кредитам (5 трлн евро). В США же порядка 50-60% ипотечных кредитов рефинансировано посредством секьюритизации (включая агентстские MBS).[85]

Практически весь объем европейских MBS и ABS приобретается институциональными (профессиональными) инвесторами, а не «розничными» покупателями (retail investor). Данные ценные бумаги слишком сложны для мелких инвесторов. Большинство сделок структурировано таким образом, что приобретение MBS и ABS мелкими инвесторами очень усложнено. Существует широкий набор профессиональных инвесторов, приобретающих MBS/ABS: Управляющие активами; Пенсионные фонды; Страховые компании; Хедж-фонды и кредитные фонды (leveraged и unleveraged); Инвесторы на рынке структурированных продуктов (инвесторы в CDO и банковские кондуиты).

Рассмотрев опыт секьюритизации активов, накопленный развитыми странами, представляется интересным сравнить его с российскими реалиями и проанализировать возможности воспроизведения зарубежной практики в российских условиях.

---

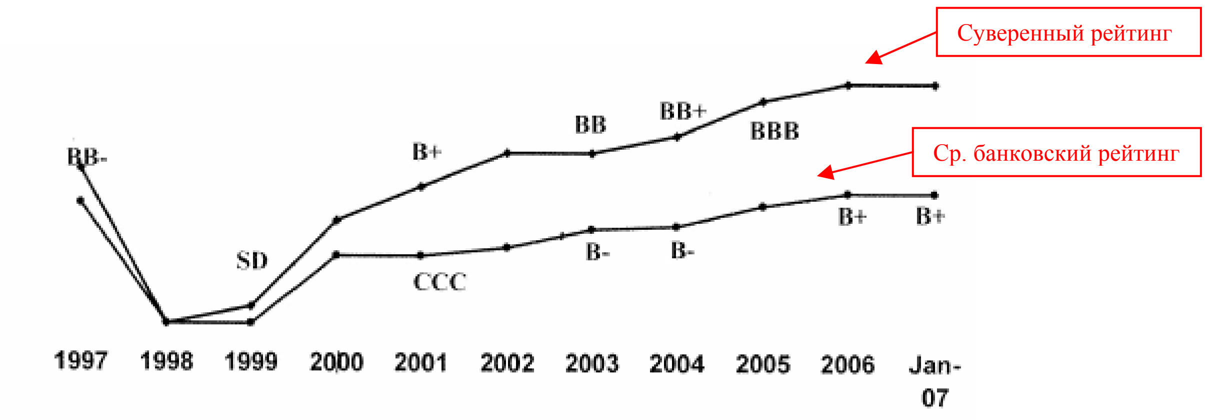
[84] EMEA ABS: 2006 Review and 2007 Outlook (Special Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – January 2007.
[85] European Securitisation Forum (ESF) (www.europeansecuritisation.com)

Глава 3. Становление и перспективы развития секьюритизации банковских активов в России

3.1. Анализ макроэкономических факторов развития секьюритизации активов

За период 2000-2006 гг. банковские активы по данным Центрального Банка России росли на 33% ежегодно. Достигнув в 2006 году $530 млрд., их размер уже к 2010 году превысит $1 трлн. (если соотнести этот показатель к ВВП, то он превысит 70%).[86]

Текущая кредитоспособность российских банков сопоставима с суверенным рейтингом России. Как видно на следующем рисунке, уровень рейтингов российских банков лишь немного отстает от уровня суверенного рейтинга страны.



Источник: По материалам Презентации Джона Гиблинга, Директора службы рейтингов финансовых институтов Standard & Poor's, январь 2007.

Российский банковский сектор следует традиционному примеру развивающихся экономик. На ранних стадиях банки являются главными поставщиками ликвидности государству и крупнейшим корпорациям страны. Сейчас мы входим в новую фазу развития банковского сектора, в которой основным двигателем становится ритейл. [87]

Совокупный размер рынка розничного кредитования в России в 2006 году по сравнению с предыдущим годом увеличился в относительном выражении на 92% и составил 78,432 млрд. долларов США. Если сравнить данный показатель с аналогичным за 2004 год, то рост составит уже 252% (см. Приложения, Диаграмма 5).

[86] UBS Investment Bank Financial institutions advisory capabilities / UBS Advisory Services. – November, 2006.
[87] Там же.

Проанализируем рынок розничного кредитования России по отдельным сегментам (см. Приложения, Диаграмма 6).

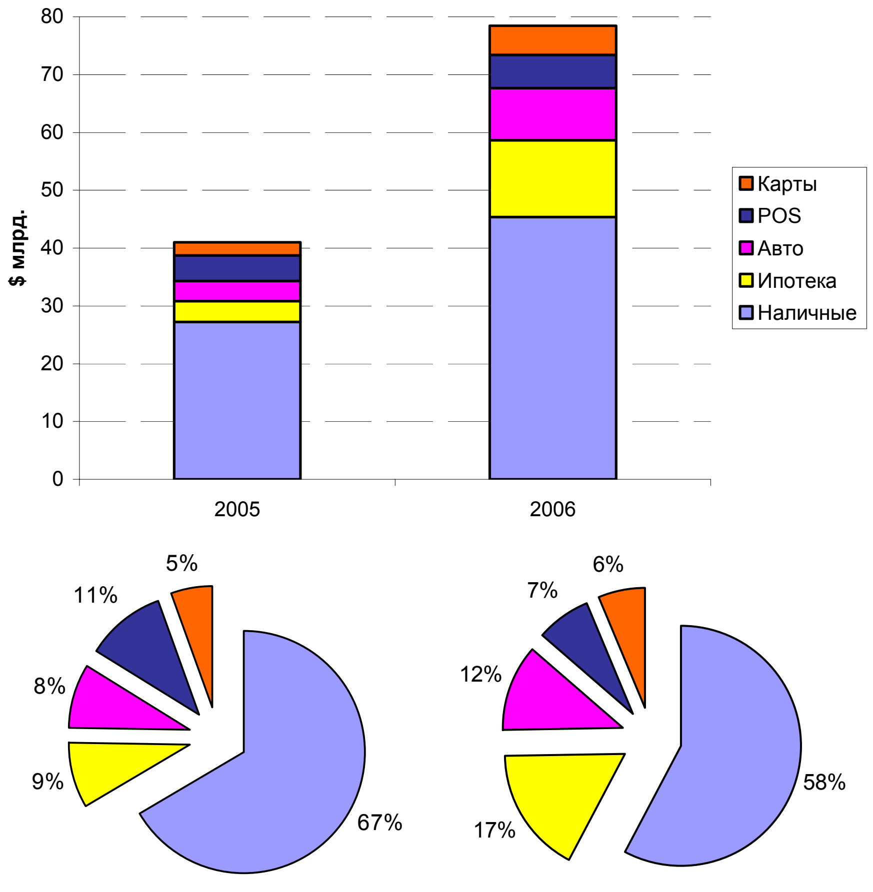
В 2006 году сложилась следующая картина:

- Кредиты наличными – $45,354 млрд.
- Ипотечные кредиты – $13,299 млрд.
- Автокредиты – $9,032 млрд. (по убыванию объема)
- POS кредитование – $5,708 млрд.
- Кредитные карты – $ 5,039 млрд.

Аналогичные показатели 2005 года выглядят следующим образом:

- Кредиты наличными – $27,224 млрд.
- POS кредитование – $4,410 млрд.
- Ипотечные кредиты – $3,610 млрд. (по убыванию объема)
- Автокредиты – $3,481 млрд.
- Кредитные карты – $ 2,246 млрд.

Диаграмма 8. Структура рынка розничного кредитования в России в 2005-2006 гг.



Источник: составлена на основе Диаграммы 5 и Диаграммы 6.

Таким образом, в России в 2006 году по сравнению с предыдущим годом наблюдался рекордный рост объемов розничного кредитования абсолютно по всем сегментам рынка, например, автокредиты выросли на 160%, кредитные карты на 124%, кредиты наличными на 67%. Рекордсменом роста стала ипотека, продемонстрировав практически четырехкратный рост.

На фоне других развивающихся стран Россия значительно выделяется по темпам роста общего объема розничного кредитования, что наглядно продемонстрировано на следующей таблице.

Таблица 9. Рост розничного кредитования в развивающихся странах в 2002-2005 гг.

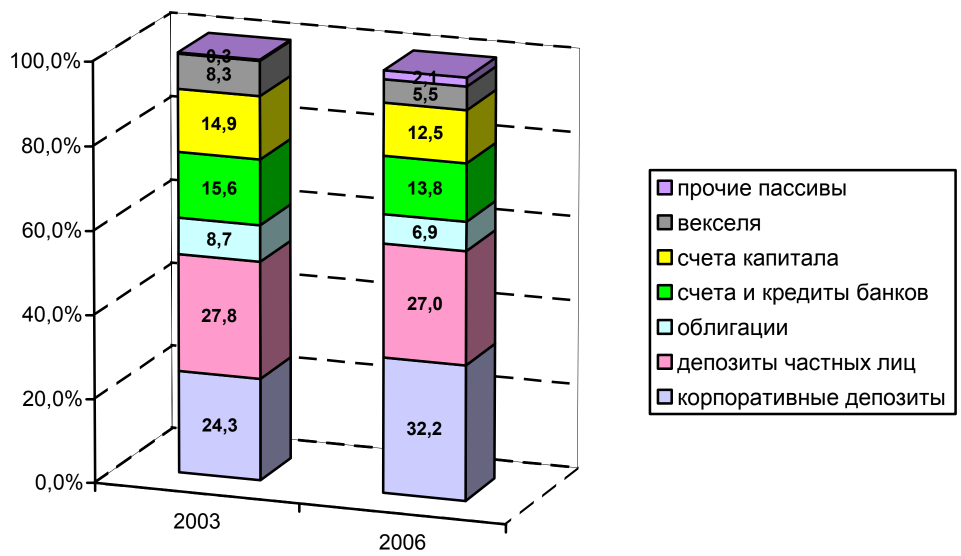
	2002	2003	2004	2005	Итого $ млрд. на конец 2005 г.
Китай	53%	47%	26%	10%	265
Индия	19%	36%	49%	41%	61
Индонезия	36%	39%	35%	34%	22
Бразилия	-31%	39%	47%	39%	71
Мексика	-2%	6%	29%	24%	56
Россия	43%	128%	119%	84%	41
Турция	28%	250%	115%	41%	17

Источник: По материалам Презентации Евгения Тарзиманова, аналитика службы рейтингов финансовых институтов Standard & Poor's, январь 2007.

В то же время растет конкуренция в привлечении финансирования. Российские банки диверсифицируют источники финансирования, в различной степени используя:

- Привлечение клиентских депозитов
- Заимствование на долговых рынках
- Привлечение капитала

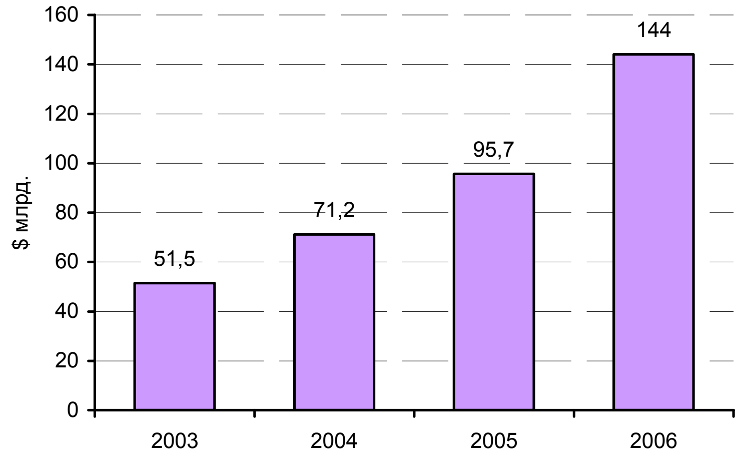
Диаграмма 9. Структура пассивов банковского сектора России



Источник: ЦБ РФ (www.cbr.ru)

По данным Банка России на 1 января 2007 года объем вкладов физических лиц на рублевых и валютных счетах в российских банках составил 3794 млрд. руб. или $144 млрд.

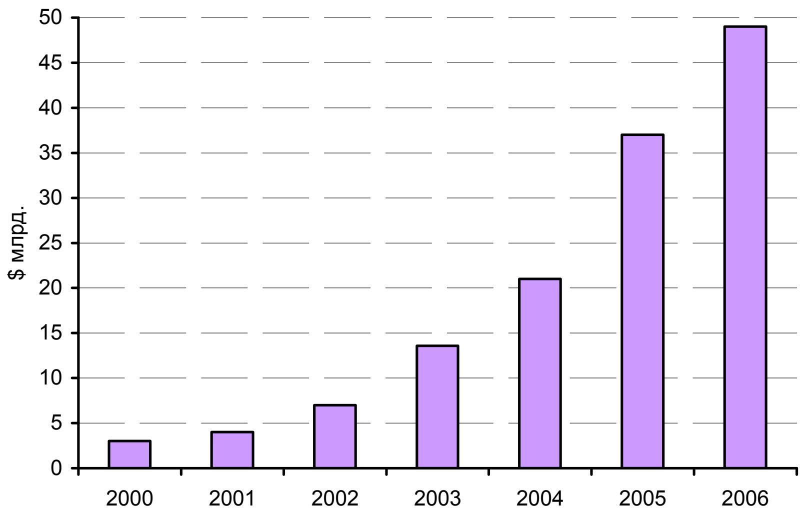
Диаграмма 10. Объем рынка депозитов физических лиц РФ



Источник: ЦБ РФ (www.cbr.ru)

Также растет активность банков по привлечению финансирования с долговых рынков. С некоторым запозданием российские банки повторяют общий тренд банков EEMEA в привлечении финансирования – рост заимствований на международных финансовых рынках. На 31 декабря 2006 года объем еврооблигаций российских банков в обращении превысил $30 млрд. Следует отметить, что выпуск облигаций в рублях не столь популярен у российских банков – стоимость заимствования выше, также слабее возможности рынка.

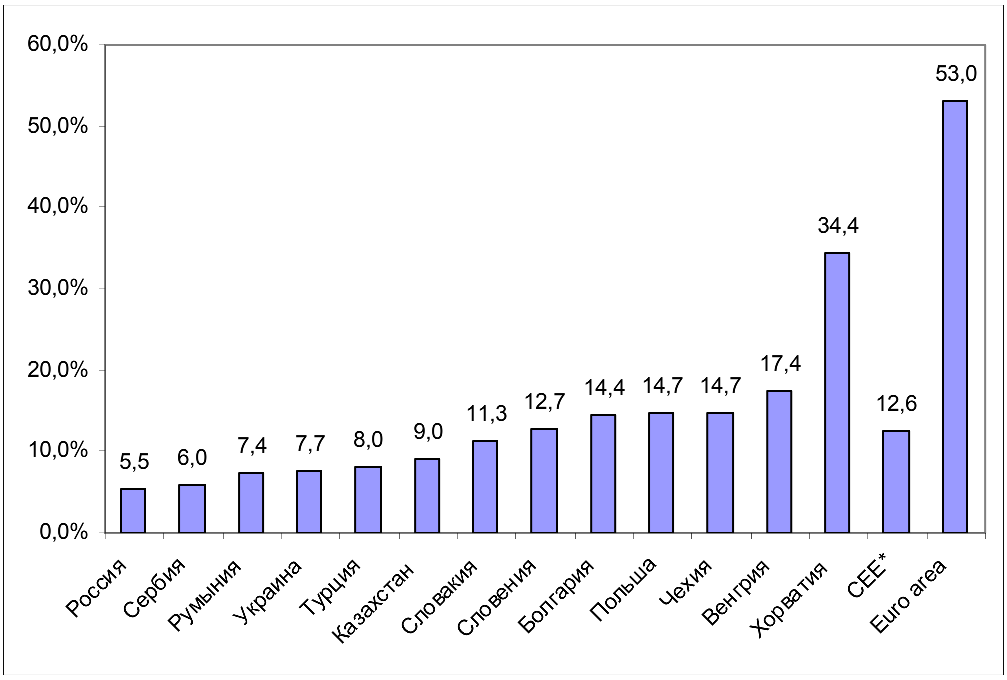
Диаграмма 11. Внешние заимствования российского банковского сектора



Источник: ЦБ РФ (www.cbr.ru)

Соотношение объема розничного кредитования к ВВП в России на середину 2006 года составило 5,5%, что является одним из самых низких показателей среди европейских стран и свидетельствует об огромном потенциале дальнейшего роста.[88]

Диаграмма 12. Розничные кредиты / ВВП в европейских странах



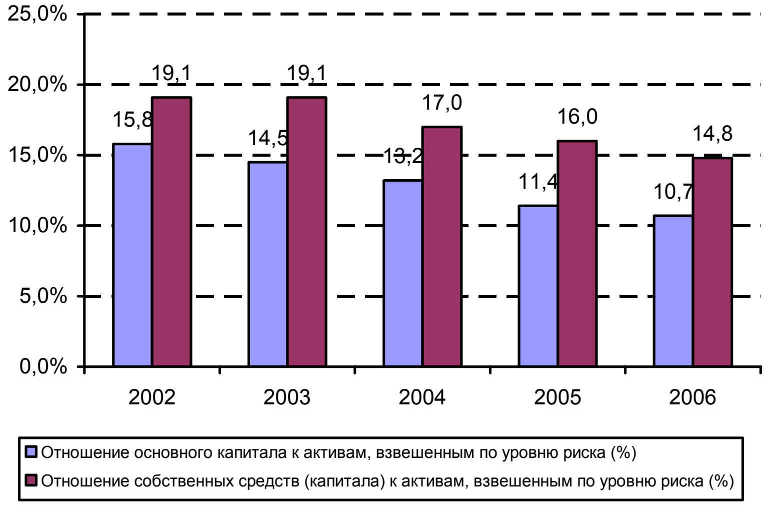
* CEE включает Болгарию, Чехию, Венгрию, Польшу, Румынию, Словакию, Турцию, Россию, Украину, Сербию, Словению, Казахстан и Хорватию.

Источник: UBS Investment Bank Financial institutions advisory capabilities / UBS Advisory Services. – November, 2006.

В российской банковской системе в связи с колоссальным ростом банковских активов четко прослеживается все возрастающее давление на капитал, причем данная тенденция начинает тревожить не только российское банковское сообщество, но также и международные рейтинговые агентства. Так, согласно Standard & Poor's в России в 2006 году отношение основного капитала к активам, взвешенным по уровню риска составило 10,7%, а отношение собственных средств (капитала) к активам, взвешенным по уровню риска – 14,8%. Как видно из Диаграммы 13 за период 2002-2006 гг. наблюдается ярко выраженная тенденция к снижению капитализации российского банковского сектора. Например, первый вышеуказанный показатель сократился с 15,8% в 2002 году до 10,7% в 2006, второй показатель – с 19,1% до 14,8%.

[88] На 1 января 2007 года этот показатель в России вырос и составил 7,76% (Официальный размер ВВП за 2006 год по данным Федеральной службы государственной статистики составил 26621,3 млрд. рублей, размер розничного кредитования в $78,432 млрд. уже многократно упоминался в этом параграфе).

Диаграмма 13. Капитализация российского банковского сектора



Источник: По материалам Презентации Елены Романовой, аналитика службы рейтингов финансовых институтов Standard & Poor's, январь 2007.

Тем не менее, провозглашаемая достаточность капитала значительно переоценивает фактическое состояние российских банков. В процессе проверки банков по допуску к системе страхования вкладов выяснилось, что они достаточно либеральны в подсчете своего капитала. Несоответствие в реальности большинства российских банков базельскому критерию послужило причиной появления официальных заявлений со стороны Правительства и Банка России по введению Базеля II уже в 2008-2009 гг.[89]

«Базель II» - это консультативный документ, вносящий изменения и дополнения в действующие стандарты регулирования достаточности банковского капитала (Базельское соглашение по капиталу, первоначально подписанное в 1988 году). «Базель II» устанавливает общие методические подходы к расчету достаточности капитала, принципы осуществления специальных процедур надзора за достаточностью капитала со стороны органов банковского надзора, а также требования по раскрытию банками информации о капитале и рисках в целях усиления рыночной дисциплины. [90]

В «Базель II» включен и специальный раздел по вопросам секьюритизации, который будет оказывать влияние на порядок совершения сделок секьюритизации (Глава IV. «Кредитный риск – правила оценки риска при совершении сделок секьюритизации активов»). Соглашение «Базель II» должно определить, в какой степени и при каких условиях банк сможет воспользоваться льготой по регулятивному капиталу,

[89] UBS Investment Bank Financial institutions advisory capabilities / UBS Advisory Services. – November, 2006.
[90] Securitisation in Russia: Ways to Expand Markets and Reduce Borrowing Costs. Position Paper of the International Financial Corporation's Technical Working Group on Securitization. – March 2005. (www.ifc.org/ifcext/gfm.nsf/AttachmentsByTitle/SM-SecuritizationRussia-Eng/$FILE/SM-SecuritizationRussia-Eng.pdf)

рассчитанному в соответствии с требованиями банковского законодательства (regulatory capital relief), в случае секьюритизации своих активов, а также, какой объем капитала, рассчитанного в соответствии с требованиями законодательства, должен быть распределен банком, приобретающим обеспеченные активами ценные бумаги. Соглашение «Базель II» также будет содержать правила, касающиеся того, какой объем капитала, рассчитанного в соответствии с требованиями применимого законодательства, должен выделяться для открытия кредитных линий для повышения ликвидности. [91]

Говоря о возрастающем давлении на капитал российских банков также необходимо отметить, что с 1 января 2007-го вступили в силу поправки в банковское законодательство, согласно которым кредитные организации с капиталом менее 5 млн. евро (их в России около 40%) не имеют права уменьшать размер собственных средств, с которым они встретили нынешний год. Если регулятор зафиксирует уменьшение собственного капитала ниже 5-милионной отметки и кредитная организация не исправит положение в течение трех месяцев, то лицензия будет отозвана.[92] На первый взгляд данные поправки – не повод для беспокойства: просто не нужно уменьшать размер собственных средств. Однако собственный капитал легко может «сдуться» вопреки желанию акционеров и менеджмента, если, скажем, банк выдаст множество «плохих» кредитов, столкнется со значительными невозвратами, которые приведут к убыткам.

Подводя итоги проведенного нами в этом параграфе анализа современного состояния банковского сектора России, сделаем два важнейших вывода. *Первый* заключается в том, что в настоящее время уже достаточно сформировались банковские активы. Преодоление отметки в $1 трлн. по оценкам авторитетного банка UBS, как уже отмечалось ранее, ожидается уже к 2010 году. Совокупный размер кредитов только физическим лицам в 2006 году достиг рекордных $80 млрд. *Второй* вывод основывается на падении капитализации российской банковской системы и все возрастающем давлении на капитал.

Как известно, увеличение капитала возможно четырьмя основными способами:

- ✓ Капитализация прибыли
- ✓ Привлечение стратегического инвестора
- ✓ Поддержка акционеров
- ✓ Рынок капитала

---

[91] Securitisation in Russia: Ways to Expand Markets and Reduce Borrowing Costs. Position Paper of the International Financial Corporation's Technical Working Group on Securitization. – March 2005. (www.ifc.org/ifcext/gfm.nsf/AttachmentsByTitle/SM-SecuritizationRussia-Eng/$FILE/SM-SecuritizationRussia-Eng.pdf)

[92] Гуманков К., Кочкин А. Рейтинг банков: чей капитал? // Финанс. – 2007. – №16.

Капитализация прибыли является крайне нестабильным источником капитала. Это связано со многими причинами. Во-первых, у российских банков высока доля спекулятивных доходов (торговля ценными бумагами), что может являться стабильным источником прибыли только на растущих рынках и то с высокой степенью неопределенности. Во-вторых, расширение бизнеса российских банков ведет к существенному росту издержек. Банки, достигнув определенной точки своего развития, начинают жертвовать своей прибыльностью ради дальнейшего укрепления бизнеса (например, открытие новых отделений, установка банкоматов и т.д.). И, наконец, капитализация прибыли не является стабильным источником банковского капитала в связи с постоянным наличием определенного риска спада экономики и всего рынка.

Привлечение стратегического инвестора становится достаточно распространенным явлением на российском рынке. К ноябрю 2006 года доля иностранного капитала в капитале российского банковского сектора достигла 14% (6% в 2004 году).[93] Этому в первую очередь способствовали постепенная либерализация и рост привлекательности российского банковского сектора.[94]

Таблица 10. Основные инвестиции иностранных банков в российский банковский сектор

Импэксбанк	Raiffeisenbank
Росбанк	Societe Generale
ММБ	UniCredito
Инвестсбербанк	OTP
КМБ Банк	Banka Intesa
Дельта Кредит	Societe Generale
Дельта банк	General Electric Finance
КВЕСТ банк	Hansabank
Хоум Кредит	PPF Group N.V.
Русфинанс банк	Societe Generale
Промсвязьбанк	Commerzbank

Источник: По материалам Презентации Елены Романовой, аналитика службы рейтингов финансовых институтов Standard & Poor’s, январь 2007.

Однако, в настоящее время далеко не все владельцы банков готовы «делиться» своим бизнесом с иностранными инвесторами, причем не планируют этого делать и в ближайшее время. Инвестиции иностранных банков в российский банковский сектор будут увеличиваться, поскольку еще недостаточно высоки по сравнению с другими

[93] По материалам семинара «Банковский сектор в России в 2007 г.: год сдержанного оптимизма», который состоялся 25 января 2007 г. в гостинице «Мариотт Ройал Аврора» в Москве.

[94] С недавних пор зарубежным инвесторам разрешили не согласовывать с ЦБ приобретение доли в российском банке, если она не превышает 20%. Ранее необходимо было получать разрешение, если речь шла о покупке более 1% (*Прим. автора*).

странами. Например, доля иностранного капитала в совокупном капитале банковской системы Украины составляет более 20%, Польши –60%, а Венгрии и вовсе 90% (см. Приложения, Диаграмма 14). Однако, по мнению автора, массовый характер эти сделки не приобретут. В России огромное множество небольших региональных банков, которые не обладают широкой розничной сетью, а соответственно вряд ли будут представлять большой интерес для иностранцев. Также мнение автора связано с наличием некоторого разумного «предела» по допуску иностранных банков в российский банковский капитал, контролируемый со стороны Центрального Банка. Даже уже сейчас в деловой литературе все чаще встречаются мнения о необходимости законодательного ограничения зарубежных инвесторов.

Таким образом, <u>именно рынок капитала станет основным источником привлечения банковского капитала</u>, а секьюритизация банковских активов, как одна из возможностей рынка капитала, может стать важнейшим способом банков:

- *по повышению ликвидности* (превращая часть неликвидных активов в ценные бумаги, банк имеет возможность путем их продажи на рынке привлечь средства и вложить их в менее рисковые или более ликвидные активы);
- *по соблюдению требований достаточности капитала* (в результате переоформления активов в ценные бумаги уменьшается объем активов, взвешенных по степени риска, т.е. значение знаменателя данного показателя, уменьшается, следовательно, норматив повышается);
- *по получению дополнительной прибыли* (продавая ссуды, банки получают дополнительную возможность разместить полученные денежные средства в новые активы и получить дополнительный доход, помимо этого банки получат вознаграждение за обслуживание, инкассацию процента и платежей по основному долгу, а также за экспертизу и надежность условий);
- *по снижению стоимости заимствований* (связано с продажей «хороших» активов, риск по которым невелик);
- *по диверсификации риска* (под обеспечение средне- или долгосрочными кредитами можно осуществить несколько выпусков краткосрочных ценных бумаг, получая ресурсы от продажи краткосрочных бумаг, банк может использовать их для более надежного размещения, что позволит покрыть кредитный риск от низких процентных ставок, и от непогашения кредита);
- *по диверсификации своих портфелей* (банки имеют возможность как бы выдавать одну и ту же ссуду разным клиентам на разные сроки, цели, под различное обеспечение, и по разной процентной ставке).

3.2. Становление и основные направления развития секьюритизации активов в России

В 1996 году Правительство РФ по инициативе Минфина, Минэкономразвития, Минюста России и других федеральных органов образовало ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» (АИЖК), взяв на вооружение американский опыт секьюритизации ипотечных кредитов. Как мы показали в первой главе дипломной работы, основой развития секьюритизации ипотеки в США стало создание государством таких учреждений как Джинни Мэй, Фэнни Мэй и Фредди Мак, целью которых было обеспечение дополнительной ликвидности вторичному ипотечному рынку, покупка и продажа закладных и выполнение роли гаранта при проведении сделок. Создание АИЖК можно рассматривать с определенной долей условности как первую в РФ попытку секьюритизации ипотечных кредитов. АИЖК разработала в 1998 году на основе совместных консультаций с компанией Фэнни Мэй систему ипотечного кредитования, в соответствии с которой ипотечные кредиты выдаются непосредственно банками, а Агентство через свои региональные агентства выкупает эти кредиты у банков, выплачивая последним небольшое комиссионное вознаграждение.

В соответствии с Постановлением Правительства РФ от 26 августа 1996 г. N 1010 «Об Агентстве по ипотечному жилищному кредитованию», Постановлением Правительства РФ от 25 августа 2001 г. № 628 «Об утверждении правил предоставления государственных гарантий Российской Федерации по заимствованиям ОАО «АИЖК», а также Уставом и Бизнес-планом Агентства непосредственной целью АИЖК являются:

- создание единых стандартов ипотечного жилищного кредитования;
- обеспечение доступности ипотечных кредитов для широких слоев населения на всей территории России;
- создание возможности рефинансирования для ипотечных кредиторов;
- создание вторичного рынка для обязательств, обеспеченных ипотекой;
- формирование рынка ипотечных ценных бумаг.[95]

Планы АИЖК на этапе его начала деятельности по различным источникам из периодической литературы были действительно грандиозными для того времени. Так, в частности планировалось, что до конца 2001 года Агентство по ипотечному жилищному кредитованию должно выпустить первые ипотечные облигации, гарантированные средствами федерального бюджета на сумму 2 млрд. рублей. В октябре этого же года АИЖК договорилось с МФК (Международная финансовая корпорация) о

[95] www.ahml.ru – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК)

консультировании по вопросу подготовки и организации этого выпуска облигаций. Объем первого ипотечного займа планировался в размере 200 млн. рублей.[96]

Разработанная АИЖК схема предполагала, что банк выдает клиенту ипотечный кредит сроком на 10 лет под 15% годовых, принимает от него обязательство по погашению кредита и оформляет закладную на приобретаемое жилье. Далее агентство выкупает у банка права требования по кредитам и закладную, выплачивая ему определенную премию. После этого оно выпускает ипотечные облигации на 10 лет, гарантированные государством и уже обеспеченные закладной. При этом размер купонной ставки по ним устанавливается ниже, чем процент по кредиту. Ведь АИЖК из этой разницы необходимо окупить свои издержки и заплатить за услуги банку. На вырученные деньги происходит рефинансирование всей этой схемы.[97]

Правительство обязало АИЖК выпускать облигации, номинированные только в рублях. Купон по ним также должен быть рублевым. Следовательно, рублевыми должны быть и ипотечные кредиты. Вместе с тем процентная ставка по ипотечным кредитам преимущественно привязывается к иностранной валюте. Облигации Агентства были рассчитаны на крупных институциональных инвесторов (прежде всего Пенсионный фонд), так как они позволят в будущем защитить средства от инфляции в силу плавающей купонной ставки. Как Пенсионному фонду РФ, так и частным пенсионным фондам такие «длинные» обеспеченные облигации, гарантированные государством и ипотекой, были бы очень интересны. Ведь Минфин после дефолта проводил консервативную политику заимствований, и государственных бумаг на рынке было немного, тем более длинных.

Однако первую попытку следует признать неудачной. На начало 2002 года только 10% уставного капитала АИЖК в размере 160 млн. рублей, сформированного за счет средств федерального бюджета, было направлено Агентством на основную деятельность. Более того, оно не сумело даже сохранить средства, выделенные из федерального бюджета на формирование уставного капитала: в 2001 году было проведено единовременное списание 45 млн. руб. как убытков прошлых лет.

Правда, деятельность АИЖК не стоит на месте. Четыре года назад АИЖК рефинансировало всего несколько десятков кредитов, а уже в 2006 г. агентство выкупило более 39 000 закладных на сумму, превышающую 27 млрд. руб. Чистая прибыль АИЖК за 2006 г. увеличилась в 4,7 раза по сравнению с 2005 г. и составила 345,6 млн. руб.[98]

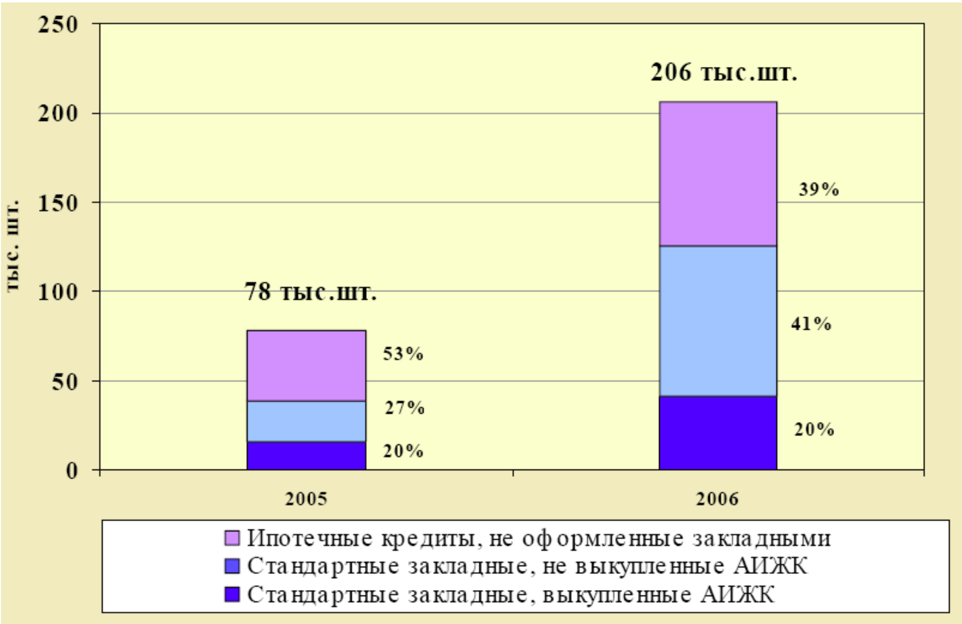
---

[96] Кузин А. Рублем по ипотеке // Финансовая Россия. – 2001. – №43.
[97] Банки подключаются к ипотеке // Финанс. – 2003. – №21.
[98] Воронова Т. АИЖК удвоили капитал // Ведомости. – 2007. – №64.

В настоящее время на рынке обращаются облигации АИЖК девяти выпусков на общую сумму почти 25 млрд. руб.[99] Дебютный выпуск корпоративных облигаций АИЖК состоялся 24 апреля 2003 года, когда по открытой подписке было размещено 1070 облигаций номинальной стоимостью 1 000 000 руб. Благодаря усилиям организаторов (Внешэкономбанк, Ренессанс Капитал, МДМ Банк) спрос на облигации АИЖК превысил объем выпуска более чем в 1,7 раза, что явно свидетельствовало об интересе со стороны участников рынка. В марте 2007 года облигации АИЖК серий А5, А7 и А8 были включены ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» в котировальный список «А» второго уровня.

Как видно из Диаграммы 15 доля стандартных закладных в 2006 году выросла с 47% до 61%. Ипотечные кредиты, не оформленные закладными, составляют 39% от всех 206 тыс. зарегистрированных ипотек физических лиц на жилые помещения, приобретенные с использованием кредита или целевого займа. По оценкам самого АИЖК доля агентства на рынке ипотечного кредитования в 2006 году не изменилась и составила 20%.

Диаграмма 15. Рынок ипотечного кредитования в России



Источник: По материалам Презентации Генерального директора АИЖК Александра Семеняки «Рынок ипотечного кредитования в России. Итоги и перспективы развития», март 2007. (www.ahml.ru)

В апреле Росстрой направил дополнительные 4,5 млрд. руб. в качестве взноса в уставный капитал АИЖК. До этого момента уставный капитал агентства составлял 5,09 млрд. руб., а выделяемые АИЖК средства запланированы законом о бюджете. По сути, АИЖК – это финансовый институт, который не может финансироваться только за счет долгов. С увеличением активов должен расти собственный капитал. Агентство

[99] www.micex.ru – Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ)

ориентируется на нормативы ЦБ, по которым достаточность капитала эмитента ипотечных бумаг должна превышать 14%. Агентство пока не может увеличивать свой уставный капитал без государственных взносов.

Помимо взноса в капитал государство в этом году предоставит АИЖК государственные гарантии для выпуска корпоративных облигаций на 16,6 млрд. руб. По оценке аналитика МДМ-банка Михаила Галкина, государственные гарантии привлекают инвесторов к облигациям АИЖК и обеспечивают этим бумагам все более уверенное положение на рынке. «Иностранные инвесторы в последнее время обратили на облигации АИЖК пристальное внимание, даже несмотря на отсутствие рейтинга у агентства. Переподписка по девятому выпуску была многократная. В итоге спрэды к ОФЗ облигаций АИЖК по длинным выпускам сократились с конца 2006 года с 1,5-1,6 п. п. до 1,1-1,2 п. п., хотя они все еще сильно выше, чем у облигаций "Газпрома" и РЖД».[100]

Так, если первоначальные выпуски облигаций АИЖК в 2003-2004 гг. имели купонную ставку в 11%, то в последующие года удавалось ее постоянно снижать, а по итогам размещения последнего девятого выпуска в феврале 2007 года ставка купона и вовсе составила 7,49%.[101]

Выпускаемые облигации Агентства по ипотечному жилищному кредитованию не являются ни ипотечными, ни эмиссионными – это просто корпоративные облигации, обеспеченные гарантиями Правительства РФ, а не реальными пулами закладных. Данные бумаги не имеют статуса ипотечных ценных бумаг, поскольку формально не регулируются Законом «Об ипотечных ценных бумагах». Достаточно часто в деловой российской литературе такого рода бумаги называют «квазиипотечными облигациями»[102], а их выпуск – «квазисекьюритизацией»[103]. Причем некоторые авторы видят в таких «квазиипотечных» схемах причины все возрастающего давления на классическую банковскую систему, поскольку из-за своей природы эти схемы вряд ли способны обеспечить устойчивое развитие ипотеки в России.[104]

Московское областное ипотечное агентство (МОИА), Агентство по ипотечному жилищному кредитованию Кемеровской области (АИЖК КО), равно как и коммерческие банки Московское ипотечное агентство (МИА) и Жилфинанс также эмитируют обычные корпоративные облигации, не являющиеся ипотечными ценными бумагами. Причем каждая из перечисленных организаций осуществила буквально по паре незначительных по объему выпусков. Например, достаточно известное Московское ипотечное агентство

[100] Воронова Т. АИЖК удвоили капитал // Ведомости. – 2007. – №64.
[101] www.micex.ru – Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ)
[102] Например, в статье Семенов А., Фесенко В. Проба пера // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №4.
[103] Например, в статье Технологии рынка: Река иностранных денег // Ведомости. – 2006. – №213.
[104] Любимцев М. Ипотечные бумаги для ипотечного бума // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №19.

(МИА) за всю свою историю развития (этот банк был создан в 1999 году московским Правительством как еще одна попытка создания механизма секьюритизации ипотечного кредитования после создания АИЖК) на текущий момент осуществило всего три выпуска облигаций общей номинальной стоимостью 3,82 млрд. руб.[105]

Уже в процессе завершения работы над данным дипломным проектом автору стало известно, что АИЖК направило в Федеральную службу по финансовым рынкам (ФСФР) проспект эмиссии облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами. На российском рынке это будет вторая сделка по рублевой секьюритизации ипотеки, осуществленной в соответствии с российским законодательством.[106] Размещение произойдет в конце мая, организатором сделки выступает Citigroup, юридическими консультантами – Clifford Chance и российская «Линия права», в качестве спецдепозитария был выбран Газпромбанк. Ипотечные облигации АИЖК на общую сумму чуть более 3 млрд. руб. будут размещаться одновременно тремя траншами с разными уровнями риска, предполагающего различную доходность бумаг. Объем старшего транша составит 2,9 млрд руб., он будет размещаться по открытой подписке по номиналу с конкурсом по купону и сроком погашения в 2039 году. Объем второго транша облигаций класса "Б" с аналогичным сроком погашения составит 2,6 млрд. руб. Бумаги будут размещены по номинальной стоимости по закрытой подписке в пользу ЕБРР и АИЖК. Объем третьего, младшего транша облигаций класса "В" не раскрывается, но предполагается, что он будет меньше, чем объем второго транша.[107] Главной особенностью данной сделки по сравнению с аналогичной сделкой Совфинтрейда будет являться то, что впервые в рамках российского законодательства выпуск будет осуществлен в виде траншей.

Поэтому на основании всей проанализированной информации можно сделать однозначный вывод, что, несмотря на первые неудачные попытки, Агентство по ипотечному жилищному кредитованию по мере совершенствования российского законодательства[108] имеет все шансы занять лидирующие позиции на рынке секьюритизации ипотеки в России.

Начало деятельности других участников ипотечного рынка – ипотечных закрытых паевых инвестиционных фондов (ипотечные ЗПИФы) и вовсе поставило под сомнение не только целесообразность введения таких инструментов, как ипотечные ценные бумаги, но и смысл принятия закона об ипотечных ценных бумагах.[109] По данным аналитического портала «Ипотечное кредитование и секьюритизация в России» на текущий момент (май

[105] www.micex.ru – Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ)
[106] Первая сделка – секьюритизация Совфинтрейда, см. §3.3.2. (*Прим. автора*)
[107] Дементьева С. АИЖК анонсировало рублевую секьюритизацию ипотеки // Коммерсант. – 2007. – №47.
[108] О существующих юридических проблемах см. §3.4.1. (*Прим. автора*)
[109] Подробнее об этом см. Глава 3, § 3.4.1. Правовые проблемы в развитии института секьюритизации.

2007 года) действуют 10 паевых ипотечных фондов, первый из которых – ЮГРА Ипотечный Фонд – был зарегистрирован 20 апреля 2005 года, а последний – Астерком - ипотечный – 4 декабря 2006 года.[110] Таким образом, процесс секьюритизации ипотечных кредитов в России начался с октября 2005 года с помощью ипотечных ЗПИФов.[111]

Все ИЗПИФы работают на базе ипотечных продуктов одного «эмитента». Например, «ЮГРА Ипотечный Фонд» - приобретение закладных у банков - первоначальных кредиторов на территории Ханты - Мансийского автономного округа (по социальным программам Администрации ХМАО); «Ипотечный фонд N1» - для обслуживания «МИЭЛЬ-недвижимости»; «НВК – Городская ипотека» - работает с Городским Ипотечным Банком; «Первый ипотечный» и «Второй ипотечный» - базируется на закладных, рефинансированных АИЖК; «Первый Объединенный» - с банком «Совфинтрейд»; «КИТ – Фонд ипотеки» - работает с инвестиционным банком «КИТ Финанс»; «ИнвестКапитал - фонд ипотечный» - с «ИнвестКапиталБанком». И это не прихоть управляющих, а суровая реальность – ипотечные продукты разных «эмитентов» практически не совместимы в одном ипотечном фонде и по содержанию, и по сервисному обслуживанию.

Процесс полноценной секьюритизации все в большей степени начинает распространяться в России. Год 2006 можно назвать действительно поворотным в истории развития российского института секьюритизации, он еще неоднократно будет упоминаться как «год прорыва». В 2006 году в странах СНГ было проведено двенадцать сделок по секьюритизации активов на общую сумму $3 642 млн., в том числе в России – десять сделок на сумму $3 392 млн.[112] При этом в последний год по сравнению с 2003-2005 гг. наблюдается расширение рынка за счет привлечения новых категорий активов. Десять упомянутых сделок в России включают сделки с ценными бумагами, обеспечиваемые ипотечными кредитами, проведенные Внешторгбанком, Городским Ипотечным банком и Совфинтрейдом (дочерняя компания Газпромбанка), и сделку Российских железных дорог с лизинговым обеспечением, категории активов в которых являются абсолютно новыми для секьюритизации в России. К оставшимся сделкам относятся сделки DPR (диверсифицированные платежные права) Альфа-Банка и МДМ-банка, секьюритизация потребительских кредитов Банком «Русский Стандарт», а также секьюритизация автокредитов МДМ Банком и Банком «Русский Стандарт» (см.

[110] www.rusipoteka.ru – Ипотечное кредитование и секьюритизация в России
[111] Иванов О. Ипотечные ценные бумаги: миф или реальность // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №23.
[112] Собственные оценки на основе различных открытых источников, включая периодическую литературу, сайты эмитентов, материалы конференций, а также на основе предпродажных отчетов (Pre-sale Reports) и отчетов о новых выпусках (New Issue Reports) рейтинговых агентств. При расчете обменных курсов валют были использованы данные на дату завершения сделок (*Прим. автора*).

Приложения, Таблица 11). Это было обусловлено хорошими результатами 2005 года, когда были реализованы три сделки на общую сумму приблизительно 500 млн. долл. США, включая первую секьюритизацию активов, расположенных в России. Факт появления в России сделок секьюритизации существующих активов свидетельствует о динамичном развитии российского рынка структурного финансирования, а также говорит о наработке определенного опыта и о возросшем уровне доверия оригинаторов и инвесторов к российским инструментам структурного финансирования.

Необходимость секьюритизации банковских активов в России вызвана ужесточением требований Банка России к российским банкам по размеру капитала и величине риска, которые приводят к необходимости проведения более активной политики и решения проблемы минимизации рисков, не возврата кредитов. Расширение масштабов потребительского и ипотечного кредитования по всей России, как мы уже показали в первом параграфе этой главы, создает реальные предпосылки для коммерческих банков в поисках путей снижения риска и привлечения дополнительных денежных средств обращаться к опыту развития секьюритизации за рубежом. В результате повышения спроса на кредиты со стороны населения многие банки и иные кредиторы обратились к секьюритизации как к источнику более дешевого финансирования.

На сегодняшний день в сделках секьюритизации активов в России, общий объем которых составил $5,442 млрд., в качестве оригинаторов приняли участие 9 финансовых организаций (Росбанк, Союз Банк, Банк Русский Стандарт, Хоум Кредит энд Финанс Банк, Альфа-Банк, Внешторгбанк, Городской Ипотечный Банк, МДМ Банк и Совфинтрейд) и 2 организации нефинансового сектора (Газпром и ОАО «Российские железные дороги»[113]), на которые пришлось 32% ($ 1,740 млрд.) от общего объема сделок секьюритизации. Крупнейшей по объему оказалась сделка с участием ОАО «Газпром», проведенная в 2004 году и составившая 23% от общего объема сделок секьюритизации. Как мы уже отмечали, в 2006 году объем сделок составил $3,392 млрд., или 62% от общего объема сделок секьюритизации, проведенных с участием российских оригинаторов.[114]

По классам секьюритизированных активов наиболее популярной у российских оригинаторов по суммарной величине оказалась секьюритизация пулов активов, в основе которой лежал выпуск ценных бумаг, обеспеченных диверсифицированными будущими

---

[113] Фактическими оригинаторами выступили «Магистраль Финанс», ООО «Инвестиционный партнер» и ООО Финансовая Компания «Объединенные депозитарии» (*Прим. автора*).

[114] Собственные оценки на основе различных открытых источников, включая периодическую литературу, сайты эмитентов, материалы конференций, а также на основе предпродажных отчетов (Pre-sale Reports) и отчетов о новых выпусках (New Issue Reports) рейтинговых агентств. При расчете обменных курсов валют были использованы данные на дату завершения сделок (*Прим. автора*).

платежными потоками ($1,405 млрд., две сделки). Второе место занимает сделка, в основе которой лежала экспортная выручка (export receivables), общая величина которой составила $1,250 млрд. (одна сделка). Величина секьюритизируемых активов, в основе которых лежали однородные пулы потребительских кредитов и автокредитов, составили $810 млн. и $807 млн. соответственно. С разницей всего лишь в $3 млн. данные активы по праву занимают третье место с относительными долями всего рынка в 15%. Далее идут сделки, в основе которых лежал выпуск ценных бумаг, обеспеченных лизинговыми платежами ($490 млн., одна сделка), ипотечным кредитованием ($380 млн., три сделки) и поступлениями по кредитным картам ($300 млн., одна сделка) (см. Приложения, Диаграмма 17).

Если взглянуть на сложившуюся картину отдельно в 2006 году, то первое место занимают сделки, в основе которых лежал выпуск ценных бумаг, обеспеченных диверсифицированными будущими платежными потоками ($1 405 млн., две сделки). Далее идут сделки, в основе которых лежал выпуск ценных бумаг, обеспеченных кредитами на покупку автомобилей ($757 млн., две сделки), лизинговыми платежами ($490 млн., одна сделка), ипотечным кредитованием ($380 млн., три сделки) и потребительскими кредитами ($360 млн., одна сделка) (см. Приложения, Диаграмма 18).

Значительный объем выпусков в долларах США имел в качестве обеспечения активы, деноминированные в той же валюте, что позволило избежать необходимости хеджирования валютных рисков. Тем не менее, недавно в ряде сделок было использовано хеджирование валютных и процентных рисков, что позволило увеличить гибкость структуры сделок и осуществить выпуск на международных рынках ценных бумаг, обеспеченных активами, деноминированными в рублях и евро (последний представляет собой валюту, предпочтительную для большого количества европейских инвесторов).

Сделки были реализованы как в формате Reg S, так и в формате 144A. Старшие транши были деноминированы в евро, долларах США и рублях и были предложены инвесторам в Европе, США и Азии. 82% объемов выпусков были деноминированы в долларах США и Евро в примерно одинаковой пропорции, остающиеся 18% объемов выпусков были деноминированы в рублях.

Первоначальные портфели ипотечных закладных, собранные российскими банками, отличались своей неоднородностью. Портфели закладных в 2006 году включали кредиты, деноминированные в долларах США, выданные преимущественно в Москве и Санкт-Петербурге. В сделке Совфинтрейда был использован портфель рублевых закладных, имеющих преимущественно региональный характер.

Ограниченность кредитной истории портфелей закладных является одним из аспектов, которые должны принимать во внимание организаторы, операторы вторичного рынка ипотечного кредитования, рейтинговые агентства и инвесторы. Как стало известно из источников обязательного раскрытия информации по ряду сделок с ценными бумагами с ипотечным покрытием, постоянная норма досрочного погашения портфелей закладных (CPR) имеет общую тенденцию роста от 15%. Как и предполагается в случае низкого фактора сезонности выплат по закладным и при наличии относительно хорошей экономической конъюнктуры последних лет, уровни непогашения и просрочек по выплатам находятся на довольно низком уровне.

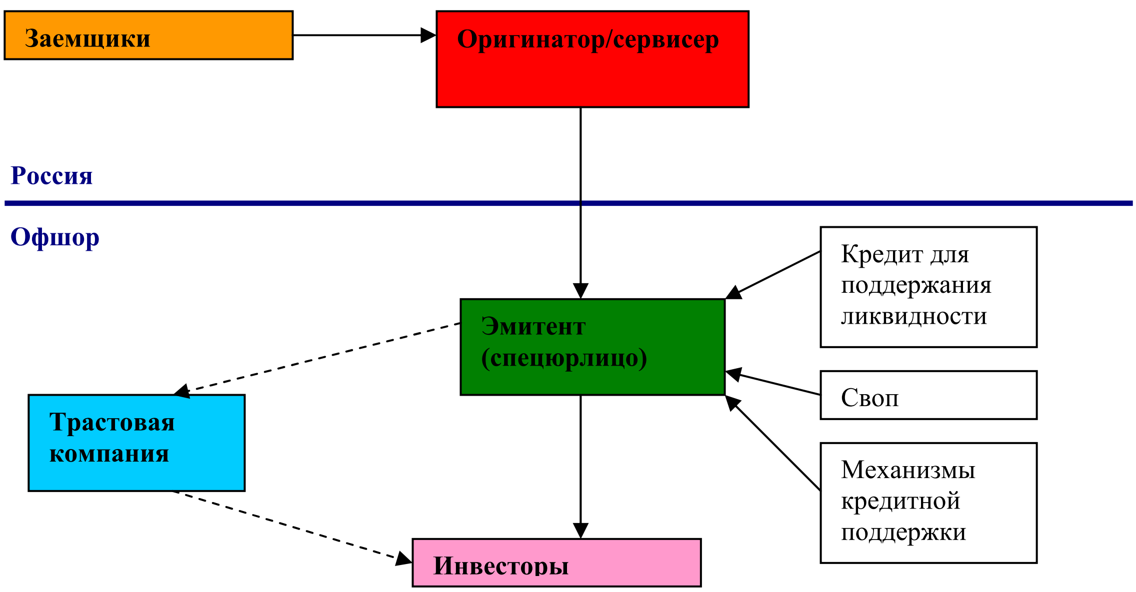
Целый ряд инновационных элементов был использован в структурах сделок с ценными бумагами, обеспеченными активами, с целью управления валютными и процентными рисками. Также в некоторых сделках наблюдались ограниченные периоды префинанисрования и возобновляемые периоды для более краткосрочных активов.

Имеет смысл сравнить полученные результаты с уже рассмотренными нами во второй главе показателями секьюритизации в странах ЕС. Рынок обеспеченных ценных бумаг ЕС многократно превышает существующий отечественный рынок такого рода активов – на конец 2005 года в Европе было выпущено ценных бумаг на €327 млрд., а на конец 2006 года уже на €459 млрд.[115] При этом 44,70% от общего объема секьюритизированных ценных бумаг были обеспечены ипотечными кредитами (RMBS), а к концу 2006 года доля ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, возросла до 53,3% от общего объема. Второе место по доле от общего объема обеспеченных ценных бумаг в 2005 году пришлось на ценные бумаги, обеспеченные пулом из различных типов долговых инструментов (Collateralised debt obligations, CDO) – 14,7%. Доля данного вида обеспечения также показала значительный рост в долевом отношении и в 2006 году достигла 19,18% от общего объема. Также значительную долю по форме обеспечения занимают кредиты, выданные под коммерческую недвижимость (CMBS). В 2005 году на них пришлось 11,8% от общего объема обеспеченных ценных бумаг, в 2006 году – 13,10%. Причем следует отметить, что кредиты, выданные под коммерческую недвижимость, вовсе не используется в качестве обеспечения ценных бумаг, выпущенных российскими оригинаторами. Кредитование (коммерческое, потребительское и корпоративное) и автокредитование в Европе в 2006 году заняло незначительную долю по форме обеспечения, нежели в сделках с участием российских оригинаторов – 3,42% и 2,55% в Европе против 11% и 22% в России соответственно (см. Приложения, Диаграмма 3, Диаграмма 4, Таблица 5).

[115] European Securitisation Forum, ESF (www.europeansecuritisation.com)

Практически все сделки, проведенные в России, являются так называемыми «трансграничными сделками» (cross border securitization). Трансграничная сделка означает, что эмиссию ценных бумаг осуществляет спецюрлицо, находящееся в оффшорной зоне, а должниками, производящими выплаты по секьюритизированным активам, являются резиденты России, как физические, так и юридические лица. Спецюрлицо (SPV, special purpose vehicle) регистрировалось на территории РФ за всю историю российской секьюритизации только один раз.[116] В остальных сделках специально созданное юридическое лицо регистрировалось под разными юрисдикциями, в основном – это Люксембург и Нидерланды. Такие сделки позволяют российским компаниям осуществлять секьюритизации в условиях полного отсутствия российского законодательства в этой области, а также, если речь идет о секьюритизации ипотечных кредитов, - сделать это, скажем так, более качественно и безопасно.

Схема 7. Пример трансграничной структуры



Источник: собственное представление

То же самое можно сказать и о торговых площадках, на которых проходил листинг и обращаются обеспеченные ценные бумаги. В основном организаторы предпочитают Ирландскую и Люксембургскую фондовые биржи. При этом следует отметить, что некоторые сделки не предполагали обращаемости ценных бумаг на бирже, например, сделка с участием Газпрома.

[116] см. §3.3.2. Ипотечные секьюритизации Совфинтрейда в 2006 г. (*Прим. автора*)

3.3. Характеристика схем секьюритизации активов, используемых российскими банками в настоящее время (на примере Альфа-Банка и Совфинтрейда)

Перейдем теперь к непосредственному рассмотрению структур российских сделок. В связи с определенной ограниченностью рамок данной дипломной работы не представляется возможным рассмотреть все транзакции, число которых только в 2006 году составило девять штук. Несмотря на то, что практики постоянно говорят об уникальности каждой из проводимых в мире секьюритизаций, а также о том, что крайне тяжело найти хотя бы две абсолютно идентичные сделки, схожие по всем параметрам,[117] все российские сделки, как мы уже обнаружили, являются трансграничными, они полностью копируют зарубежный опыт и никаких финансовых нововведений при их структурировании не подразумевают. Поэтому автор решил остановиться на двух сделках, а именно: секьюритизации Альфа-Банка своих диверсифицированных платежных прав (Diversified Payment Rights, DPR) в марте 2006 года и ипотечной секьюритизации Совфинтрейда в декабре того же года. Первая из перечисленных привлекла внимание автора достаточно сложной структурой и тем, что в литературе избегали ее подробного описания, а вторая – своей уникальностью и ролью в дальнейшем развитии всего института секьюритизации в России.

3.3.1. Секьюритизация платежных прав Альфа-Банка в 2006 году

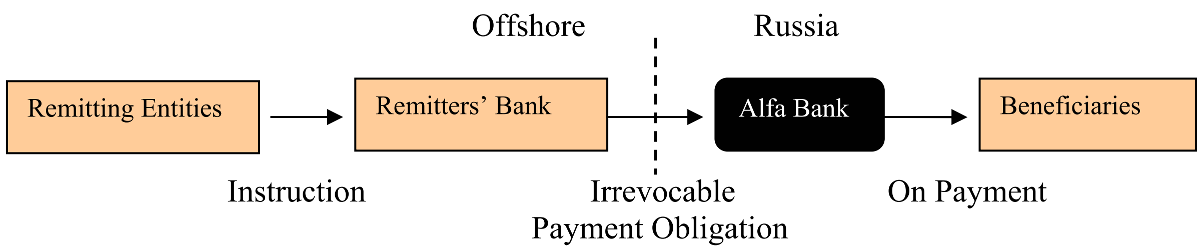
30 марта 2006 года Альфа-Банк успешно провел свою дебютную секьюритизацию – компания Alfa Diversified Payment Rights Finance Co. S.A. выпустила облигации серии 2006-A на срок до 2011 г. и общим объемом $350 млн. Этот выпуск получил прайсинг на уровне начальной целевой установки, а именно: 160 базисных пункта + трехмесячная ставка Либор. Транзакция привлекла огромный интерес со стороны инвесторов, как европейских, так и американских, среди которых преобладали банки и хедж фонды. «*Альфа-банк – лидер в инновациях на российском рынке… Выпуск ценных бумаг, обеспеченных поступлениями будущих периодов, обеспечит диверсификацию источников фондирования нашего банка. Мы верим, что создали очень успешный прецедент и довели документацию по этой сделке к новым стандартам в практике российских банков. Мы*

[117] В частности, такая точка зрения многократно приводится в монографии Ханса Питера Бэра Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006.

также полагаем, что смогли предложить определенные инновации при структурировании сделки, которые до этого в мировой практике не использовались».[118]

Транзакция Альфа-Банка – первая в России программа выпуска ценных бумаг, обеспеченных поступлениями будущих периодов (Diversified payment rights, DPR) – текущие и будущие требования банка к плательщикам, производящим платежи на его корреспондентские счета. DPR выпускаются в форме платежных поручений стандарта Общества всемирных межбанковских финансовых телекоммуникаций (SWIFT) серий MT102s/103s/202s, включающих в себя любые сообщения (электронные или иные) с инструкциями Альфа-Банку совершить платеж на конкретную сумму другому бенефициару.

Схема 8. Обзор структуры транзакции Альфа-Банка



Источник: По материалам презентации Lyudmila Khrapchenko (Alfa-Bank), Jim Patti (Brown, Rowe & Maw LLP) "Alfa-Bank's DPR Securitization".

Альфа-Банк секьюритизировал поступления будущих периодов, относящиеся к:

- Экспортным платежам;
- Кредитам юридических лиц;
- Депозитам юридических лиц;
- Иностранным прямым инвестициям;
- Другим коммерческим платежам и
- Денежным переводам.

Альфа-Банк осуществил данную транзакцию по следующим причинам.

1. Необходимость улучшения эффективности фондирования. Дешевое финансирование является важнейшей задачей для всех частных банков в России, поскольку они имеют более низкие кредитные рейтинги (соответственно и более высокую стоимость финансирования) по сравнению с государственными банками.

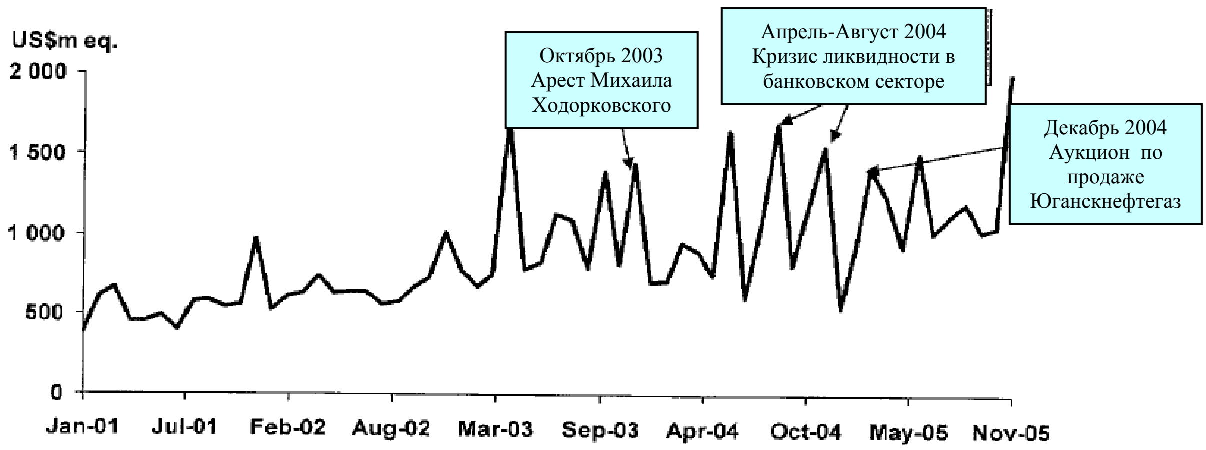
[118] Марко Салви, Руководитель блока «Инвестиционный банк» Альфа-Банка, официальный пресс-релиз (www.alfabank.ru)

2. Отсутствие достаточных пулов других активов. Когда было принято решение о структуре нового фондирования, участие Альфа-Банка в таких сегментах рынка, которые генерируют секьюритизируемые активы (потребительское кредитование, автокредитование, ипотека и др.), было минимально. Таким образом, отсутствовали достаточно сформированные пулы активов.
3. Лидирующая позиция Альфа-Банка. Процессинг платежей везде является основным банковским бизнесом и было бы логичным предположить, что Альфа-Банк, являясь одним из крупнейших российских частных банков, обладает значительными потоками DPR. Данное предположение тут же подтвердилось, когда была получена информация по совокупным суммам платежных поручений SWIFT, обработанных банком.

Альфа-Банк является лидером среди частных банков по обработке платежных поручений SWIFT по общему трафику и третьим из числа всех банков. Сильное положение банка на рынке корпоративных банковских услуг отразилось в значительных экспортных поступлениях, которые возвращаются через оффшорную корреспондентскую сеть. Альфа-Банка также обладает одной из лучших IT систем на рынке, позволяющей крайне эффективно осуществлять процессинг платежей клиентов со средним временем обработки в 4-5 минут.

DPR (Diversified payment rights) потоки демонстрируют крайнюю эластичность в моменты внешних воздействий.

Диаграмма 19. Обзор структуры транзакции Альфа-Банка

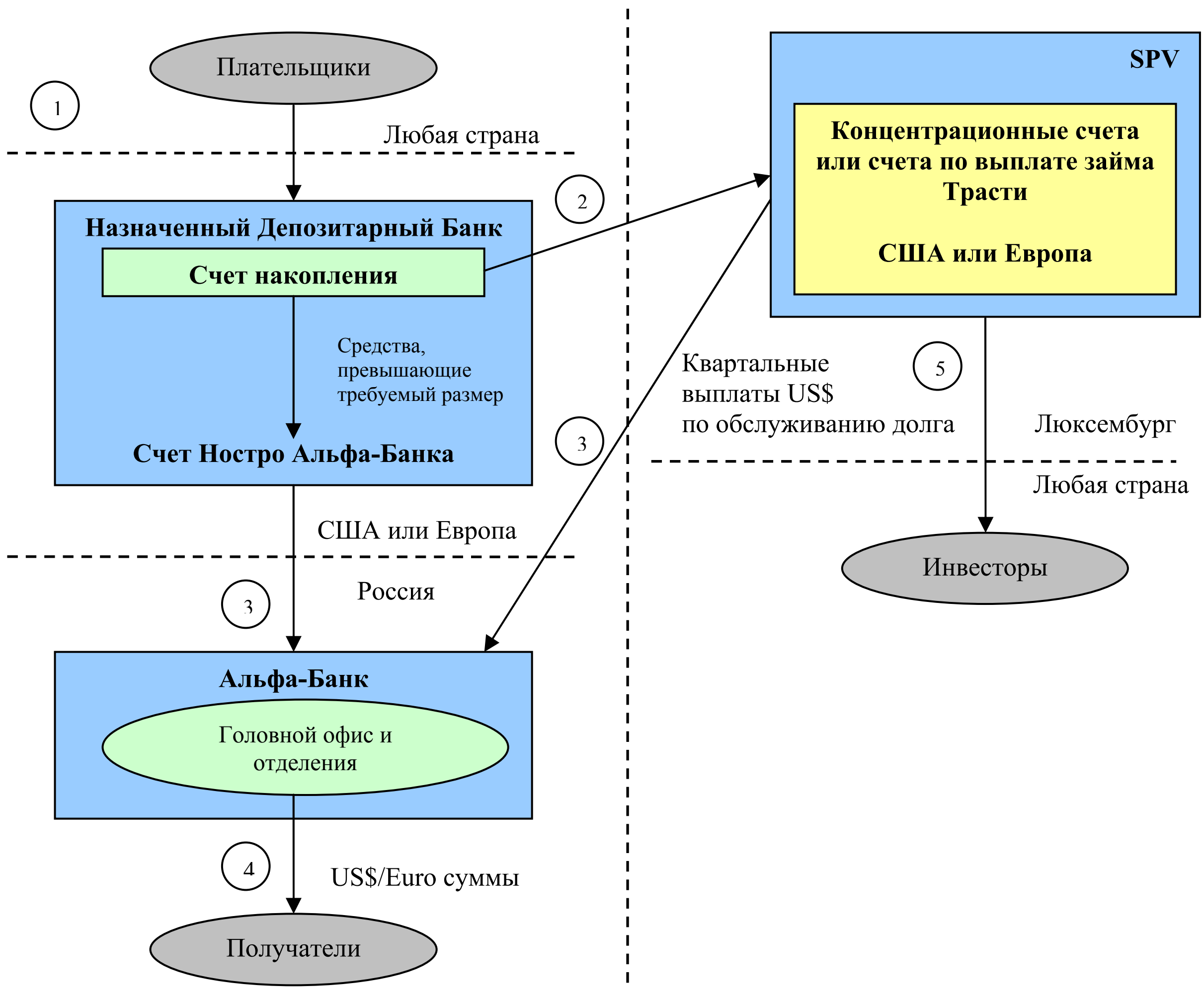


Источник: По материалам презентации Lyudmila Khrapchenko (Alfa-Bank), Jim Patti (Brown, Rowe & Maw LLP) “Alfa-Bank’s DPR Securitization”.

Будучи секьюритизацией поступлений будущих периодов, транзакция Альфа-Банка, как и все обычные секьюритизации, требует эффективных механизмов защиты в случаях дефолта (event of default) или раннего наступления амортизации (amortization event). Эти механизмы реализованы через так называемые Назначенные Депозитарные Банки[119] (Designated Depositary Banks), которые согласились проводить DPR потоки через себя на Концентрационные Счета (Concentration Accounts), открытые на имя доверительного собственника, т.н. Трасти (Trustee) (в пользу SPV или владельцев выпущенных бумаг).

DPR потоки поступают на счета Альфа-Банка, открытые в Депозитарных Банках вне России. Депозитарные банки, которые подписали Договора об открытии счета именуются Назначенными Депозитарными Банками (Designated Depositary Banks, DDBs). Платежи, находящиеся на счетах в DDBs контролируются Трасти (JP Morgan Chase Bank). 88,96% DPR платежей, поступивших в 2005 году, прошли через четыре крупнейших Депозитарных Банка: JPMorgan Chase Bank N.A., New York; Deutsche Bank Trust Company Americas, New York; HSBC Bank USA, New York; Bank of New York, New York. Все DDBs обладают кредитным рейтингом, по меньшей мере, на уровне A+ от Standard & Poor's или схожими рейтингами от других агентств.

Схема 9. Обзор структуры транзакции Альфа-Банка



[119] В связи с отсутствием в российской практике устоявшейся терминологии, здесь и далее предложенный автором вариант перевода может быть произведен некорректно (*Прим. автора*).

Источник: По материалам презентации Lyudmila Khrapchenko (Alfa-Bank), Jim Patti (Brown, Rowe & Maw LLP) "Alfa-Bank's DPR Securitization".

1. Компании (в основном находящиеся за пределами России) инициируют платежи через Альфа-Банк в US$ или Евро получателям, находящимся в России.

2. Назначенные Депозитарные Банки (Designated Depositary Banks, DDBs) все суммы, полученные по платежным поручениям депонируют на Счета накопления (Collection Accounts) (бывшие счета Ностро Альфа-Банка), которые контролируются Трасти в пользу инвесторов. Ежедневно суммы переводятся с Счетов накопления (Collection Accounts) на Концентрационные Счета (Concentration Accounts) до тех пор, пока там накопится достаточно средств для очередной выплаты по долгу.

3. Когда требуемая сумма для любой квартальной выплаты накоплена, Депозитарные Банки посылают дальнейшие DPR суммы в течение этого квартала Альфа-Банку напрямую. Альфа-Банк может предварительно финансировать Депозитный счет (Deposit Account), открытый на Трасти, после чего Депозитарные банки больше не будут посылать средства Тарсти, а будут непосредственно направлять их напрямую Альфа-Банку до конца купонного периода (Interest period).

4. Альфа-Банк платит требуемые суммы в долларах или евро получателям (Payees).

5. Суммы на Концентрационных счетах (Concentration Accounts) и Счетах по выплате займа (Loan Payment Accounts) используются для структурирования выплат основных сумм и процентов инвесторам по каждой из серий выпусков.

Один из ключевых элементов в секьюритизации поступлений будущих периодов заключается в способности Трасти, инвесторов и рейтинговых агентств отслеживать DPR потоки в целях быть уверенным, что в процессе жизни всей транзакции достигается минимальный уровень так называемого избыточного обеспечения (over collateralization). Каждая секьюритизация поступлений будущих периодов пройдет целую серию так называемых Тестов по обслуживанию долга (Debt Service Coverage Test, DSCR), которые оригинатор обязан проводить на месячной или квартальной основе. В общем случае, DSCR будет являться отношением собираемой суммы к максимальному долгу.

Первая в России секьюритизация поступлений будущих периодов по сравнению с необеспеченным финансированием оказалась эффективнее в стоимости такого заимствования, позволив «сэкономить» порядка 25 базисных пунктов. Данная транзакция, как уже было отмечено, получила инвестиционный рейтинг от Moody's и было решено осуществить выпуск по Правилу 144А / Регламенту S. Сделка была хорошо принята американскими инвесторами, которые приобрели порядка 60% нот серии 2006-А.

Подведем теперь некоторые итоги.

1. Несмотря на определенные проблемы при осуществлении этой сделки, секьюритизация Альфа-Банка подтвердила свою эффективность, как с финансовой точки зрения, так и с репутационной и юридической.
2. Несмотря на несовершенное, а иногда и вовсе враждебное по отношению к инвесторам российское законодательство, со стороны рейтингового агентства Moody's были эффективно предприняты соответствующие меры в целях защиты интересов инвесторов, которое присвоило инвестиционный рейтинг всей сделке.
3. Большинство рисков, которые взял на себя банк в процессе транзакции, в действительности незначительны или маловероятны, также как и большинство возможных дефолтов (event of default) и амортизационных событий (amortization event).

7 декабря 2006 г. Альфа-Банк успешно завершил вторую эмиссию в рамках этой программы секьюритизации. Размещение включает в себя два транша облигаций в размере 230 млн. евро серии 2006-B и 260 млн. долларов США серии 2006-C, которые были размещены по номиналу со ставкой купона 3-мес. Euribor +190 базисных пунктов и 3-мес. Libor +190 базисных пунктов, соответственно. Окончательный срок погашения по двум траншам обеспеченных облигаций с плавающей процентной ставкой приходится на декабрь 2011 г. со средним сроком жизни 2,6 лет. Облигации выпущены с участием все той же Alfa Diversified Payment Rights Finance Company S. A. – специализированной компании (SPV), зарегистрированной в Люксембурге и являющейся участником фондовой биржи Ирландии.

Таблица 12. Основные параметры облигаций Серии 2006-B и Серии 2006-C

Заемщик:	Альфа-Банк	
Эмитент:	Alfa DPR Fiance Company S.A.	
Класс активов:	Будущие поступления на собственные корсчета	
Формат:	Правило 144A / Регламент S	
Рейтинг:	Baa3	
Серии:	Серия 2006-B	Серия 2006-C
Сумма:	EUR 230 млн.	US$ 260 млн.
Дата погашения:	Декабрь 2011	Декабрь 2011
Спред:	3-мес. Euribor + 190 б.п.	3-мес. US$ Libor + 190 б.п.
Ср.срок жизни	2,65 года	2,65 года
Листинг	Ирландская фондовая биржа	

Источник: Transaction Summary: Alfa-Bank EUR230 Million Series 2006-B and US$260 Million Series 2006-C Future Flow Diversified Payment Rights Securitisation. – Global Markets & Investment Banking Group Merrill Lynch, 4 December 2006.

Этот выпуск является крупнейшим из когда-либо публично размещенных выпусков подобных бумаг без страхового покрытия (unwrapped) и выводит эту программу по секьюритизации диверсифицированных платежных прав на первые позиции в странах СНГ. В качестве совместных организаторов эмиссии выступили Dresdner Kleinwort, инвестиционное подразделение Dresdner Bank AG, и Merrill Lynch International (Merrill Lynch). Юридическими консультантами по сделке выступили Mayer Brown Rowe & Maw (право штата Нью-Йорк), а также Baker & McKenzie и White & Case (российское право).

Агентство Moody’s Investors Service присвоило обоим траншам, деноминированным как в евро, так и в долларах, рейтинг Baa3. Размещение, осуществленное по Правилу 144A/ Правилу S (Regulation 144A / Regulation S), привлекло более 35 американских и европейских инвесторов, большая часть которых впервые приобрели бумаги Альфа-Банка.

Уникальность сделки весьма ярко подчеркивается в комментариях людей, непосредственно принимавших участие в ее осуществлении:

«*На сегодняшний день эта бивалютная сделка является крупнейшей из всех выпущенных долговых обязательств Альфа-Банка и представляет собой самую масштабную секьюритизацию, когда-либо проводившуюся в России и в странах СНГ. Запустив программу секьюритизации платежных прав в марте 2006 г., мы создали успешный прецедент и подняли планку такого рода сделок на новую высоту для всех российских банков. Мы очень рады большому успеху этой сделки и высокому спросу со стороны инвесторов на бумаги банка. Эта эмиссия способствует дальнейшей диверсификации источников финансирования Альфа-Банка и расширяет возможности роста нашего бизнеса*».[120]

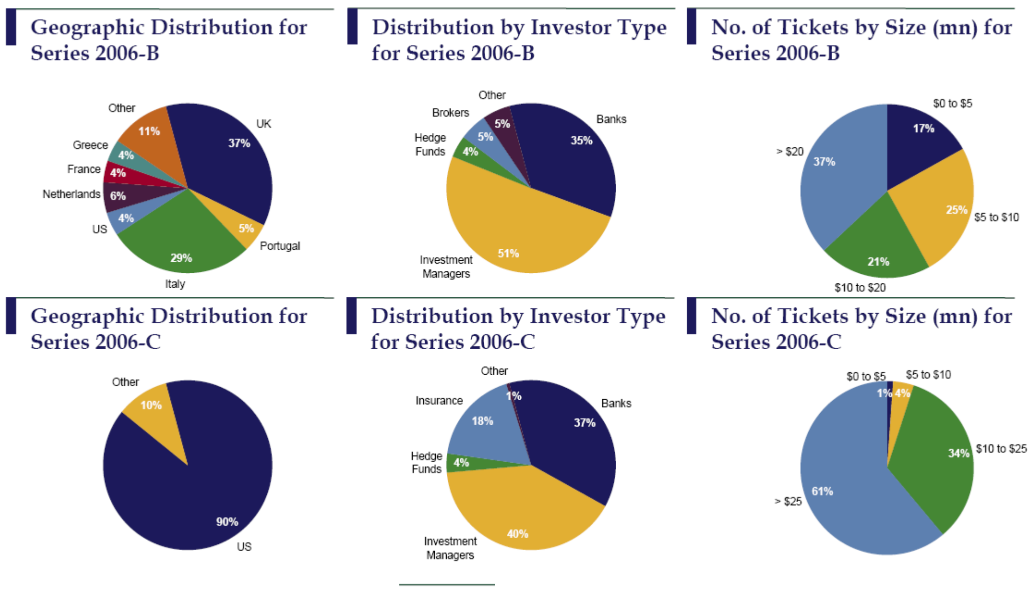
«*Сегодня это самая крупная на рынке эмиссия бумаг, обеспеченных диверсифицированными платежными правами. С учетом фактора завершения финансового года на рынках, эта сделка явилась значительным достижением Альфа-Банка, как по своему размеру, так и по стоимости. Бумаги приобрели большое количество новых инвесторов, прежде никогда не покупавших этот класс активов, особенно это касается транша в евро. При том, что уровень спреда (к Libor/Euribor) был шире, чем в рамках первой сделки в начале года, разница в стоимости между необеспеченными долговыми обязательствами Альфа-Банка и программой диверсифицированных платежных прав выросла на 20-30 базисных пунктов*».[121]

[120] Эндрю Бакстер, главный финансовый директор Альфа-Банка, официальный пресс-релиз (www.alfabank.ru/press/news/2006/12/11/2.html)

[121] Джеймс Уолтерс, глава Управления секьюритизации по Восточной Европе, Ближнему Востоку и Африке в Dresdner Kleinwort, официальный пресс-релиз (www.alfabank.ru/press/news/2006/12/11/2.html).

«Эта сделка является еще одной важной вехой в развитии базы инвесторов в отношении облигаций, обеспеченных платежными правами. Она принесла Альфа-Банку разнообразную базу инвесторов, у которых банк сможет привлекать финансирование в будущем».[122]

Диаграмма 20. Резюме секьюритизации Альфа-Банка (Серии 2006-B и Серии 2006-C)



Источник: Transaction Summary: Alfa-Bank EUR230 Million Series 2006-B and US$260 Million Series 2006-C Future Flow Diversified Payment Rights Securitisation. – Global Markets & Investment Banking Group Merrill Lynch, 4 December 2006.

3.3.2. Ипотечные секьюритизации Совфинтрейда в 2006 году

В декабре 2006 года акционерный коммерческий банк «Совфинтрейд» осуществил две ипотечные секьюритизации:

- 1ый выпуск ипотечных ценных бумаг в соответствии с законом РФ «Об ипотечных ценных бумагах»: облигации с ипотечным покрытием ИСО ГПБ-Ипотека.
- 1ая рублевая трансграничная ипотечная секьюритизация: Газпромбанк Mortgage Backed Securities Серия 2006-1.

Именно первая из указанных выше сделок стала знаковым событием в истории развития российской секьюритизации. Она является на сегодняшний момент первой и единственной внутренней секьюритизацией в России, полностью осуществленной в соответствии с Федеральным законом от 11 ноября 2003 года №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», и в которой роль эмитента выполнил российский резидент – «ГПБ Ипотека».

[122] Алекс фон Шпонек, глава Управления рынков долгового капитала по Центральной и Восточной Европе, Ближнему Востоку и Африке в Merrill Lynch, официальный пресс-релиз (www.alfabank.ru/press/news/2006/12/11/2.html).

Акционерный коммерческий банк «Совфинтрейд» был основан в 1988 году (Генеральная лицензия Госбанка ССР №1 на осуществление финансовых операций). Основными акционерами Совфинтрейда являются АБ «Газпромбанк» и другие структуры группы ОАО «Газпром». С января 2005 года Совфинтрейд становится специализированным ипотечным банком группы Газпромбанка, превратившись уже к концу года в одного из крупнейших операторов вторичного рынка ипотечного кредитования в РФ.

Стратегические задачи банка включают: стать крупнейшим специализированным ипотечным банком в России; создать систему выдачи, рефинансирования и обслуживания ипотечных жилищных кредитов во всех регионах России; разработать унифицированные стандарты выдачи и рефинансирования ипотечных жилищных кредитов; разработать IT систему, позволяющую автоматизировать бизнес-процессы ипотечного кредитования и многие другие.

Совфинтрейд имеет достаточно развитую региональную сеть – система рефинансирования на февраль 2007 года включает 61 регионального оператора, присутствие более чем в 45 регионах Российской Федерации, корпоративная сеть банка состоит из 25 операторов. На 1 августа 2006 года 30% от объема рефинансированных закладных поставляет корпоративная сеть Совфинтрейда. В конце 2006 года происходит увеличение доли корпоративных операторов до 50%. На 1 февраля 2007 года объем рефинансирования превышает 18 млрд. руб. (около 30 тыс. кредитов).[123]

Объем секьюритизированного ипотечного портфеля составил примерно 8,8 млрд. рублей. При этом основными целями, которые преследовал Совфинтрейд, являлись: снижение стоимости привлечения денежных средств; альтернативные источники финансирования; улучшение финансовых показателей и обязательных нормативов; получение опыта проведение сложно структурированных сделок в России и других юрисдикциях.

В следующей таблице кратко охарактеризуем основные параметры сделок.

Таблица 13. Ипотечные облигации и mortgage backed securities

	Облигации ИСО ГПБ-Ипотека	Газпромбанк Mortgage Backed Securities Серия 2006-1
Объем	3 млрд. рублей	168.485.474 EUR
Транши, рейтинг	N/A Moody’s Baa2	Класс A (88%) A3/BBB+ Класс B (6%) Ba2/BB Класс C (6%) B2/B
Ставка	фиксированная	Плавающая/фиксированная

[123] ГПБ-Ипотека: первые облигации с ипотечным покрытием (Отчет). – Газпромбанк Долговой рынок. – Ноябрь 2006. (www.gazprombank.ru/media/cark-files/emitent/gpb-hypotec-research.pdf)

	Облигации ИСО ГПБ-Ипотека	Газпромбанк Mortgage Backed Securities Серия 2006-1
Ипотечное покрытие	3,039 млрд. рублей 5 976 закладных LTV 59,12% 30 регионов РФ	5,757 мрд. Рублей 8,829 закладных LTV 67,38% 47 регионов РФ
Размещение	ММВБ	Ирландская фондовая биржа

Источник: По материалам Презентации начальника Юридического управления Совфинтрейда Владимира Никитина «Практический опыт ипотечной секьюритизации», февраль 2007.

Если говорить об облигациях ИСО ГПБ-Ипотека, банк Совфинтрейд собрал (выкупил) большой портфель ипотечных активов (закладных), который был использован в качестве обеспечения выпущенных ипотечных облигаций. Совокупный остаток основного долга по портфелю обеспечения превысил 3 млрд. руб. Портфель имеет высокую диверсификацию, в нем собраны закладные из 30 регионов РФ. Средневзвешенное значение коэффициента LTV[124] меньше 60%, что является хорошим показателем надежности портфеля.

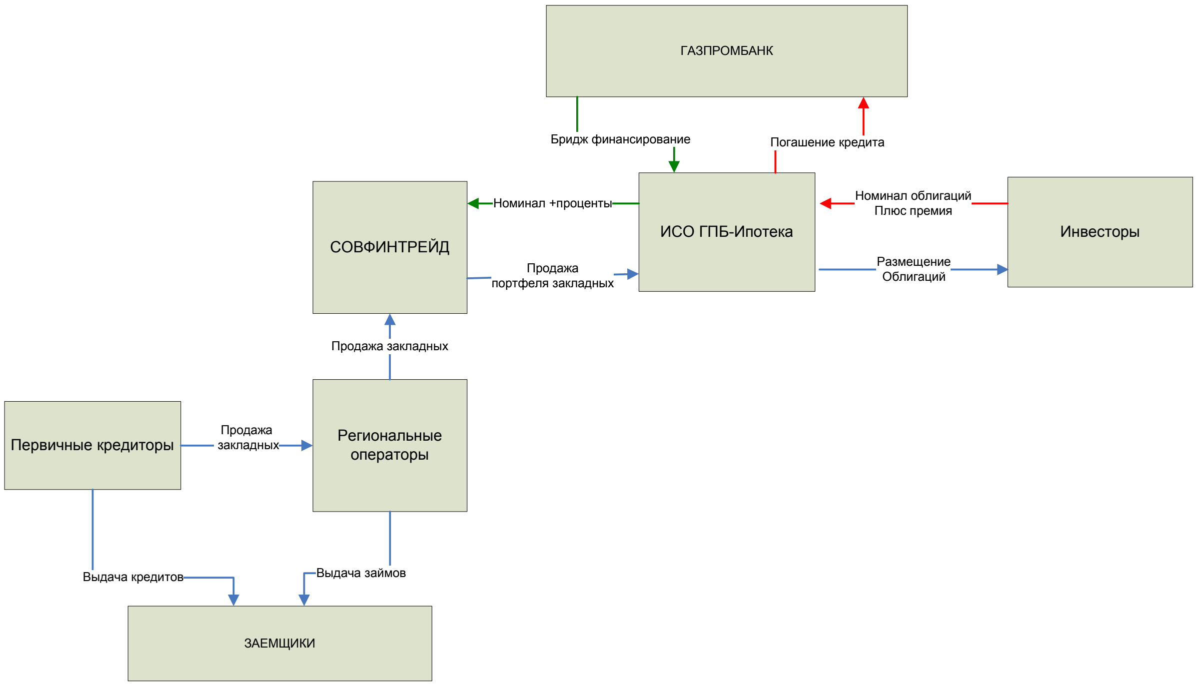
Эмитентом облигаций с ипотечным покрытием выступило ОАО «ИСО ГПБ-Ипотека» – ипотечная специализированная организация (ипотечный агент), созданная в мае 2006 года исключительно для целей осуществления данного выпуска облигаций с ипотечным покрытием. Портфель был продан с баланса банка Совфинтрейд на баланс ГПБ-Ипотека. Так организаторы выпуска добились гарантии отделения активов, гарантии налоговой нейтральности и защиты активов в случае банкротства Совфинтрейда и других оригинаторов.

ГПБ-Ипотека выпустила 3 миллиона ИЦБ в форме ипотечных облигаций с 8% купоном. Выпуск облигаций обеспечен портфелем закладных, находящихся на балансе ГПБ-Ипотека. Особенностью ипотечных облигаций является то, что все досрочные погашения по ипотечным кредитам, входящим в портфель обеспечения, используются для амортизации задолженности по ипотечным облигациям. Кроме того, часть процентного дохода по ипотечным кредитам, которая осталась после уплаты купонного дохода по облигациям и организационных расходов ипотечного агента, также направляется на амортизацию ипотечных облигаций.

Схема по выпуску облигаций с ипотечным покрытием ИСО ГПБ-Ипотека на этапе размещения выглядит следующим образом:

[124] Loan-to-value ratio, отношение непогашенного остатка основного долга по закладной к рыночной стоимости недвижимости в залоге (*Прим. автора*).

Схема 10. Облигации ИСО ГПБ-Ипотека. Структура сделки – этап размещения



Источник: По материалам Презентации начальника Юридического управления Совфинтрейда Владимира Никитина «Практический опыт ипотечной секьюритизации», февраль 2007.

Обслуживание портфеля закладных (сбор платежей от заемщиков, урегулирование просрочек платежей и дефолтных закладных) осуществляет Газпромбанк. Учет и хранение ипотечного покрытия также осуществляется Газпромбанком, выступающим в качестве специализированного депозитария. Газпромбанк осуществляет расчет размера ипотечного покрытия и контроль его использования ГПБ-Ипотекой, а также выступает также в роли расчетного банка ГПБ-Ипотеки и платежного агента по облигациям с ипотечным покрытием и, как специализированный депозитарий, контролирует все списания с банковского счета ГПБ-Ипотеки (см. Приложения, Схема 11).

Для повышения кредитного качества ИЦБ были использованы следующие механизмы: был сформирован неамортизируемый резервный фонд, который будет использован для покрытия кассовых разрывов, вызванных просрочками по кредитам, и потерь от дефолтов. Размер резервного фонда составляет 450 млн. руб. (15 % от объема портфеля обеспечения); объем портфеля обеспечения превышает размер обязательств по облигациям; процентные поступления по портфелю превышают ставку купона по облигациям. В результате использования механизмов, а также высокого рейтинга Газпромбанка (депозитарий, платежный и сервисный агент), международное рейтинговое агентство Moody’s присвоило облигациям ГПБ-Ипотеки кредитный рейтинг на уровне Baa2.

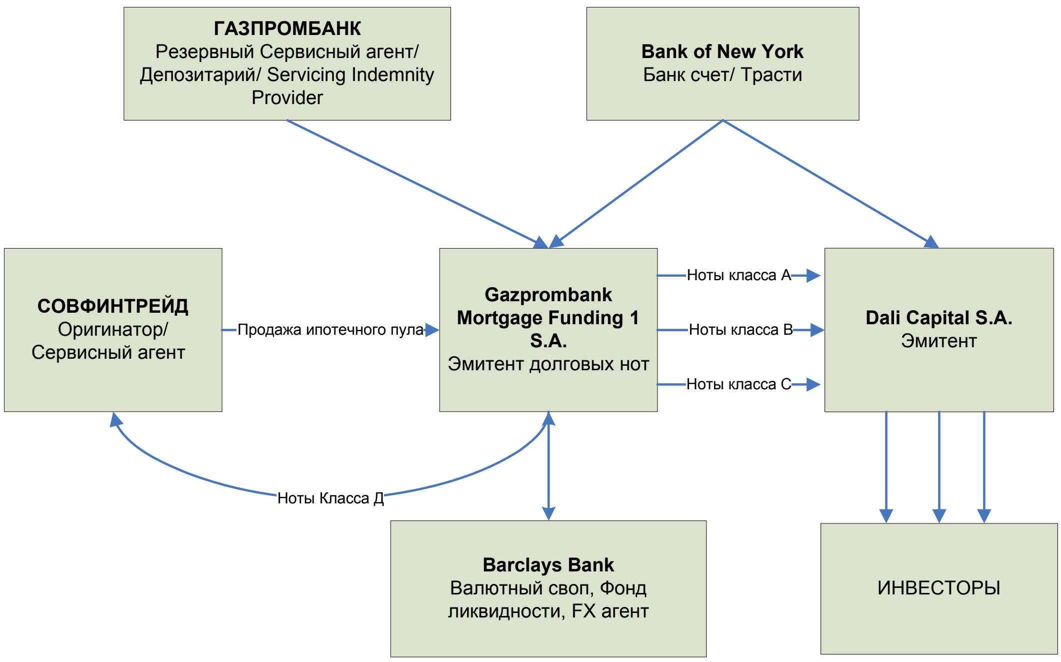
Структура сделки предоставляет ГПБ-Ипотеке возможность полного досрочного погашения облигационного займа в случае, если задолженность по ИЦБ упадет до 20% от номинала облигации (колл-опцион). Если этот опцион будет исполнен (что очень вероятно), то все облигации ГПБ Ипотека будут погашены, деятельность ГПБ-Ипотека прекращена, а держатели привилегированных акций получат все активы, оставшиеся после ликвидации. В нашем случае такими активами будут остаток портфеля обеспечения и остаток резервного фонда. Величина резервного фонда будет уменьшена на величину потерь от дефолтов по кредитам обеспечения.

Газпромбанк Mortgage Backed Securities Серия 2006-1 оказалась третьей трансграничной ипотечной секьюритизацией после сделок Внешторгбанка в июле и Городского Ипотечного Банка в августе 2006 года, а также первой российской секьюритизацией, где ипотечное обеспечение было деноминировано в рублях.

Таблица 14. Основные параметры Газпромбанк Mortgage Backed Securities

Класс	Рейтинг Moody's /S&P	Валюта	Эквивалент в EUR	Валюта расчетов	Стурктура траншей	Ср.срок жизни (года)	Дата погашения
A	A3 / BBB+	EUR	148,267,217	EUR	88,00%	2,80	2041
B	Ba2 / BB	RUR	10,109,128	USD	6,00%	5,00	2041
C	B2 / B	RUR	10,109,128	USD	6,00%	5,00	2041
			168,485,474		100,00%		

Схема 12. Газпромбанк Mortgage Backed Securities Серия 2006-1



Источник: Gazprombank Mortgage Backed Securities Series 2006-1 (Investor Presentation). – Barclays Capital. – November 2006.

Газпромбанк Mortgage Funding 1 S.A. покупает у Совфинтрейда ипотечный пул с соблюдением действительной продажи (true-sale). Dali Capital (отдельная SPV компания, спонсируемая Barclays Capital) покупает у Gazprombank Mortgage Funding 1 S.A. ноты классов A, B, C и после этого выпускает на рынок три транша т.н. «сквозных» (pass-through) нот.

Проведенные Совфинтрейдом ипотечные секьюритизации дают уникальную возможность одновременно сравнить внутреннюю и трансграничную секьюритизации, выявить как положительные, так и отрицательные стороны каждой из сделок. До Совфинтрейда никто еще не только не осуществлял выпуск ипотечных ценных бумаг в соответствии с российским законом, но и не пытался одновременно провести две сделки специально преследуя цели дальнейшего сравнения их результатов.

В следующей таблице наглядно отражен результат такого сравнения.

Таблица 15. Сравнение внутренней и трансграничной сделок на примере Совфинтрейда

	Облигации ИСО ГПБ-Ипотека	**Газпромбанк Mortgage Backed Securities Серия 2006-1**
Преимущества	• Относительная невысокая стоимость организации выпуска • Отсутствие валютных рисков • Наличие налоговых льгот для инвесторов • Возможное «участие пенсионных денег»	• Гибкий подход к структуре сделки и ипотечного портфеля • Снижение суверенных рисков • Сложившийся круг ABS инвесторов • Возможность использования иностранного права
Недостатки	• Новое явление в правоприменительной практике/Отсутствие сложившейся практики • Пробелы законодательства • Чрезмерное нормативное регулирование структуры сделки • Отсутствие сложившегося круга инвесторов	• Значительная стоимость организации выпуска • Валютные и налоговые риски • Риск «постоянного представительства»

Источник: По материалам Презентации начальника Юридического управления Совфинтрейда Владимира Никитина «Практический опыт ипотечной секьюритизации», февраль 2007.

3.4. Юридические аспекты секьюритизации активов

3.4.1. Правовые проблемы в развитии института секьюрититзации

Первый шаг в установлении правовых механизмов секьюритизации в России был сделан с принятием Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах». Таким образом, российский законодатель отказался от идеи принятия базового законодательного акта о секьюритизации активов с описанием новых видов ценных бумаг, ограничившись изданием узкоспециализированного закона, касающегося одного вида ABS (Asset-backed securities).

Прошло более трех лет, прежде чем в России произошел первый выпуск ипотечных ценных бумаг в соответствии с Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах» – речь идет о выпуске в декабре 2006 года облигаций с ипотечным покрытием АКБ «Совфинтрейд» на сумму 3 млрд. рублей. Размещение было проведено максимально консервативно, без деления на транши, с учетом всех сложностей российского законодательства. Причем следует отметить, что по многочисленным неофициальным данным цель данной сделки была больше политической, нежели экономической. Необходимо было, наконец, показать, что секьюритизация на российском рынке возможна. Как мы уже отмечали в параграфе, посвященном анализу схем секьюритизации, используемых российскими банками, АКБ «Совфинтрейд» является 100% «дочкой» Газпромбанка. Причем материнский банк выступил в роли организатора, депозитария, платежного и сервисного агента, а также через аффилированную структуру выкупил все 100% бумаг. Газпромбанк мог самостоятельно без особых проблем эмитировать обычные долговые бумаги с низкой доходностью из-за высокого кредитного рейтинга, поэтому сам собой напрашивается вывод, что финансовая эффективность фондирования посредством секьюритизации не играла для банка первостепенной роли.

Попытаемся теперь разобраться, почему же российские компании не хотят проводить внутренние ипотечные секьюритизациии, когда используется существующая на момент сделки внутренняя задолженность по ипотечным кредитам, которая секьюритизируется с помощью местной SPV и финансируется внутренними инвесторами через покупку номинированных в национальной валюте ценных бумаг. Ситуация с отсутствием внутренних сделок по секьюритизации любых других активов ясна, т.к. полностью отсутствует соответствующая нормативно-правовая база, и единственным выходом остается проведение трансграничных сделок. А вот сложившаяся ситуация с ипотечными секьюритизациями на первый взгляд непонятна. Для поставленной цели выясним, какими недостатками обладает Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах», и что сдерживает развитие всего института секьюритизации в России, которое могло бы начаться также как и в США с ипотеки.

Законом предусмотрен выпуск трех видов ипотечных ценных бумаг:

1. облигации с ипотечным покрытием, выпускаемой кредитными организациями;
2. облигации с ипотечным покрытием, выпускаемой ипотечными агентами;
3. ипотечного сертификата участия (ИСУ).

Для каждого вида ипотечных ценных бумаг характер возникающих при эмиссии проблем, строго говоря, весьма специфичен.

Облигация с ипотечным покрытием, выпускаемая кредитными организациями – наиболее «простая» из ипотечных ценных бумаг. Изначально авторы закона, описывая выпускаемые банками бумаги, опирались на опыт немецких ипотечных банков. Крупные специализированные банки со значительным собственным капиталом формируют единое ипотечное покрытие, которым по факту выступают все ипотечные активы (кредиты) банка, а затем осуществляют эмиссию долгосрочных облигаций. Однако в окончательной версии Закона данный вид облигаций описан крайне неудачно – предложена модель, предполагающая разделение ипотечных активов банка-эмитента на несколько строго разграниченных ипотечных покрытий, к каждому из которых юридически жестко привязан один или несколько выпусков облигаций с ипотечным покрытием. Такая привязка достигается за счет передачи ипотечного покрытия в залог владельцам облигаций. Подобный механизм разделения ипотечных активов, по сути, чужд содержанию банковского бизнеса, лишает банки-эмитенты гибкости управления активами и приводит к неоправданному дроблению банковского баланса (по активам и пассивам).[125]

В связи с этим возникает вопрос, насколько оправдано с точки зрения банков введение чрезвычайно сложных, запутанных и трудно выполнимых предписаний, предусмотренных Законом «Об ипотечных ценных бумагах».[126] Например, Закон «О рынке ценных бумаг» и Гражданский кодекс разрешают выпуск облигаций под залог требований, оговоренных договором кредита (займа). При этом право выпускать подобные облигации не обусловливается какими-либо новыми требованиями к эмитенту. Данные бумаги не имеют статуса ипотечных ценных бумаг, поскольку формально не регулируются Законом «Об ипотечных ценных бумагах». Как мы уже выяснили из §3.2.

[125] Иванов О. Ипотечные ценные бумаги: миф или реальность // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №23.
[126] Там же.

«Становление и основные направления развития секьюритизации активов в России» именно такого рода бумаги выпускают АИЖК, МОИА, МИА и Жилфинанс.

Другой вид ипотечных ценных бумаг – облигации, выпускаемые ипотечными агентами. Равно как и ипотечные сертификаты участия выпуск таких бумаг сопровождается списанием ипотечных активов с банковского баланса, т. е. происходит секьюритизация ипотеки. В этом смысле российский термин «ипотечный агент» можно рассматривать в качестве аналога западных «кондуитов», «спецюрлиц», «специальных проектных компаний», или SPV. При выпуске облигаций ипотечным агентом списываемые с баланса банка активы передаются на баланс специально созданному юридическому лицу (ипотечному агенту). Последнее гарантирует полную сохранность активов и при этом защищено от рисков, связанных с хозяйственной деятельностью банка. В этих условиях инвестор (владелец облигаций) принимает на себя исключительно риск отобранных ипотечных активов. Благодаря точной оценке входящего денежного потока, учету всех возможных рисков и использованию механизм повышения кредитного качества (Credit Enhancement) можно существенно повысить рейтинг выпускаемых при этом ценных бумаг.

Начало деятельности ипотечных закрытых паевых инвестиционных фондов (ипотечные ЗПИФы) поставило под сомнение целесообразность введения ипотечных сертификатов участия (ИСУ). На практике выяснилось, что идея ипотечных ЗПИФов (экономического эквивалента выпуска ИСУ) понятна участникам рынка, не требует изменения законодательной базы и относительно проста в реализации. Прямым следствием принятия закона стало не создание рынка ипотечных ценных бумаг, а стимулирование рыночных исследований, приведшее к созданию рынка паев ипотечных ЗПИФов, а также понимание того, что в действующем виде закон трудно выполним и требует изменения.[127]

В условиях правового вакуума ипотечные закрытые паевые инвестиционные фонды успешно взяли на себя ведущую роль по секьютиризации ипотечных продуктов. Правовая база ИЗПИФов достаточно хорошо разработана, понятна и устраивает и участников рынка и инвесторов, поскольку деятельность ПИФов регулируется Законом «Об инвестиционных фондах», принятым еще в 2001 г. Также имеется развитая сеть опытных структур, необходимых для формирования ИЗПИФов (управляющие компании, спецдепозитарии, регистраторы, оценщики и аудиторы).[128]

---

[127] Иванов О. Ипотечные ценные бумаги: миф или реальность // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №23.
[128] Скляров Е. Ипотечные ПИФы как инструмент рефинансирования: тенденции и прогнозы // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №17.

Появление подобного инструмента коллективных инвестиций стало возможным после принятия соответствующих нормативно-правовых изменений. Новый вид ПИФов ввело Постановление ФКЦБ России № 04-7/пс в апреле 2004 года. Согласно постановлению, в состав активов закрытых паевых инвестиционных фондов, относящихся к категории ипотечных, могут входить 4 вида активов:

- денежные средства, в том числе иностранная валюта;
- государственные ценные бумаги РФ;
- государственные ценные бумаги субъектов РФ;
- денежные требования по обеспеченным ипотекой обязательствам из кредитных договоров, в том числе оформленных закладными.

При этом существуют следующие условия и ограничения относительно ипотечной составляющей:

- в состав активов одного ипотечного ПИФа не могут входить денежные требования по обязательствам жилой ипотеки и любой другой (коммерческой, земельной), т.е. нельзя смешивать объекты залога.
- сумма основного долга по кредиту не должна превышать 70% от рыночной стоимости недвижимости, которая выступает предметом ипотеки.
- не менее двух третей рабочих дней в течение календарного года ипотечная часть фонда, т.е. денежные требования по кредитам, должна составлять не менее 65 % от стоимости активов.
- жизнь заемщика и недвижимое имущество должны быть застрахованы на сумму не менее 70% от рыночной стоимости (оценки) недвижимости, являющейся предметом ипотеки.
- сумма требований по одному ипотечному кредиту, входящему в актив фонда, не должна превышать 10% стоимости активов фонда.[129]

Теоретически ИЗПИФы могли бы подразделяться на следующие виды: не пополняемые (транзитные и погашаемые) и пополняемые (стационарные и растущие)[130] (см. Приложения, Схема 13).

В транзитных фондах вся сумма поступивших платежей выплачивается в качестве инвестиционного дохода. Поскольку инвестиционный доход выплачивается без разделения на собственно доход и возврат основного долга, пайщик фактически платит налог на основной капитал в размере, равном произведению ставки налога на прибыль на

[129] Текущее состояние ипотечного кредитования в России // Аналитический отдел Русипотеки, февраль 2007. (www.rusipoteka.ru)
[130] Скляров Е. Ипотечные ПИФы как инструмент рефинансирования: тенденции и прогнозы // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №17.

сумму возврата основного долга. Рыночная стоимость пая такого фонда ежемесячно уменьшается (пропорционально сумме возвратов основного долга), но балансовая стоимость для пайщика остается неизменной вплоть до погашения паев. Огромное преимущество таких фондов, что нет риска потери активов при завершении ИЗПИФа и нет риска снижения доходности (вследствие снижения процентных ставок по ипотечным кредитам). ИЗПИФы этого типа по движению денежных средств и активов практически полный аналог ипотечных сертификатов участия (ИСУ).

Погашаемые фонды представляют собой транзитные ИЗПИФы в случае, если бы законодательство разрешало закрытым паевым инвестиционным фондам производить частичное погашение паев в порядке, указанном при регистрации правил ПИФа. Это наименее рискованная для инвестора, но сегодня недоступная, модель ИЗПИФа.

Поэтому сегодня все ИЗПИФы строятся по модели пополняемых – возврат основного долга не выплачивается пайщикам (что бы не попадать под «налог на капитал»), а на эти суммы приобретаются новые ипотечные обязательства. При этом все российские ИЗПИФы являются стационарными, поскольку в растущих ИЗПИФх инвесторы не готовы ждать дохода несколько лет.

Если попытаться сравнить паи ипотечных ЗПИФов, ипотечные облигации и ипотечные сертификаты участи в том виде, в котором они прописаны в действующем законодательстве, то принципиальная разница в этих инструментах заключается в следующем (см. Приложения, Таблица 16):

- Ипотечные сертификаты участия и облигации – инструменты продавца - владельца пула закладных – он сначала выпускает ценные бумаги взамен имеющегося у него пула закладных, а затем их продает. А ипотечные ЗПИФ – инструмент покупателя - инвестор сначала приобретает паи исходя из предлагаемой ему правилами ПИФа инвестиционной стратегии, а затем управляющий на вложенные средства приобретает нужные пулы закладных.
- Ипотечные сертификаты участия вследствие регулярного возврата основного капитала постоянно озадачивают инвестора проблемой его размещения.[131]

Единственной проблемой, проявляющейся в ограничении размеров ИЗПИФов и препятствующей снижению стоимости их обслуживания, является проблема организации депозитарного учета закладных (что требует корректировки законодательства по этому вопросу). Отметим, что данная проблема относится не только к ИЗПИФам, но и к облигациям и сертификатам участия, которые по закону об ипотечных ценных бумагах

[131] Скляров Е. Ипотечные ПИФы как инструмент рефинансирования: тенденции и прогнозы // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №17.

должны 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 т. н. «ипотечное покрытие», которое, обычно, позже передается ипотечному агенту (управляющей компании).

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 1998 года «Об ипотеке (залоге недвижимости)», в основу которого в части оформления ипотечного кредита путем выдачи ценной бумаги положено дореволюционное регулирование выдачи и передачи так называемого «залогового акта».[132] Указанный закон устанавливает: во-первых, для передачи прав по закладной на ней должна быть совершена передаточная надпись; во-вторых, согласно существующему порядку для передачи закладных необходима их физическая передача.[133]

Действующие процедуры передачи прав по закладным совершенно не рассчитаны на создание общероссийского рынка ипотечных продуктов, когда требуется в течение банковского дня разом передать права по десяткам тысяч закладных, хранящихся в сотнях населенных пунктов страны.[134] Например, при формировании «Второго ипотечного» в течение дня была проведена процедура передачи прав по почти 5 000 закладным в почти 30 регионах России. И если, по словам Евгения Склярова, государство ставит задачу выпускать в год ИЦБ в объеме не менее 50 миллиардов рублей, то рынок должен быть подготовлен не только к производству порядка 100 000 закладных по всей стране, но и их предпродажной подготовке, формированию пулов и многократной смене владельцев (залогодержателей) на их пути до упаковки в ИЦБ.

Остановимся подробней на процедуре выпуска облигаций и ипотечных сертификатов участия ипотечными агентами в соответствии с законом «Об ипотечных ценных бумагах». Параллельно также затронем вопросы общего законодательства, тем или иным способом регулирующие проведение секьюритизаций в России.

Законодательно предусмотрена только одна организационно-правовая форма ипотечного агента – акционерное общество. При этом не установлены специальные требования к учредителям, размеру уставного капитала, порядку обращения акций,

---

[132] Туктаров Ю. Секьюритизация и законодательство. Статья подготовлена специально для сайта «Ипотека в России», март 2006 (www.rusipoteka.ru)
[133] Федеральный закон Российской Федерации от 16 июля 1998 года №102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)», Статья 48.
[134] Скляров Е. Ипотечные ПИФы как инструмент рефинансирования: тенденции и прогнозы // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №17.

владельцам акций ипотечного агента. Таким образом, учредителем или владельцем акций ипотечного агента может оказаться любое лицо. При создании в форме ОАО существует возможность обращения таких акций на открытом рынке, что означает возможность участия в управлении ипотечным агентом любого лица. При таком конструировании ипотечный агент ничем не отличается от других акционерных обществ, что явно не соответствует цели его создания.[135]

Внесение в учредительные документы ограничений на добровольную ликвидацию и реорганизацию противоречит положениям российского законодательства. В соответствии с Гражданским кодексом РФ сделки, заключенные в нарушение ограничений, установленных учредительными документами, не являются ничтожными, а лишь могут быть оспорены при определенных условиях. 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.[136]

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. Обязательство о необращении в суд может быть интерпретировано как нарушающее конституционное право на судебную защиту.[137] Более того, в соответствии с законом «Об ипотечных ценных бумагах» в случае определенных нарушений ипотечного агента ФСФР вправе обратиться в суд с требованием о его ликвидации. Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» также устанавливает обязанность должника подать заявление в суд о банкротстве при наличии объективных обстоятельств.[138]

В случае реорганизации ипотечного агента защита инвесторов на уровне специального депозитария не работает, так как специальный депозитарий не контролирует действия акционеров. Отсутствие законодательных требований к порядку реорганизации ипотечного агента также оставляет множество возможностей для злоупотреблений.

Исходя из изложенного, при таком конструировании правового статуса ипотечного агента риски корпоративного характера не предотвращаются, а, наоборот, увеличиваются. Следовательно, законодательно не обеспечивается надлежащая защита прав и интересов инвесторов, что не способствует ликвидности и финансовой привлекательности выпускаемых ипотечным агентом облигаций.

---

[135] Селивановский А. Конструрируем SPV // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №13.
[136] Securitisation in Russia: Ways to Expand Markets and Reduce Borrowing Costs. Position Paper of the International Financial Corporation’s Technical Working Group on Securitization. – March 2005.
[137] Там же.
[138] Селивановский А. Конструрируем SPV // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №13.

По российскому законодательству права (требования) могут передаваться в порядке уступки или в порядке факторинга.

Факторинг характеризуется отдельным правовым режимом и предусматривает более благоприятный для секьюритизации механизм передачи прав (требований). Однако в настоящее время факторинг может использоваться для передачи только ограниченного количества видов прав (требований), а именно, требований, возникающих из поставки товаров, выполнения работ или оказания услуг. Поэтому считается, что требования по кредитам (в том числе по ипотечным и потребительским) не могут быть переданы в порядке факторинга.[139] Далее, в настоящий момент суды не допускают передачу прав требования по договору факторинга покупателю, который не является кредитной организацией.[140]

Передача прав в порядке уступки весьма ограничена ввиду очень жестких требований. В соответствии с российской судебной практикой договор об уступке прав признается действительным, если в нем указаны должник, основание, срок погашения и сумма передаваемых прав требования. Российские суды заняли четкую позицию, заключающуюся в том, что уступка прав возможна только в случае, если уступаемое право возникло до момента уступки, не оспаривается и не обусловлено встречным исполнением.[141] При отсутствии определения конкретного передаваемого требования договор уступки права требования признается недействительным или незаключенным. В то же время необходимо отметить, что секьюритизации подлежат однородные права требования, имеющие стандартизованные условия и передаваемые «оптом», т.е. не по отдельному требованию, а по группе требований. Индивидуализация каждого права может оказаться затруднительной и требующей дополнительных затрат.[142]

Что касается уступки будущих прав требования, то она допускается российским законодательством, но только при условии, что такая уступка совершена в рамках факторинговых схем. Это относится как к правам требования по заключенным контрактам, так и к денежным поступлениям по будущим контрактам. В соответствии с подходом российских судов круг будущих денежных поступлений, которые могут использоваться для целей секьюритизации, ограничивается непогашенными правами требования по контрактам, которые во всех других отношениях полностью исполнены.

---

[139] Securitisation: Legal Alert. – Baker & McKenzie. – November 2006.
[140] Securitisation in Russia: Ways to Expand Markets and Reduce Borrowing Costs. Position Paper of the International Financial Corporation's Technical Working Group on Securitization. – March 2005.
[141] Там же.
[142] Селивановский А. Конструрируем SPV // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №13.

Это существенно сокращает потенциал использования схем секьюритизации на российском рынке.[143]

В российском законодательстве «действительная продажа» прав требования не может быть гарантирована ввиду того, что действующее законодательство и судебная практика допускают переквалификацию или отмену уступки прав требования, в частности, в случае банкротства оригинатора.[144] Несмотря на то, что ГК РФ был закреплен принцип свободы договора, предполагающий возможность заключения договоров, прямо не предусмотренных законодательством, суды при рассмотрении споров по таким договорам нередко квалифицируют их как притворные сделки, прикрывающие какой-либо установленный вид договора (в частности, договор залога).[145] Переквалификация уступки прав (как агентского соглашения или залога) повлечет за собой аннулирование «действительной продажи» и возврат прав требования оригинатору.

Механизм секьюритизации является надежным при условии, что банкротство оригинатора не будет ставить под угрозу состоявшуюся продажу прав требования покупателю прав. Однако по действующему российскому законодательству внешний управляющий оригинатора, в отношении которого возбуждено дело о банкротстве, вправе оспорить уступку прав требования покупателю.[146] Такой отказ возможен, если договор об уступке мешает восстановлению платежеспособности оригинатора или его исполнение повлечет убытки для Оригинатора по сравнению с аналогичными сделками, заключенными на сходных условиях. Сделка, совершенная кредитной организацией в течение 3 лет, предшествовавших назначению временной администрации, может быть признана судом недействительной по заявлению руководителя этой администрации или кредитора кредитной организации в случаях, если цена указанной сделки и иные условия существенно отличаются в худшую для кредитной организации сторону от цены и иных условий, при которых в сравнимых обстоятельствах совершаются аналогичные сделки. При этом, скорее всего, судом не будет учтено, что такая сделка совершена с ранее упоминавшимся дисконтом, являющимся, в частности, средством повышения кредитного качества выпускаемых облигаций.[147] Если российский суд не признает «действительную продажу» в качестве таковой, оригинатор получит обратно права требования, участвующие в секьюритизации, а покупатель будет вправе требовать только возмещения

---

[143] Securitisation in Russia: Ways to Expand Markets and Reduce Borrowing Costs. Position Paper of the International Financial Corporation's Technical Working Group on Securitization. – March 2005.
[144] Securitisation in Russia: Ways to Expand Markets and Reduce Borrowing Costs. Position Paper of the International Financial Corporation's Technical Working Group on Securitization. – March 2005.
[145] Селивановский А. Конструрируем SPV // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №13.
[146] Securitisation in Russia: Ways to Expand Markets and Reduce Borrowing Costs. Position Paper of the International Financial Corporation's Technical Working Group on Securitization. – March 2005.
[147] Селивановский А. Конструрируем SPV // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №13.

убытков или уплаченной цены как кредитор третьей очереди. Это, скорее всего, приведет к прекращению выплат Инвесторам.

Отсутствие четких правил, устанавливающих режим информации, на которую распространяются положения о банковской тайне и защите информации, может усложнить процесс уступки прав требования. Уступка прав требования, как правило, предусматривает передачу соответствующей информации о должниках. Если такая информация считается конфиденциальной, ее передача может привести к нарушению прав должников. Действующее законодательство ссылается на различные виды конфиденциальной информации, включая коммерческую, банковскую и налоговую тайну, персональные данные и т.п., но не предусматривает правового режима, применимого к каждому виду конфиденциальной информации. В результате расплывчатого определения «персональных данных» и отсутствия исчерпывающих правил их защиты, правомерность передачи оригинатором покупателю информации о должнике может быть оспорена в суде на основании нарушения правил соблюдения конфиденциальности.[148]

Таким образом, в настоящем параграфе дипломной работы проанализирован лишь минимальный набор юридических проблем, который следует решить законодателю в целях обеспечения дальнейшего развития секьюритизации в России.

К таким проблемам относятся:

- не установлены специальные требования к ипотечному агенту;
- ипотечный агент может быть ликвидирован и реорганизован;
- сведение на нет преимуществ, которые могли бы возникать в связи с применением для целей секьюритизации факторинговых схем;
- ограниченность передачи прав (требования) в порядке уступки;
- не признание судами уступки будущих прав требования;
- «действительная продажа» не может быть гарантирована в связи с возможностью переквалификации или отмены уступки прав требования;
- неурегулированность вопроса о защите банковской тайны.

Подытоживая все вышеизложенное, можно отметить, что российский законодатель, предложив рынку закон об ипотечных ценных бумагах, не смог добиться намеченной цели. Закон оказался изолирован от экономических и правовых реалий, подготовлен без должной проработки бизнес-модели и международного опыта. Действующий закон, по словам Туктарова Юрия, является «памятником ошибок», возникших в результате

[148] Securitisation in Russia: Ways to Expand Markets and Reduce Borrowing Costs. Position Paper of the International Financial Corporation's Technical Working Group on Securitization. – March 2005.

нарушения многочисленных правил.[149] Ошибкой закон считает и Казаков Александр, но уже с точки зрения подхода российского законодателя к регулированию секьюритизации через описание ее результата – ценной бумаги, да еще и узко ориентированной исключительно на рынок ипотечного кредитования.[150] Важнейшей ошибкой является также то, что в конструкции ипотечных ценных бумаг попытались соединить как германскую, так и американскую модель рефинансирования, обеспечив их российской схемой коллективных инвестиций. Причем все это делалось в короткие сроки, без должного осмысления.[151]

Учитывая недостатки Закона, реализация секьюритизации через ипотечных агентов может нанести значительный ущерб инвесторам и иным задействованным лицам. Исправление недостатков правового положения ипотечных агентов должна быть осуществлена путем подготовки и принятия комплекса различных поправок, что мы и проанализируем в следующем параграфе.

3.4.2. Перспективы дальнейшего развития секьюритизации активов

Хотел бы сразу обратить внимание, что перспективы дальнейшего развития секьюритизации активов выделены в рамки рассмотрения юридических аспектов секьюритизации не просто так. Автор придерживается точки зрения, что перспективы секьюритизации в России будут зависеть от того, как быстро будут сняты правовые препятствия и созданы благоприятные условия. Развитие этого сегмента рынка будет зависеть от того, как хорошо будет совершенствоваться правовая база, т.е. от наличия пулов однородных активов со стандартизованной документацией и моделями развития, от общего развития рынка ценных бумаг и наличия компетентных участников рынка, таких как оригинаторы, покупатели, обслуживающие структуры и, что наиболее важно, инвесторы, готовые вкладывать средства в этот тип сложных долговых продуктов.

Таким образом, чтобы процесс секьюритизации в России стал развиваться быстрее (увеличение количества проводимых трансграничных сделок сюда не относится), по мнению автора, необходимо:

1. сформировать достаточные объемы пулов банковских кредитов, которые могут быть секьюризированы;
2. создать законодательное пространство, которое должно учитывать интересы как продавцов, так и покупателей.

---

[149] Туктаров Ю. Что нужно поменять в облигациях с ипотечным покрытием? // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №4.
[150] Казаков А. Секьюритизация: первые сделки после 5 лет разговоров // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №4.
[151] Иванов О. Ипотечные ценные бумаги: миф или реальность // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №23.

В настоящее время, как мы уже показали в §3.1. «Анализ макроэкономических факторов развития секьюритизации активов», банковские активы уже достаточно сформировались, достигнув в 2006 году $530 млрд. Совокупный размер кредитов только физическим лицам в 2006 году достиг рекордных $80 млрд. Что касается второго условия, то первый шаг в установлении правовых механизмов секьюритизации уже был сделан с принятием Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», однако, как мы уже выяснили из предыдущего параграфа, данный Закон нуждается в значительной доработке. Таким образом, перспективы дальнейшего развития секьюритизации в России на данном этапе связаны с совершенствованием/разработкой законодательства и ограничиваются исключительно юридическими рамками.

В Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации подчеркивается необходимость развития инструментов секьюритизации финансовых активов и рынка ипотечных ценных бумаг. Благодаря секьюритизации предполагается обеспечить доступ на рынок новых участников, что в свою очередь способствовало бы расширению и углублению рынка капитала.[152]

Стратегия определяет, что для успешного регулирования процесса секьюритизации к основным направлениям совершенствования законодательства следует отнести:

- расширение перечня видов активов, которые могут быть использованы для целей секьюритизации;
- расширение круга прав требования, которые могут использоваться для целей секьюритизации;
- введение законодательных ограничений на возможность признания уступки прав требования недействительной;
- определение требований к эмитентам ценных бумаг, выпускаемых при секьюритизации;
- создание механизмов повышения кредитного качества ценных бумаг;
- уточнение законодательства Российской Федерации о ценных бумагах в части специфики ценных бумаг, обеспеченных активами. [153]

Для формирования полноценного рынка ипотечных ценных бумаг Стратегия определяет необходимость реализации следующих первоочередных мер:

- завершение разработки нормативной правовой базы рынка ипотечных ценных бумаг;

---

[152] Распоряжение Правительства Российской Федерации от 1 июня 2006 года №793-р «Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 годы».
[153] Там же, Глава 5 «Создание правовых основ формирования новых инструментов финансового рынка».

- обеспечение возможности инвестирования в ипотечные ценные бумаги средств крупных институциональных инвесторов;
- реализация мер государственной поддержки рынка ипотечных ценных бумаг;
- разработка и внедрение механизмов повышения кредитного качества ипотечных ценных бумаг (залог банковских счетов, введение счетов "эскроу");
- увеличение инвестиционного спроса на ипотечные ценные бумаги за счет стандартизации ипотечных кредитов и эффективного формирования пулов;
- развитие инфраструктуры рынка ипотечных ценных бумаг, включая формирование новых институтов (ипотечные агенты, сервисные агенты, доверительные управляющие).

В марте 2005 г. рабочая группа Международной Финансовой Корпорации (International Financial Corporation, IFC) опубликовала свой заключительный Доклад с рекомендациями по совершенствованию российского законодательства. В Докладе IFC анализируется законодательство РФ и предлагаются изменения, которые должны стимулировать развитие секьюритизации в России.[154]

По мнению IFC, наиболее обоснованным и надежным путем реализации реформы российского законодательства является принятие закона, специально посвященного секьюритизации активов, а также внесение изменений в ряд действующих законов. В докладе Международная Финансовая Корпорация не ставила перед собой задач комплексного правового анализа всех вопросов, потенциально возникающих в этой связи, а лишь кратко обсудила ключевые правовые и регулятивные препятствия для осуществления сделок секьюритизации активов в России. В принципе в той или иной степени автор уже отразил все возможные юридические проблемы в предыдущем параграфе.

Практически во всех странах континентальной Европы существуют гражданские кодификации (а не общее право). В восьми европейских странах принято специальное законодательство о секьюритизации – Франция, Испания, Бельгия, Италия, Греция, Люксембург, Португалия и Германия. Во всех этих странах законодательство развивалось исходя из конкретных потребностей бизнеса или права; в большинстве случаев потребовалось принятие поправок после вступления в силу новых положений.

Данные законы требуют немало времени для подготовки и в большинстве случаев, не существует единственного «Закона о секьюритизации», имеет место набор изменений в общее законодательство о банкротстве, налоговое законодательство, законодательство о

[154] Securitisation in Russia: Ways to Expand Markets and Reduce Borrowing Costs. Position Paper of the International Financial Corporation’s Technical Working Group on Securitization. – March 2005.

банковской деятельности, о ценных бумагах и другие изменения.[155] Россия видимо пойдет по такому же пути, поскольку ФСФР уже подготовила Законопроект, направленный на изменение действующего законодательства с целью развития рынка секьюритизации активов в России.[156] Законопроект не предполагает принятия отдельного закона о секьюритизации, а предусматривает изменение существующих законов, включая Гражданский кодекс РФ, Закон о несостоятельности (банкротстве), Закон о рынке ценных бумаг, Закон о банках и банковской деятельности, Налоговый кодекс и др. Предложенные изменения ориентированы на развитие секьюритизации различных активов как во внутренних, так и в международных сделках, а также на создание более благоприятной для инвесторов и кредиторов среды при осуществлении финансирования в России.

Помимо законодательства по ипотечной секьюритизации, данный законопроект является первой существенной попыткой создания нормативной базы по секьюритизации в России. В настоящее время законопроект находится на рассмотрении различных министерств и ведомств, и вполне вероятно, что, прежде чем он будет принят в виде закона, в его текст будут внесены определенные изменения. Предложенные изменения ориентированы на развитие секьюритизации различных активов, как во внутренних, так и в международных сделках, на создание благоприятной среды для инвесторов и заемщиков при осуществлении финансирования в России.[157]

Законопроектом предлагается ввести новый вид юридического лица — «специализированное финансовое общество», которое будет обладать следующими особенностями:

1. Учреждается в форме российского акционерного общества специально с целью приобретения активов и выпуска облигаций, обеспеченных такими активами, в качестве основного вида деятельности такого общества.
2. Вправе осуществлять вспомогательные виды деятельности – управление, консультационные услуги, заключение договоров на ведение бухгалтерского учета.
3. Не подлежит реорганизации и может быть ликвидировано в добровольном порядке только после полного погашения облигаций.
4. Не может иметь работников и должно управляться специализированной компанией, имеющей лицензию ФСФР на управление инвестиционными и негосударственными пенсионными фондами. Функции бухгалтерского учета

---

[155] Создание правового и рыночного фундамента для развития рынка секьюритизации в России. – Рекомендации Европейского Форума Секьюритизации, февраль 2007. (www.ahml.ru)
[156] Securitisation: Legal Alert. – Baker & McKenzie. – November 2006.
[157] Текущее состояние ипотечного кредитования в России // Аналитический отдел Русипотеки, февраль 2007. (www.rusipoteka.ru)

должны быть поручены сторонней организации, но не управляющей компании.

5. В учредительных документах должно быть указано общее количество выпусков облигаций, для которых создается общество. Это количество не может быть изменено впоследствии.
6. Номинальная стоимость выпускаемых облигаций не может превышать его уставный капитал более чем в 20 раз.[158]

По российскому законодательству права (требования) могут передаваться в порядке уступки или в порядке факторинга. Законопроектом предлагается внести определенные изменения лишь в главу 43 ГК РФ, регулирующую факторинг (финансирование под уступку денежного требования), при этом не меняется регулирование уступки прав (глава 24 ГК РФ). Основные предложения заключаются в следующем:

a) Законопроект предусматривает государственную регистрацию договоров факторинга. Регистрирующий орган и порядок регистрации должны быть установлены Правительством РФ. Регистрация является добровольной, и отсутствие регистрации не влияет на действительность договора факторинга и уступки. Однако регистрация предоставляет преимущество в случае конкурирующих уступок: зарегистрированный договор факторинга имеет преимущество перед незарегистрированным;
b) Законопроектом уточняется, что будущие права (требования) уступаются в момент их возникновения, если в договоре факторинга не указана более поздняя дата. Законопроектом также предусмотрено, что другие законы могут предусмотреть возможность уступки будущих прав (требований) в момент заключения договора факторинга. И, хотя пока не предложено таких законов, этот вариант может оказаться полезным в контексте секьюритизации будущих поступлений; и
c) Предполагается внести изменения в законодательное регулирование права должника на зачет и предоставить ему возможность уменьшить размер своих обязательств путем зачета против требований финансового агента любых требований, которые он имеет к продавцу (клиенту), вне зависимости от того, было ли направлено уведомление о продаже должнику. Право зачета, однако, может быть исключено в соответствующем договоре с должником (например, в договоре купли-продажи товаров).[159]

[158] Securitisation: Legal Alert. – Baker & McKenzie. – November 2006.
[159] Там же.

Законопроект также предлагает внести изменения в законодательство о несостоятельности, положительно влияющие на «действительную продажу», в том числе запрет признания недействительными сделок уступки прав (требований) в пользу специализированного финансового общества или закрытого паевого инвестиционного фонда, если продажа (путем уступки или факторинга): 1) не была исполнена сторонами полностью или частично; и 2) влечет за собой предпочтительное удовлетворение требований одних кредиторов перед другими кредиторами, при условии, что облигации, обеспеченные такими требованиями, публично размещены и/или публично обращаются, и стоимость таких требований превышает размер обязательств по облигациям не более чем на 20%.[160]

Законопроектом предлагается внести в ГК РФ новый параграф в главу о залоге, посвященный залогу прав (требований). Ряд ключевых изменений, которые могут быть полезными в контексте секьюритизации, включают следующие:

a) Прямо устанавливается возможность залога будущих прав (требований) (как по уже заключенным договорам, так и по договорам, которые будут заключены в будущем), а также залог части права (требования). Кроме того, прямо предусматривается возможность залога совокупности прав (требований) по одному договору о залоге. В этом случае в договоре стороны могут указать любые общие данные, позволяющие индивидуализировать совокупность закладываемых прав, в том числе путем предоставления информации о виде, сроке действия основных договоров и о должниках;
b) Залогодатель обязан будет уведомить должника в письменной форме о залоге прав (требований) в течение 7 дней с момента заключения договора, если иное не предусмотрено договором залога. Отсутствие уведомления предоставляет залогодержателю право требовать досрочного исполнения обеспеченного обязательства (например, погашения займа, предоставленного залогодателю). В Законопроекте также устанавливаются определенные требования к уведомлению должника;
c) В отличие от залога иного имущества, обращение взыскания на заложенные права (требования) может быть обращено путем уступки (на основании договора между залогодателем и залогодержателем или в силу закона через суд), а не путем продажи с публичных торгов;
d) Закон РФ № 2872-1 «О залоге» должен утратить силу со вступлением в силу Законопроекта и, следовательно, ряд сомнительных положений закона,

[160] Securitisation: Legal Alert. – Baker & McKenzie. – November 2006.

включая требование ведения книги записи залогов юридическими лицами, отойдет в прошлое.[161]

Законопроектом вводятся два новых вида банковских счетов, которые могут использоваться при секьюритизации: залоговый счет и номинальный счет.

Залоговый счет вводится специально для залога прав по договору банковского счета. Такой счет не может быть в одностороннем порядке закрыт клиентом (залогодателем) без согласия залогодержателя. Договор залога также может предусматривать определенные ограничения прав залогодателя по распоряжению счетом. Кредитор может обратить взыскание на залог путем простого списания денежных средств с залогового счета для удовлетворения своих требований.

Номинальный счет является банковским счетом, используемым для операций со средствами, принадлежащими третьей стороне, не являющейся держателем счета. В договоре номинального счета должен быть указан выгодоприобретаель по такому счету. Выгодоприобретатель счета может ограничивать права распоряжения средствами на счете. Важно, что средства на номинальном счете не могут включаться в конкурсную массу держателя счета. Это может помочь избежать рисков «смешения» денежных средств в обслуживающей организации, в настоящее время существующих в российских сделках секьюритизации.

Законопроект предлагают внести определенные изменения в Налоговый кодекс, которые окажут позитивное влияние на деятельность специализированного финансового общества и налоговый режим продажи прав (требований). Законопроект вводит процедуру определения налоговой базы для расчета НДС при продаже прав (требований), которые не облагаются НДС (например, по ипотечным кредитам, автокредитам, потребительским кредитам). По существу, предложенные Законопроектом изменения подтверждают сложившуюся практику, когда налоговая база определяется как разница между доходом, полученным от продажи требований, и суммой требований. Поэтому если требования продаются по их номинальной стоимости, то сделка НДС не облагается.[162]

Законопроектом вносится ряд изменений и в российский закон о рынке ценных бумаг, направленных на дальнейшее развитие рынка ценных бумаг, включая возможность субординации различных выпуском облигаций. Предлагаются новые концепции представителя держателей облигаций и общего собрания держателей облигаций.

В разработанных исключительно для России рекомендациях по развитию рынка секьюритизации Европейский Форум Секьюритизации (European Securitisation Forum,

[161] Securitisation: Legal Alert. – Baker & McKenzie. – November 2006.
[162] Там же.

ESF) отмечает важность привлечения всех участников рынка к разработке соответствующего законодательства, что гарантирует минимальный риск последующих изменений: 1). Правительственных органов (органы регулирования банковской деятельности, Центральный банк, регуляторы на рынке ценных бумаги и на рынке страхования, налоговые органы); 2). Эмитентов, инвесторов, организаторов, рейтинговых агентств, юридических компаний, налоговых и бухгалтерских консультантов, компаний управляющих SPV, фондовых бирж и др.[163]

Европейский Форум Секьюритизации (European Securitisation Forum, ESF) является крайне авторитетной организацией, поскольку представляет собой общеевропейскую ассоциацию, объединяющую более 160 участников рынка секьюритизации структурных кредитных продуктов. ESF является структурой, связанной с Ассоциацией SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association), которая включает также Американский форум секьюритизации и Азиатский форум секьюритизации. В свое время ESF оказывал помощь при подготовке большинства европейских законов о секьюритизации.[164]

Европейский Форум Секьюритизации рекомендует российским участникам сформировать некоммерческое объединение, целью которого станет координация инициатив, выдвигаемых представителями индустрии секьюритизации. В ином случае такую лидирующую роль могут взять на себя наднациональные органы. Это объединение должно быть независимым и может кооперироваться с другими ассоциациями и объединениями.[165] Финансирование данного объединения могло бы осуществляться из единого источника, либо формироваться за счет членских взносов. Средства могут использоваться, например, для того чтобы привлекать юридических консультантов для подготовки законодательных и нормативных актов или анализа разработанных проектов. Наряду с юристами крайне необходимо привлечение специалистов в области секьюритизации. Подготовленные юристами документы должны обсуждаться всеми членами ассоциации.

Таким образом, по мнению ESF, будет сформирован единый канал взаимодействия (ассоциация) с правительственными органами, который позволит организовать широкую дискуссию по специальному законодательству.

---

[163] Создание правового и рыночного фундамента для развития рынка секьюритизации в России. – Рекомендации Европейского Форума Секьюритизации, февраль 2007. (www.ahml.ru)
[164] European Securitisation Forum (ESF) (www.europeansecuritisation.com)
[165] Создание правового и рыночного фундамента для развития рынка секьюритизации в России. – Рекомендации Европейского Форума Секьюритизации, февраль 2007. (www.ahml.ru)

Заключение

Итак, различают два понятия: «секьюритизация» (секьюритизация в широком смысле) – смещение рынка заимствований от классического банковского кредитования в направлении финансирования на обезличенном денежном рынке и рынке капиталов посредством эмиссии ценных бумаг; и «секьюритизация активов» (секьюритизация в узком смысле) – инновационная техника финансирования, при которой происходит списание финансовых активов с баланса предприятия, отделение от остального имущества и передача специально созданному финансовому посреднику, а затем их рефинансирование посредством выпуска ценных бумаг на международном денежном рынке и рынке капиталов, либо путем получения синдицированного кредита.

Существуют четыре основных вида секьюритизации: классическая секьюритизация на основе «действительной продажи», синтетическая секьюритизация; секьюритизация бизнеса и секьюритизация государственного сектора.

Секьюритизация позволяет банкам:

- восполнять недостаток кредитных ресурсов;
- решать проблему повышения ликвидности;
- легче соблюдать требования достаточности капитала;
- получать дополнительную прибыль;
- помогает снижать стоимость заимствований;
- решать проблему диверсификации риска.

Широкое развитие секьюритизации началось в США с 80-х годов XX века, когда, с одной стороны, для банков возникла необходимость в снижении рисков, а с другой стороны резко возрос спрос населения на ипотечные кредиты. Первоначально она охватывала лишь ипотечные кредиты, в дальнейшем коммерческие банки стали активно секьюритизировать активы, связанные с потребительским кредитованием, прежде всего кредитными карточками, автомобильными кредитами, лизинговыми операциями и рядом других операций.

Агентство Ginnie Mae, которое контролируется Министерством жилищного строительства и городского развития, занимается преимущественно секьюритизацией ипотечных кредитов, которые были застрахованы Федеральным управлением жилищного строительства или гарантированы Управлением по делам ветеранов. Ценные бумаги Ginnie Mae обеспечиваются прямой гарантией федерального правительства США. Fannie Mae и Freddie Mac секьюритизируют стандартные ипотечные кредиты, которые соответствуют установленным ими требованиям к размерам кредитов и стандартам андеррайтинга (оценки) заемщиков. Freddie Mac и Fannie Mae являются частными компаниями и ни одна из них не имеет прямых государственных гарантий по выпускаемым ими ценным бумагам; однако оба они имеют опосредованные гарантии государства.

В России становление института секьюритизации началось в 1996 году, когда Правительство РФ образовало ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» (АИЖК), взяв на вооружение американский опыт секьюритизации ипотечных кредитов. Выпускаемые облигации АИЖК не являются ни ипотечными, ни эмиссионными – это просто корпоративные облигации, обеспеченные гарантиями Правительства РФ, а не реальными пулами закладных. Данные бумаги не имеют статуса ипотечных ценных бумаг, поскольку формально не регулируются Законом «Об ипотечных ценных бумагах». Достаточно часто в деловой российской литературе такого рода бумаги называют «квазиипотечными облигациями», а их выпуск – «квазисекьюритизацией».

Московское областное ипотечное агентство (МОИА), Агентство по ипотечному жилищному кредитованию Кемеровской области (АИЖК КО), равно как и коммерческие банки Московское ипотечное агентство (МИА) и Жилфинанс также эмитируют обычные корпоративные облигации, не являющиеся ипотечными ценными бумагами.

Первая секьюритизация в истории России была осуществлена Газпромом в июле 2004 года. Однако данная сделка не являлась классической секьюритизацией, поскольку в ней отсутствовал механизм «действительной продажи». Первая полноценная секьюритизация имела место лишь в июле 2005 года, когда Банк Союз секьюритизировал свой портфель автокредитов. Процесс секьюритизации ипотечных кредитов в России начался с октября 2005 года с помощью ипотечных закрытых паевых инвестиционных фондов, которые поставили под сомнение не только целесообразность введения таких инструментов, как ипотечные ценные бумаги, но и смысл принятия закона об ипотечных ценных бумагах.

Расширение масштабов потребительского и ипотечного кредитования по всей России создает реальные предпосылки для коммерческих банков в поисках путей снижения риска и привлечения дополнительных денежных средств обращаться к опыту развития секьюритизации за рубежом. В результате повышения спроса на кредиты со стороны населения многие банки и иные кредиторы обратились к секьюритизации как к источнику более дешевого финансирования.

Прошлый год можно назвать действительно поворотным в истории развития российского института секьюритизации, он еще неоднократно будет упоминаться как «год прорыва». В 2006 году было проведено десять сделок по секьюритизации активов на общую сумму 3,392 млрд. долл. На сегодняшний день в сделках секьюритизации активов в России, общий объем которых за всю короткую историю составил 5,442 млрд. долл., в качестве оригинаторов приняли участие 9 финансовых организаций и 2 организации нефинансового сектора. Спецюрлицо регистрировалось на территории РФ за всю историю российской секьюритизации только один раз (ипотечная секьюритизация Совфинтрейда), что свидетельствует о том, что все сделки являются трансграничными.

Перспективы развития секьюритизации активов в России зависят:

1. от наличия достаточных пулов однородных банковских активов, которые могут быть секьюризированы;
2. от того, как быстро будут сняты правовые препятствия и созданы благоприятные правовые условия.

В настоящее время банковские активы уже достаточно сформировались, достигнув в 2006 году 530 млрд. долл. Преодоление отметки в 1 трлн. долл. по оценкам авторитетного банка UBS ожидается уже к 2010 году. Совокупный размер кредитов только физическим лицам в 2006 году достиг рекордных 80 млрд. долл. Что касается второго условия, то первый шаг в установлении правовых механизмов секьюритизации был сделан с принятием Федерального закона от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», однако, российский законодатель не смог добиться намеченной цели. Закон оказался изолирован от экономических и правовых реалий, подготовлен без должной проработки бизнес-модели и международного опыта. Действующий закон является «памятником ошибок», возникших в результате нарушения многочисленных правил. В конструкции ипотечных ценных бумаг попытались соединить как германскую, так и американскую модель рефинансирования, обеспечив их российской схемой коллективных инвестиций. Причем все это делалось в короткие сроки, без должного осмысления.

Таким образом, перспективы дальнейшего развития секьюритизации в России на данном этапе связаны с совершенствованием законодательства и ограничиваются исключительно юридическими рамками. ФСФР уже подготовила Законопроект, направленный на изменение действующего законодательства с целью развития рынка секьюритизации активов в России. Законопроект не предполагает принятия отдельного закона о секьюритизации, а предусматривает изменение существующих законов, включая Гражданский кодекс РФ, Закон о несостоятельности (банкротстве), Закон о рынке ценных бумаг, Закон о банках и банковской деятельности, Налоговый кодекс и др.

Список использованной литературы

1. Федеральный закон Российской Федерации от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
2. Федеральный закон Российской Федерации от 16 июля 1998 года №102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)».
3. Федеральный закон Российской Федерации от 11 ноября 2003 года №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».
4. Федеральный закон Российской Федерации от 26 октября 2002 года № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».
5. Федеральный закон Российской Федерации от 25 февраля 1999 года №40-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций».
6. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 1 июня 2006 года №793-р «Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 годы».

7. Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006.
8. Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Пер. с англ. – М.: Вершина, 2007.
9. Маршалл Дж. Ф. Финансовая инженерия. – М.: Инфра-М, 1998.
10. Пенкина И. Современная система ипотечного кредитования в США. – М.: МАКС Пресс, 2000.
11. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
12. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000.
13. Хейр Л. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / Пер. с анг. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.

14. Анисимов А., Ипполитов А. История российской секьюритизации // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №11.
15. Анисимов А. Особенности секьюритизации активов на развивающихся рынках // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №22.
16. Афанасьев А., Лапина К., Рудько-Силиванов В. Кредитные деривативы как механизм управления риском при взаимодействии банковского и реального секторов экономики // Рынок ценных бумаг. – 2002. – №4.
17. Барейша И. Секьюритизация: причины успеха // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №4.

18. Богданов А., Суханов М. О секьюритизации активов банками // Банковские технологии. – 2002. – №10.

19. В агентстве Moody’s В центре внимания – СНГ. – Moody’s Investors Service. – Осень 2006 года.

20. Вайн Саймон Кредитные деривативы в России, октябрь 2002. (www.mirkin.eufn.ru)

21. Василенко П. Ипотечное кредитование и секьюритизация в Европе: последние тенденции // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №7.

22. Василенко П. Рэнкинг участников ипотечного рынка // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №11.

23. Воробьева Л. Украинский опыт выпуска облигаций, обеспеченных активами // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №23.

24. Воронова Т. АИЖК удвоили капитал // Ведомости. – 2007. – №64.

25. Гамзин Ю., Зорин А. Ипотечные бумаги: затянувшееся ожидание // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №23.

26. Голикова Л. Российская ипотека: кодекс кредитора // Рынок ценных бумаг. – 2007. – №3.

27. ГПБ-Ипотека: первые облигации с ипотечным покрытием (Отчет). – Газпромбанк Долговой рынок. – Ноябрь 2006. (www.gazprombank.ru/media/cark-files/emitent/gpb-hypotec-research.pdf)

28. Гуманков К., Кочкин А. Рейтинг банков: чей капитал? // Финанс. – 2007. – №16.

29. Гусаков В., Еропкин Д. Применение секьюритизации при реструктуризации банков. Опыт реструктуризации банка «Российский кредит» // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №4.

30. Дементьева С., Чайкина Ю. АИЖК анонсировало рублевую секьюритизацию ипотеки // Коммерсант. – 2007. – №47.

31. Драгунов В. Ипотечные ценные бумаги в России: Новый закон // Коллегия. – 2004. – №2.

32. Драгунов В. Секьюритизация активов в России // Оперативное управление и стратегический менеджмент в коммерческом банке. – 2005. – №1.

33. Драгунов В., Донов В. Механизм изоляции. Действительная продажа (true sale) активов в сделках секьюритизации // Вестник НАУФОР. – 2005. – №3.

34. Демушкина Е. Концептуальные подходы к определению правового статуса ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №1.

35. Демушкина Е. Определение правового статуса ипотечной ценной бумаги // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №24.

36. Джанкобаев Т. Структурная форма финансирования в Казахстане: реформа законодательства и практика применения // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №2.

37. Ергин Ф., Хохлова О. Новые инструменты – новые участники. Секьюритизация активов: понятие и перспективы // Вестник НАУФОР. – 2005. – №3.

38. Журков Р. Практика секьюритизации российских лизинговых контрактов на международном финансовом рынке // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №18.

39. Залесова М. Процесс секьюритизации как механизм совершенствования системы долгосрочного кредитования // Банковское дело. – 2004. – №12.

40. Иванов О. Ипотечные ценные бумаги: миф или реальность // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №23.

41. Иванченко А. Бизнес ограниченной маржи. Налоговый режим в отношении струтур секьюритизации в России //Вестник НАУФОР. – 2005. – №3.

42. Ипотечные ценные бумаги. Когда миф превратится в реальность? // Рынок ценных бумаг. – 2002. – №15.

43. Исеев Р. Проблемы секьюритизации на современном этапе // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №19.

44. Исеев Р. Секьюритизация ипотечных кредитов: экономика сделки // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №24.

45. Казаков А. Секьюритизация активов – сила инновации // Коллегия. – 2002. – №2.

46. Казаков А. Секьюритизация активов банков // Коллегия. – 2002. – №3.

47. Казаков А. На пути к созданию вторичного рынка для ипотечных кредитов // Коллегия. – 2002. – №5.

48. Казаков А. Многогранность кредитных деривативов: новое или хорошо забытое старое? // Коллегия. – 2002. – №7-8.

49. Казаков А. Развитие системы ипотечного кредитования в Российской Федерации // Коллегия. – 2002. – №10-11.

50. Казаков А. Создание синтетических активов – выход из тупика // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №16.

51. Казаков А. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №19.

52. Казаков А. Проблемы развития системы ипотечного кредитования на современном этапе // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №10.

53. Казаков А. Секьюритизация: первые сделки после 5 лет разговоров // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №4.

54. Карелин А. Первоначальный взнос: безысходность или будущее ипотеки? // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №17.

55. Клепникова Е. Ипотечный «экстрим» // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №19.

56. Копейкин А., Пенкина И., Скоробогатько Б., Стебнев Л. Американская модель ипотеки // Рынок ценных бумаг. – 1999. – №8.

57. Котлов А. Формирование российского рынка ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №22.

58. Крысин А. Актуальные проблемы ипотечного кредитования // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №13.

59. Кудьяров А. Проблемы налогообложения первичного рынка ипотеки // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №4.

60. Кузин А. Рублем по ипотеке // Финансовая Россия. – 2001. – №43.

61. Лазорина Е., Ярощук О. Секьюритизация в России // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №23.

62. Ланг Р. Развитие европейского рынка ипотечных облигаций // Бизнес и банки. – 2004. – №45.

63. Левитанская К. Страховать или не страховать титул при ипотеке? // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №11.

64. Либкинд Н. Оптимальное соотношение «риск-доход» при инвестировании в облигации с ипотечным покрытием // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №17.

65. Либкинд Н., Маслов Д. Секьюритизация ипотечных кредитов: реалии и перспективы // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №23.

66. Лузин И. Международный опыт развития ипотечного кредитования // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №17.

67. Любимцев М. Ипотечные бумаги для ипотечного бума // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №19.

68. МакКарти Т. Секьюритизация в России // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №3.

69. Мамай П. Облигации ООО «Русский Стандарт - Финанс – российский дебют обеспечения активами // Рынок ценных бумаг. – 2002. – №17.

70. Матюхин Г.Г. Ипотека. От истории – к современности // Банковское дело. – 2003. – №1.

71. Матюхин Г.Г. Ипотека. Московский опыт // Банковское дело. – 2003. – №2.

72. Матюхин Г.Г. Ипотека: социальные, экономические и технические проблемы // Банковское дело. – 2003. – №3.

73. Матюхин Г.Г. Ипотека: теория и практика // Банковское дело. – 2003. – №4.

74. Матюхин Г.Г. Ипотека: монополия или конкуренция // Банковское дело. – 2003. – №5.

75. Медведева М. Биржевое обращение ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №23.

76. Мельникас М., Сушкова Е. Правовые вопросы применения секьюритизации активов в России // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №3.

77. Мельникас М., Степаненко Е. Шанс на альтернативу. Проблема уступки прав требования в контексте секьюритизации // Вестник НАУФОР. – 2005. – №3.

78. Милевская Л. Кредитные метаморфозы // Финанс. – 2006. – №46.

79. Милютин А. Секьюритизация нам поможет. Правда? // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №22.

80. Миронов М. Ценные бумаги на рынке недвижимости: то густо, то пусто // Рынок ценных бумаг. – 2002. – №15.

81. Мумж Д. Присвоение рейтинга российским ипотечным ценным бумагам // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №24.

82. Нечаев В. Ипотека и ценные бумаги: изменения в налоговом законодательстве // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №3.

83. Осадчая Ю. Залог и банкротство при секьюритизации ипотечных активов // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №22.

84. Пастухова Н. Использование ценных бумаг как инструмента рефинансирования долгосрочных жилищных ипотечных кредитов // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №6.

85. Петрова Н.А. Секьюритизация активов: зарубежный опыт и российская практика // Дипломная работа. – Финансовая Академия при Правительстве РФ. – 2005. – 111 с. (www.mirkin.eufn.ru)

86. Петров В. Проблемы и перспективы обращения ипотечных ценных бумаг на торговых площадках // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №8.

87. Петровичев А. Секьюритизация a la FranCaise // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №19.

88. Пэрис Х., Харвурд Э. Основные проблемы процесса секьюритизации в России // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №3.

89. Рубцов Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №6.

90. Рубцов Б. Современные системы финансирования ипотечных кредитов и рынки ценных бумаг, обеспеченных недвижимостью // Банковские услуги. – 1999. – №4-6.

91. Самарина Н. Технологии рынка: река иностранных денег // Ведомости. – 2006. – №213 (1740).

92. Санникова Т., Эрнст Я. Основные факторы, влияющие на рейтинг структурированных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №4.

93. Санникова Т. Рейтинг отдельных сделок секьюритизации активов // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №11.

94. Санникова Т., Эрнст Я. Качество обслуживания в транзакциях секьюритизации // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №17.

95. Саркисянц А. Секьюритизация активов во внебалансовой деятельности // Финансы и кредит. – 1998. – №3.

96. Саркисянц А., Чепурина Л. Секьюритизация и банкротство: мировой опыт // Банковское дело. – 1998. – №11.

97. Секьюритизация активов в России (Аналитический доклад). – СРО «Национальная Фондовая Ассоциация». – 2006. (www.nfa.ru/nfa2/projects/doc/sec-doc-rus.pdf)

98. Селивановский А. Конструрируем SPV // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №13.

99. Семенов А., Фесенко В. Проба пера // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №4.

100. Сергеев Д. Система массового ипотечного кредитования в РФ: адаптация мирового опыта // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №4.

101. Скляров Е. Ипотечные ПИФы как инструмент рефинансирования: тенденции и прогнозы // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №17.

102. Скляров Е. Проблемы развития системы рефинансирования российской ипотеки // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №22.

103. Слекеничс А. Особенности проектирования ипотечных ценных бумаг в РФ // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №19.

104. Слекеничс А., Смирнов С. Качество обеспечения ипотечных ценных бумаг и устойчивость ипотечного рынка // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №17.

105. Создание правового и рыночного фундамента для развития рынка секьюритизации в России. – Рекомендации Европейского Форума Секьюритизации, февраль 2007. (www.ahml.ru)

106. Солдатова А.О. Секьюритизация лизинговых активов: Дис. канд. экон. наук: Спец. 08.00.10 Москва, 2006 184 с. РГБ ОД, 61:06-8/2093 (www.diss.rsl.ru)

107. Стругацкий И., Ясеновец И. Кредитный анализ ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №5.

108. Стругацкий И. Обслуживание ипотечных кредитов: «подводные камни» // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №23.

109. Суворов Г. Как нам организовать рынок ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. – 2002. – №4.

110. Суворов Г. Как нам организовать рынок ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №2.

111. Суворов Г. Как нам организовать рынок ипотечных ценных бумаг. Новый вариант закона «Об ипотечных ценных бумагах» // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №3.

112. Суворов Г. И еще раз об ипотечных ценных бумагах? // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №19.

113. Суворов Г. Об ипотечном агенте замолвите слово… // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №19.

114. Суворов Г. Ипотечные продукты с плавающей ставкой // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №4.

115. Суворов Г. Ипотечные продукты с плавающей ставкой // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №11.

116. Суворов Г., Алферов Р. Первые рублевые ипотечные ценные бумаги. Русским языком (www.rusipoteka.ru/publications/souvorov-22.htm)

117. Супрунович Е. Круглый стол «Секьюритизация активов: опыт и перспективы» (стенограмма). – Международный банковский клуб «Аналитика без границ», 25 сентября 2006 г.

118. Супрунович Е. Секьюритизация активов: опыт и перспективы (www.mbka.ru/price/otchet_securitizaciya.doc)

119. Терехова В.А. Законодательное регулирование отношений при выпуске, эмиссии и обращении ипотечных ценных бумаг // Финансы и кредит. – 2004. – №17.

120. Тиллман В. Секьюритизация задолженностей как средство привлечения новых инвестиций // Рынок ценных бумаг. – 2002. – №9.

121. Толстухин М. Секьюритизация и Люксембург // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №24.

122. Толстухин М. Использование кондуитов при секьюритизации финансовых активов // Рынок ценных бумаг. – 2007. – №2.

123. Туктаров Ю. Достоинства украинского проекта закона об ипотечных облигациях // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №23.

124. Туктаров Ю. Основные идеи ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №5.

125. Туктаров Ю. «Отсылочные» и депозитарные закладные // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №5.

126. Туктаров Ю. Секьюритизация закладных: вопросы действительной продажи (true sale) // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №22.

127. Туктаров Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №16.

128. Туктаров Ю. Что нужно поменять в облигациях с ипотечным покрытием? // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №4.

129. Туктаров Ю. Закладная в контексте жилищного кредитования // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №17.

130. Туктаров Ю. Транширование ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №11.

131. Тяжлов М. Практический опыт секьюритизации кредитов в РФ: нужны ли нам кредитные ПИФы? // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №17.

132. Усоскин В. Секьюритизация активов // Деньги и кредит. – 2002. – №5.

133. Харвурд Э. Главное – достичь единого мнения! // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №17.

134. Хисаметдинов А. Влияние секьюритизации активов на финансовый результат банка // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №23.

135. Шаронин А. Особенности ипотеки предприятия // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №13.

136. Шитов Н. К светлому будущему ипотечных ценных бумаг! // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №8.

137. Шитов Н. Опыт секьюритизации российских активов // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №22.

138. Яблонская О.В. Секьюритизация активов как финансовая инновация в коммерческих банках // Вестник НАУФОР. – 2003. – №6.

139. Яблонская О.В. Секьюритизация активов в деятельности коммерческих банков // Финансовый аналитик. – 2003. – №12.

140. Яблонская О.В. Секьюритизация активов коммерческих банков: Функции и роль // Сборник научных статей аспирантов и преподавателей ВЗФЭИ. Выпуск 4. – М.: Изд. ВЗФЭИ, 2002.

141. Яблонская О.В. Секьюритизация активов // Сборник научных статей Финансовой академии при Правительстве РФ. Выпуск 3. – М.: Изд. Финансовой академии при Правительстве РФ, 2004.

142. Ясеновец И. Как защитить эмитента от банкротства? Критерии оценки защищенности SPV // Вестник НАУФОР. – 2005. – №8.

143. Яблонская О.В. Секьюритизация банковских активов: Зарубежный опыт, перспективы развития в России: Дис. канд. экон. наук: Спец. 08.00.10 Москва, 2004 164 с. РГБ ОД, 61:04-8/3903 (www.diss.rsl.ru)

144. Яблонская О.В. Секьюритизация банковских активов: Зарубежный опыт, перспективы развития в России: Автореф. дис. канд. экон. наук: Спец. 08.00.10 Москва, 2004 25 с. (www.diss.rsl.ru)

145. Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, Anne Ching Securitization: Structuring and Investment Analysis. – John Wiley & Sons, 2003.

146. Charles Auistin Stone, Anne Zissu The Securitization Markets Handbook: Structures and Dynamics of Mortgage- and Asset-Backed Securities. – Bloomberg Press, 2005.

147. Frank J. Fabozzi, Henry A. Davis, Moorad Choudhry (Frank J. Fabozzi Series) Introduction to Structured Finance. – John Wiley & Sons, 2006.

148. Frank J. Fabozzi Accessing Capital Markets Through Securitization (Frank J. Fabozzi Series). – John Wiley & Sons, 2001.

149. James Rosenthal, Juan Ocampo Securitization of Credit: Inside the New Technology of Finance. – John Wiley & Sons, 2001.

150. John Deacon Global Securitisation and CDOs. – John Wiley & Sons, 2004.

151. Lakhbir Hayre Salomon Smith Barney Guide to mortgage-backed and asset-backed securities. – John Wiley & Sons, 2001.

152. Mark Fisher, Zoe Shaw Securitisation: For Issuers, Arrangers and Investors. – Euromoney Books, 2003.

153. Moorad Choudhry Structured Credit Products: Credit Derivatives and Synthetic Securitization. – John Wiley & Sons, 2004.

154. Peter Jeffrey A Practitioner's Guide to Securitisation. – City & Financial Publishing, 2006.

155. Vinod Kothari Securitization - The Financial Instrument of the Future. – John Wiley & Sons, 2006.

156. ABS Securitisation in Russia 2006 Year in Review. –Citigroup. – January 2007.

157. Alfa Diversified Payment Rights Finance Company S.A. (Pre Sale Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – March 2006.

158. Andreas A. Jobst What is Structured Finance? // The Securitization Conduit, Vol. 8 (2005/6). (www.securitization.net/pdf/Publications/StructuredFinance_16Feb07.pdf)

159. Andreas A. Jobst Sovereign Securitization in Emerging Markets // Journal of Structured Finance (2006), Vol. 12, No. 3. (www.securitization.net/pdf/Publications/Jobst_Sovereign_Oct06.pdf)

160. An Introduction to Securitisation Financing (Brochure). – Baker & McKenzie. – 2006.

161. As Russian Securitization Expands, Our Ratings Process Gets Refined (Research) / RatingsDirect Standard & Poor's. – January 2007.

162. CityMortgage MBS Finance B.V. (New Issue Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – September 2006.

163. Comptroller's Handbook on Asset Securitization, November 1997. (www.occ.treas.gov/handbook/assetsec.pdf)

164. Credit-Card-Backed Securities: Understanding The Risks (Special Report). –Moody's Investors Service. – January 1991.

165. Dali Capital PLC (Pre Sale Report). – Structured Finance Standard & Poor's. – December 2006.

166. EMEA ABS: 2006 Review and 2007 Outlook (Special Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – January 2007.

167. ESF Securitisation Data Report. – European Securitisation Forum. – Winter 2007. (www.europeansecuritisation.com)

168. ESF Securitisation Market Outlook. – European Securitisation Forum. –2007. (www.europeansecuritisation.com)

169. Evaluating Unrated and Non-Investment-Grade Originators in EMEA ABS Transactions (Special Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – November 2004.

170. Evolution Toward Existing Assets To Continue (Report). – Structured Finance EEMEA Securitization Outlook Standard & Poor's. – February 2007.

171. Gazprombank Mortgage Backed Securities Series 2006-1 (Pre Sale Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – November 2006.

172. HCF Funding No. 1 B.V Series 2006 (New Issue Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – June 2006.

173. Hill C.A. Securitization: a low-cost sweetener for lemons // Washington Univesity Law Quarterly, 1996. (www.jstor.org)

174. Investment Research Equity Guide: Russia, Ukraine, Kazakhstan / UBS Russia & CIS Research, August 2006.

175. Kazkommerts DPR Company Floating Rate Series 2005-A Notes due 2012 (Pre Sale Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – November 2005.

176. Legal Issues in Russia (Brochure). – Baker & McKenzie. – 2006.

177. Lynn M. LoPucki The Death of Liability // The Yale Law Journal, Vol. 106, No. 1 (Oct., 1996). (www.jstor.org)

178. Michael S. Raab The Transparency Theory: An Alternative Approach to Glass-Steagall Issues // The Yale Law Journal, Vol. 97, No. 4 (Mar., 1988). (www.jstor.org)

179. Moritz Kraemer, Helena Hessel Which Way For Russia's Sovereign Rating: Road To Riches Or Slippery Slope // Credit Week, Vol. 27, No.4 (Jan., 2007).

180. Mortgage Securitisation in Russia (Brochure). – Baker & McKenzie. –2005.

181. Moody's Approach to Rating European CMBS (Special Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – June 2001.

182. Moody's Approach to Rating European Auto ABS: More Rubber Set to Hit European Roads (Special Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – November 2002.

183. Moody's Individual Loan Analysis for German RMBS (Rating Methodology). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – August 2003.

184. Moody's Approach to Rating German RMBS (Rating Methodology). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – December 2004.

185. Moody's Rating Approach to European Covered Bonds (Rating Methodology). –Structured Finance Finance/Banking Moody's Investors Service. – June 2005.

186. Moody's Rating Symbols & Definitions. – Moody's Investors Service. – August 2004.

187. Red Arrow International Leasing Public Limited Company (New Issue Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – April 2006.

188. Retail Banking. Opportunities Abound. – Fixed Income Troika Dialog. – April 2007.

189. Russian mortgage market (Report) / European Structured Finance Merrill Lynch. – February 2007.

190. Russian Car Loans No. 1 S.A. (Pre Sale Report). – Structured Finance Standard & Poor's. – October 2006.

191. Russian Consumer Finance No. 1 S.A. (Pre Sale Report). – Structured Finance Standard & Poor's. – March 2006.

192. Russian Consumer Finance No. 1 S.A. (Pre Sale Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – March 2006.

193. Russian Mortgage Backed Securities 2006-1 S.A. (Pre Sale Report). – Structured Finance FitchRatings. – June 2006.

194. Russian Mortgage Backed Securities 2006-1 S.A. (Pre Sale Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – June 2006.

195. Russian Mortgage Backed Securities 2006-1 S.A. (New Issue Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – July 2006.

196. Russian Mortgage Backed Securities 2006-1 S.A. (New Issue Report). – Structured Finance FitchRatings. – July 2006.

197. Securitisation in New Markets: Moody's Perspective (Rating Methodology). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – September 2006.

198. Securitisation in Russia: Ways to Expand Markets and Reduce Borrowing Costs. Position Paper of the International Financial Corporation's Technical Working Group on Securitization. – March 2005. (www.ifc.org/ifcext/gfm.nsf/AttachmentsByTitle/SM-SecuritizationRussia-Eng/$FILE/SM-SecuritizationRussia-Eng.pdf)

199. Securitisation: Legal Alert. – Baker & McKenzie. – November 2006.

200. Specialised Mortgage Agent GPB-Mortgage (Pre Sale Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – November 2006.

201. Schwarz, Steven L. The Alchemy of Asset Securitization // Stanford Journal of Law, Business & Finance, 133 (1994). (www.jstor.org)

202. Taganka Car Loan Finance PLC (Pre Sale Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – September 2006.

203. Taganka Car Loan Finance PLC (Pre Sale Research). – RatingsDirect Standard & Poor's. – September 2006.

204. The International Comparative Legal Guide to: Securitisation 2006 / Global Legal Group. (www.iclg.co.uk)

205. Ukraine Mortgage Loan Finance No.1 Plc (Pre Sale Report). – International Structured Finance Moody's Investors Service. – January 2007.

206. Ukraine Mortgage Loan Finance No.1 Plc (Pre Sale Report). – Structured Finance FitchRatings. – January 2007.

207. www.ahml.ru – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК)

208. www.americansecuritization.com – American Securitization Forum (ASF)

209. www.asdirectory.com – Database of asset-backed securities firms and professionals

210. www.bondmarkets.com – Bond Market Association (BMA)

211. www.cbr.ru – Банк России

212. www.diss.rsl.ru – Электронная библиотека диссертаций

213. www.euromoneyseminars.com – Euromoney Seminars

214. www.europeansecuritisation.com – European Securitisation Forum (ESF)

215. www.fanniemae.com – Federal National Mortgage Association (FNMA)

216. www.freddiemac.com – Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC)

217. www.ginniemae.gov – Government National Mortgage Association (GNMA)

218. www.hsh.com – HSH Associates Financial Publishers

219. www.jstor.org – Archive of scholarly journals (not a current issues database)

220. www.mbka.ru – Международный Банковский Клуб «Аналитика без границ»

221. www.mirkin.eufn.ru – Финансовая электронная библиотека

222. www.nfa.ru/nfa2/projects/proj_sec.shtml – Проекты НФА, Секьюритизация

223. www.russiansecuritisation.ru – Российский Форум Секьюритизации

224. www.rusipoteka.ru – Ипотечное кредитование и секьюритизация в России

225. www.securitization.net – Resource for the structured finance industry

226. www.securitizationnews.com – latest global news on ABS, MBS, CMBS and CDOs

227. www.sifma.org – Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

228. www.vinodkothari.com – Vinod Kothari's securitization website

Приложения

Схема 1. Секьюритизация активов через выпуск ценных бумаг или через привлечение банковского кредита?

Схема 3. Схема использования кондуита

Схема 5. Распределение потока платежей на примере секьюритизации требований по кредитным картам

Схема 6. Виды ценных бумаг, обеспеченных активами

Схема 11. Облигации ИСО ГПБ-Ипотека. Структура сделки – этап обслуживания

Схема 13. Ипотечные закрытые паевые инвестиционные фонды (ИЗПИФы)

Таблица 2. Структура непогашенного ипотечного долга в США в 2001-2006 гг.

Таблица 3. Выпуск агентских ипотечных ценных бумаг в США в 1980-2006 гг.

Таблица 5. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в Европе по типу обеспечения в 2005-2006 гг.

Таблица 6. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в Европе по странам в 2005-2006 гг.

Таблица 7. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в Европе по странам и по обеспечению в 2005 г.

Таблица 8. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в Европе по странам и по обеспечению в 2006 г.

Таблица 11. Сделки по секьюритизации активов в СНГ

Таблица 16. Сравнение ипотечных ценных бумаг

Диаграмма 3. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в Европе по типу обеспечения в 2005 г.

Диаграмма 4. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в Европе по типу обеспечения в 2006 г.

Диаграмма 5. Размеры рынка розничного кредитования в России в 2004-2006 гг.

Диаграмма 6. Сегменты розничного кредитования в России в 2005-2006 гг.

Диаграмма 7. Проникновение сегментов рынка к ВВП России в 2005-2006 гг.

Диаграмма 14. Доля иностранного капитала в совокупном капитале банковской системы

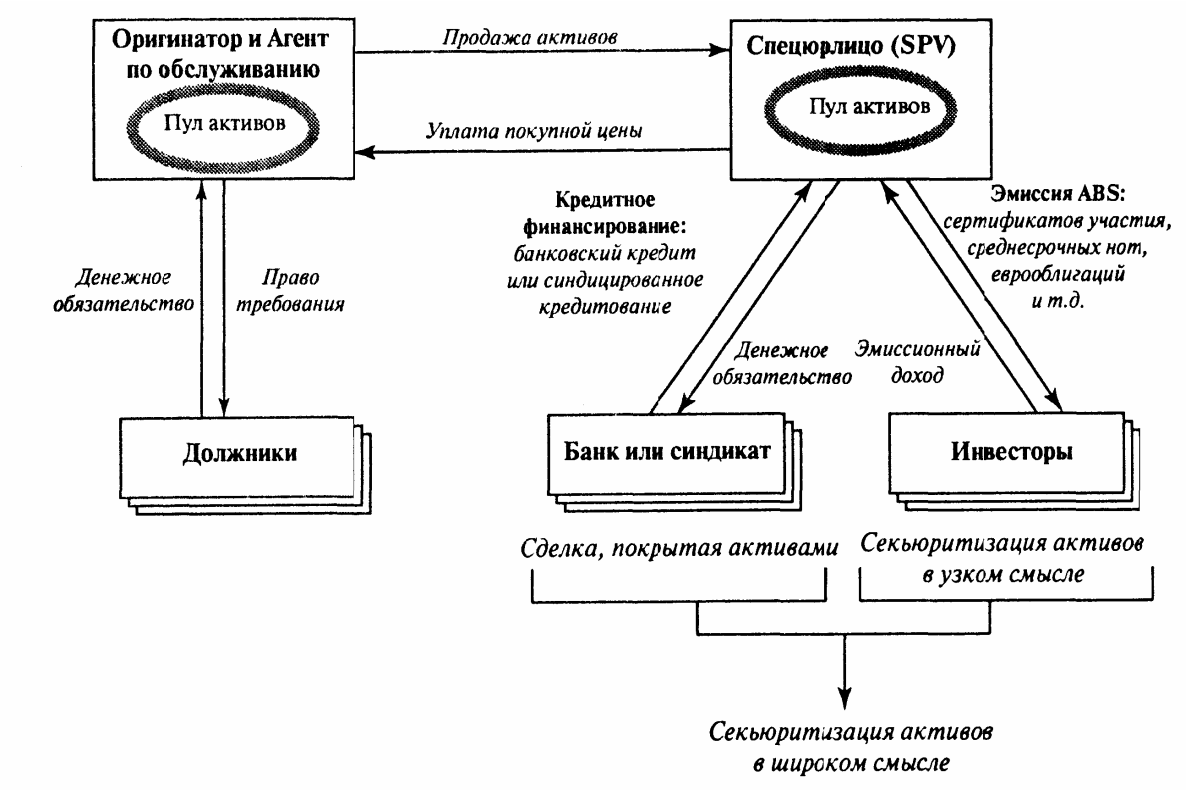
Диаграмма 16. Рост объема секьюритизированных пулов в СНГ

Диаграмма 17. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в России по типу обеспечения в 2003-2006 гг.

Диаграмма 18. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в России по типу обеспечения в 2006 г.

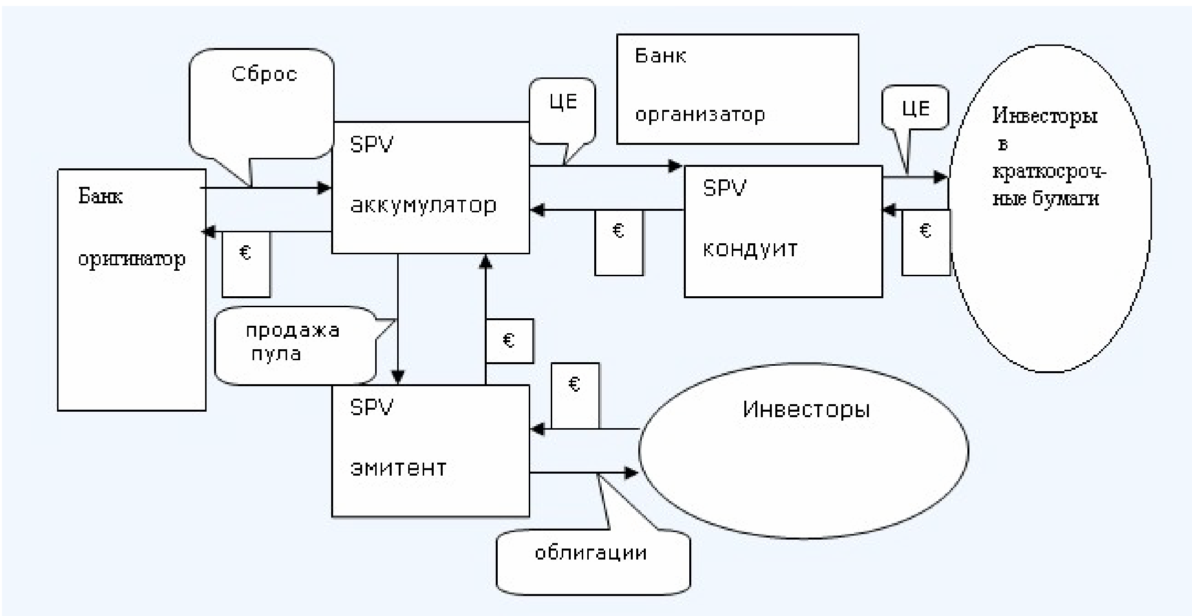
Диаграмма 21. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в России по банкам-оригинаторам в 2006 г.

Схема 1. Секьюритизация активов через выпуск ценных бумаг или через привлечение банковского кредита?



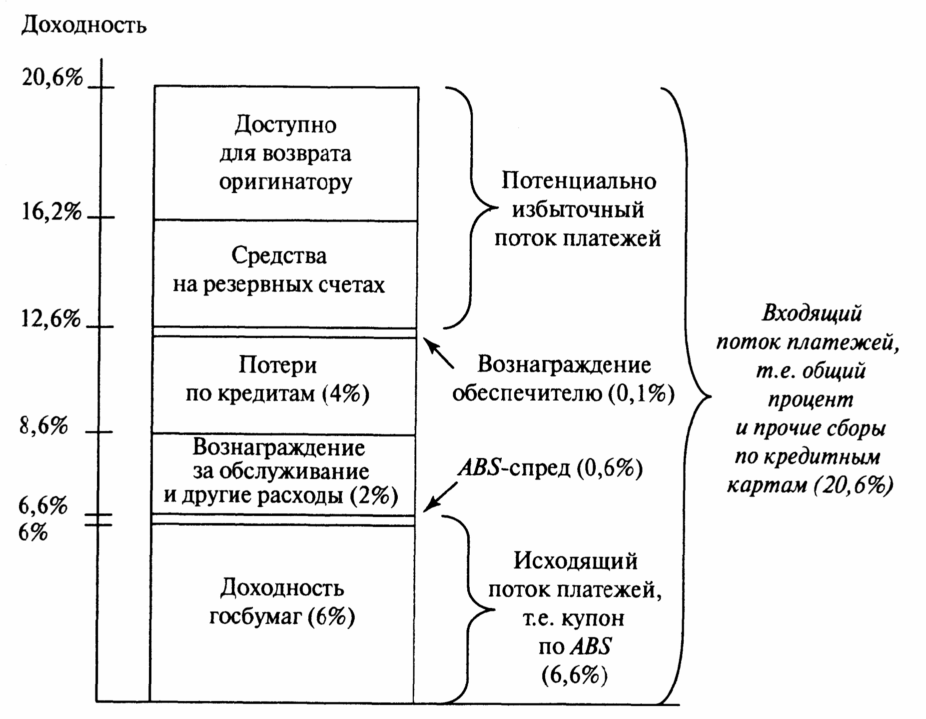
Источник: Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С.36.

Схема 3. Схема использования кондуита



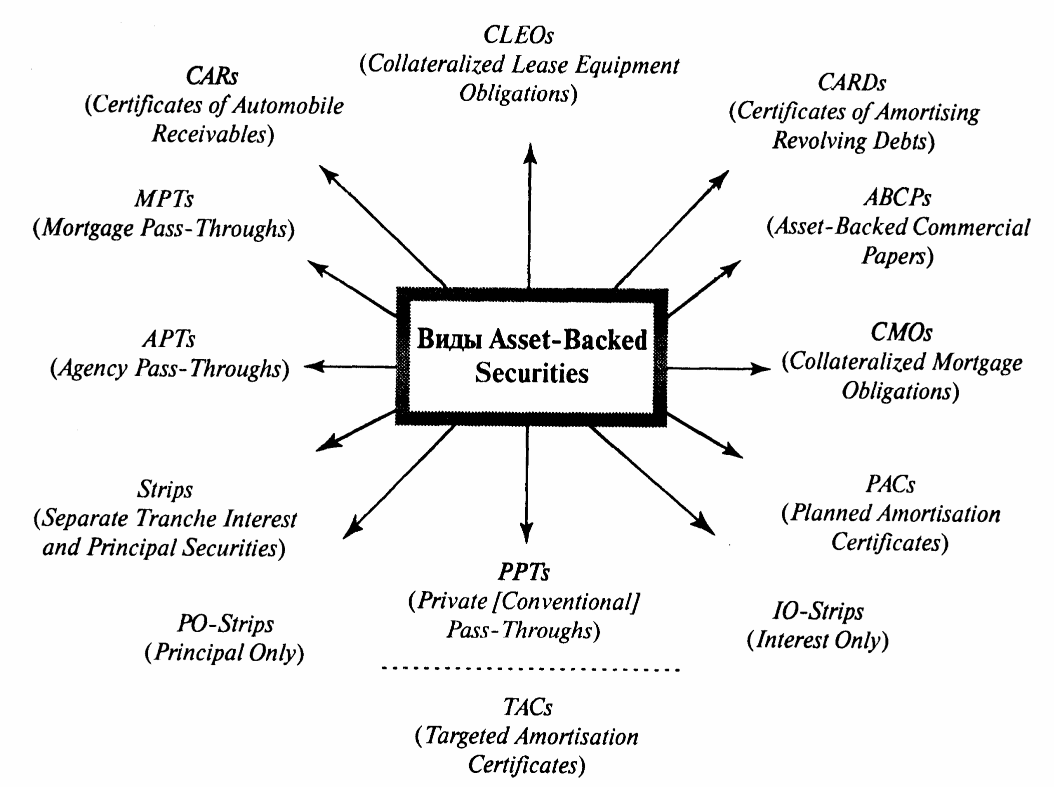
Источник: Толстухин М. Использование кондуитов при секьюритизации финансовых активов // Рынок ценных бумаг. – 2007. – №2.

Схема 5. Распределение потока платежей на примере секьюритизации требований по кредитным картам



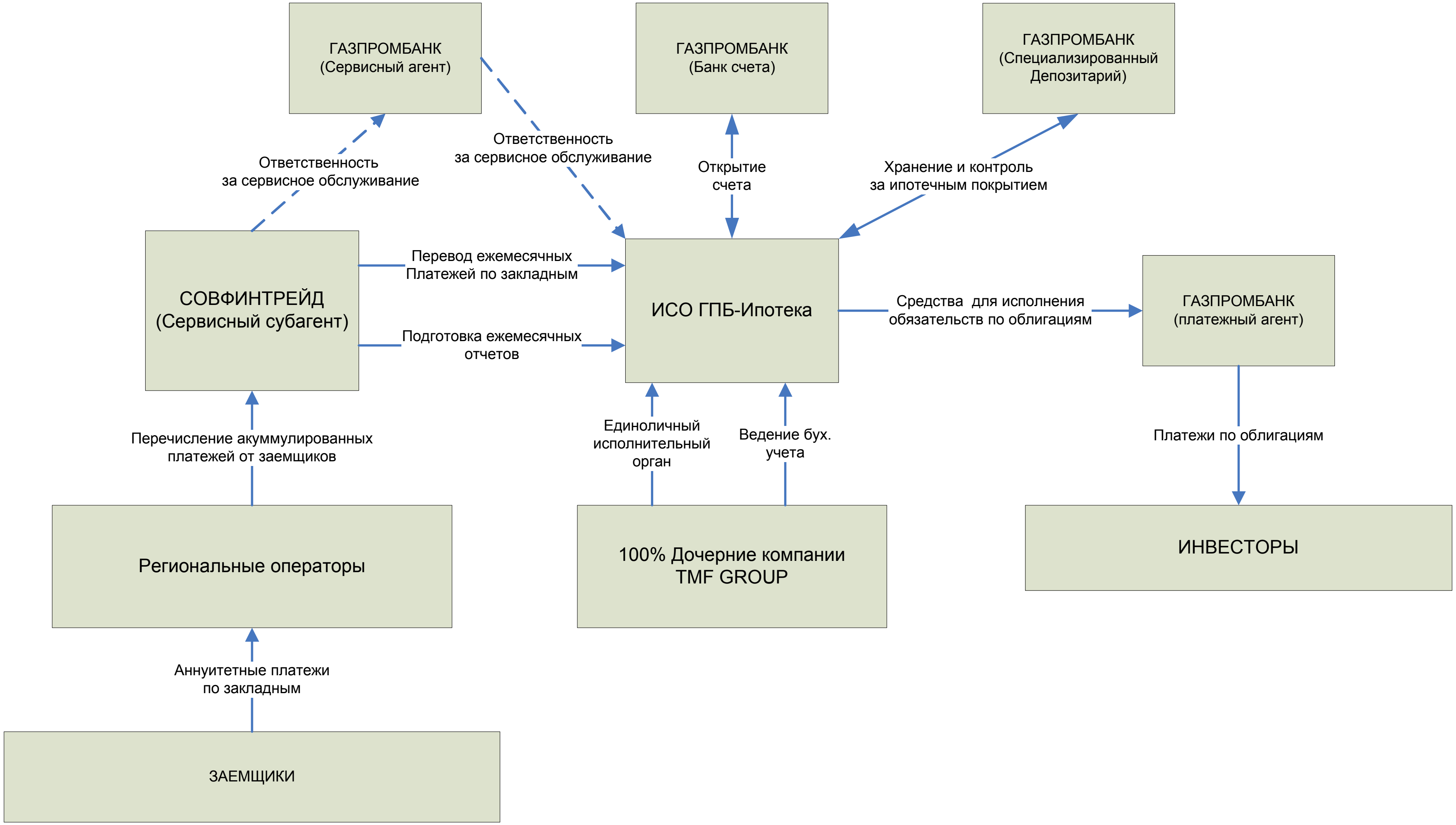
Источник: Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С.198.

Схема 6. Виды ценных бумаг, обеспеченных активами (Asset-backed securities, ABS)



Источник: Бэр Х. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. с нем. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С.138.

Схема 11. Облигации ИСО ГПБ-Ипотека. Структура сделки – этап обслуживания



Источник: По материалам Презентации начальника Юридического управления Совфинтрейда Владимира Никитина «Практический опыт ипотечной секьюритизации», февраль 2007.

Схема 13. Ипотечные закрытые паевые инвестиционные фонды (ИЗПИФы)

Источник: Скляров Е. Ипотечные ПИФы как инструмент рефинансирования: тенденции и прогнозы // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №17.

Таблица 2. Структура непогашенного ипотечного долга по типу закладной и ее держателю в США в 2001-2006 гг. (млн. долл.)

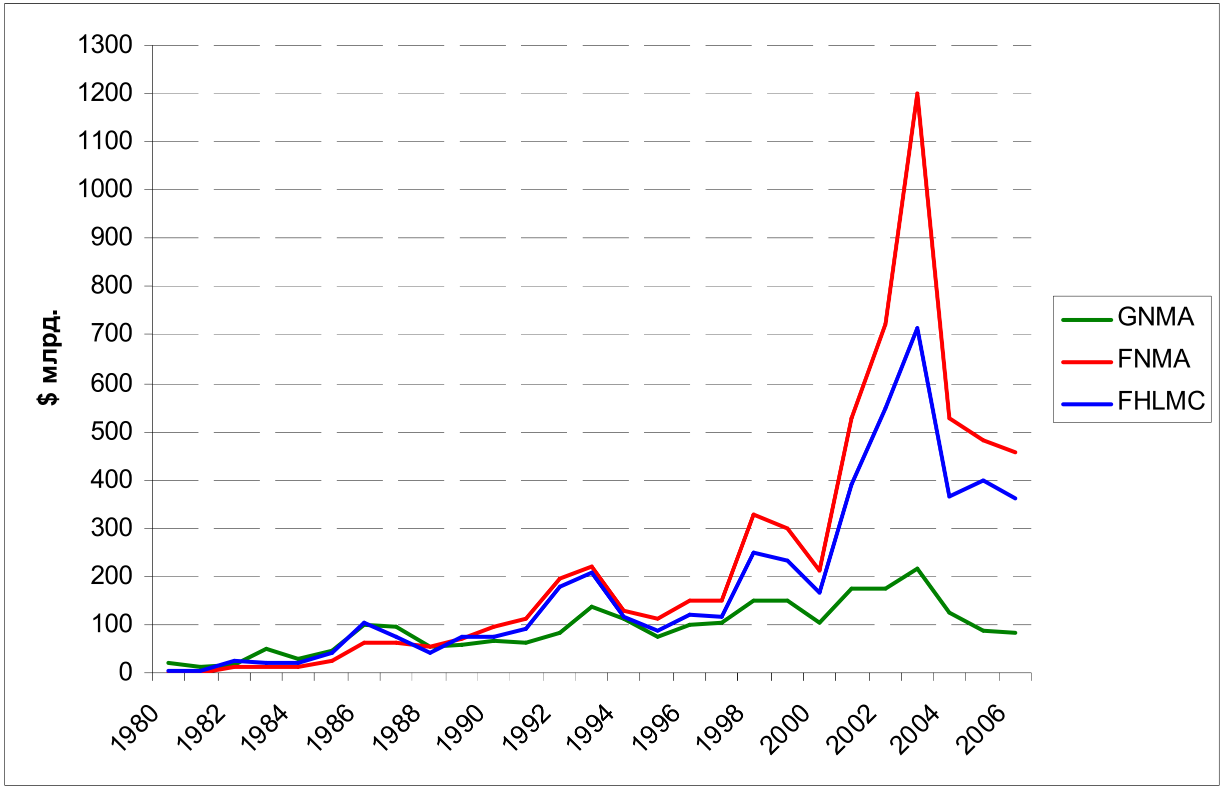
	2001	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006***
Всего:	7,421,195	8,367,310	9,374,889	10,680,490	12,148,740	13,033,523
В т.ч. по типу закладной (недвижимости):						
– 1-4 квартирные дома	5,571,346	6,374,381	7,175,128	8,246,773	9,383,270	10,029,310
– многоквартирные дома	447,820	484,871	555,633	608,813	679,745	74,934
– коммерческая ипотека	1,284,983	1,382,557	1,510,541	1,683,190	1,937,811	2,130,440
– фермерская ипотека	117,046	125,501	133,587	141,714	147,914	159,139
В т.ч. по держателю закладной:						
– коммерческие банки	1,789,819	2,058,426	2,256,037	2,595,318	2,956,572	3,172,913
– сберегательные организации	758,236	780,989	870,194	1,057,036	1,152,732	1,249,136
– страховые компании	243,021	250,019	260,944	273,324	285,463	298,129
– федеральные агентства	373,240	433,565	537,131	553,821	554,997	558,190
– ипотечные пулы/трасты	3,543,665	3,954,968	4,457,045	4,962,591	5,783,033	6,222,506
– индивидуальные лица/прочие	713,214	889,343	993,538	1,238,400	1,415,943	1,532,649

* по состоянию на сентябрь 2006 года

Источник: The Bond Market Association (www.bondmarkets.com)

Таблица 3. Выпуск агентских ипотечных ценных бумаг (Agency Mortgage-backed securities) в США в 1980-2006 гг. (млрд. долл.)

	GNMA	FNMA	FHLMC	Итого
1980	20,6	-	2,5	23,1
1981	14,3	0,7	3,5	18,5
1982	16	14	24,2	54,2
1983	50,7	13,3	21,4	85,4
1984	28,1	13,5	20,5	62,1
1985	46	23,6	41,5	111,1
1986	101,4	60,6	102,4	264,4
1987	94,9	63,2	75	233,1
1988	55,2	54,9	39,8	149,9
1989	57,1	69,8	73,5	200,4
1990	64,4	96,7	73,8	234,9
1991	62,6	112,9	92,5	268
1992	81,9	194	179,2	455,1
1993	138	221,4	208,7	568,1
1994	111,2	130,5	117,1	358,8
1995	72,9	110,4	85,9	269,2
1996	100,9	149,9	119,7	370,5
1997	104,3	149,4	114,3	368
1998	150,2	326,1	250,6	726,9
1999	151,5	300,7	233	685,2
2000	103,3	211,7	166,9	481,9
2001	174,6	528,4	389,6	1092,6
2002	174	723,3	547,1	1444,4
2003	217,9	1198,6	713,3	2129,8
2004	125	527,2	365,2	1017,4
2005	86,9	481,3	397,9	966,1
2006	83,3	455,9	360	899,2



Источник: Government National Mortgage Association, GNMA (www.ginniemae.gov); Federal National Mortgage Association, FNMA (www.fanniemae.com); Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC (www.freddiemac.com)

Таблица 5. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в Европе по типу обеспечения в 2005-2006 гг.

	2006:Q1	2006:Q2	2006:Q3	2006:Q4	2006 Итого	2005:Q1	2005:Q2	2005:Q3	2005:Q4	2005 Итого
Автокредиты	0,7	1,0	3,2	6,8	11,7	-	1,2	0,0	2,9	4,1
Кредитные карты	1,6	1,0	0,2	0,6	3,4	-	1,2	2,7	7,8	11,7
CDO[1]	11,5	22,9	18,0	35,6	88,0	5,7	14,6	5,3	23,3	48,9
CMBS	7,5	9,6	22,0	21,0	60,1	7,2	8,7	9,1	13,6	38,6
Лизинг[2]	0,4	1,0	0,3	4,2	5,9	1,5	2,1	-	4,6	8,2
Кредиты[3]	1,5	5,3	2,9	6,0	15,7	2,4	8,4	3,2	32,9	46,9
Поступления[4]	0,5	1,5	3,6	0,4	6,0	1,5	1,6	0,5	0,4	4,0
RMBS	37,6	49,3	58,0	99,7	244,6	26,8	42,5	19,1	56,5	144,9
Другое	4,8	13,8	2,1	2,8	23,5	2,7	14,1	1,6	1,3	19,7
Итого	66,1	105,4	110,3	177,1	**458,9**	47,8	94,4	41,5	143,3	**327,0**

[1] CDO номинированы в евро
[2] Включает лизинг оборудования и иные виды лизинга
[3] Включает коммерческие, потребительские, корпоративные заимствования
[4] Включает поступления по банковским счетам, договорам страхования, медицинского обеспечения, обслуживания и пр.

Источник: European Securitisation Forum (ESF) (www.europeansecuritisation.com)

Таблица 6. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в Европе по странам в 2005-2006 гг.*

	2006:Q1	2006:Q2	2006:Q3	2006:Q4	2006 ИТОГО	2005:Q1	2005:Q2	2005:Q3	2005:Q4	2005 ИТОГО
Франция	0,6	0,7	4,1	2,3	7,7	0,5	2,4	-	4,6	7,5
Германия	0,9	11,2	18,4	7,2	37,7	0,5	9,5	0,4	5,1	15,5
Греция	-	2,0	1,0	0,6	3,6	-	1,5	0,8	-	2,3
Ирландия	0,4	2,5	3,3	4,5	10,7	-	-	0,5	-	0,5
Италия	3,0	12,5	4,2	10,5	30,2	2,4	14,9	0,5	14,9	32,7
Нидерланды	6,9	6,0	3,6	12,1	28,6	3,4	10,0	6,3	19,5	39,2
Португалия	-	-	4,9	0,9	5,8	0,5	1,6	1,2	4,3	7,6
Испания	5,7	13,2	4,9	20,2	44,0	5,1	14,5	1,8	19,1	40,5
Швеция	-	0,2	-	-	0,2	-	0,3	-	-	0,3
Турция	-	0,7	-	1,2	1,9	0,4	1,4	0,5	0,4	2,7
Великобритания	36,1	31,7	47,0	77,4	192,2	29,0	23,4	23,1	50,9	126,4
Другие	1,0	1,8	0,9	4,6	8,3	0,3	0,3	1,1	1,2	2,9
Итого	54,6	82,5	92,3	141,5	370,9	42,1	79,8	36,2	120,0	278,1

* За исключением облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (Collateralised debt obligations, CDO). Объем выпуска CDO в 2005 году составил €48,9 млрд. и €88 млрд. в 2006 году.

Источник: European Securitisation Forum (ESF) (www.europeansecuritisation.com), ссылка на Thomson Financial, Dealogic, JP Morgan, Merrill Lynch, Structured Finance International, Bloomberg.

Таблица 7. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в Европе по странам и по обеспечению в 2005 г.*

	Автокредиты	CMBS	Кредитные карты	Лизинг[1]	Кредиты[2]	Поступления[3]	RMBS	Другое	ИТОГО
Франция	0,5	0,7	-	-	2,1	0,2	4,0	-	7,5
Германия	0,7	3,5	-	0,8	1,4	-	1,1	8,0	15,5
Греция	-	-	0,8	-	-	-	1,5	-	2,3
Ирландия	-	-	-	-	-	-	-	0,5	0,5
Италия	1,2	3,0	-	6,9	11,9	1,0	8,2	0,5	32,7
Нидерланды	0,7	3,9	-	0,1	9,5	-	25,0	-	39,2
Португалия	-	-	-	-	0,6	-	7,0	-	7,6
Испания	1,0	0,3	-	-	10,3	-	27,3	1,6	40,5
Швеция	-	0,3	-	-	-	-	-	-	0,3
Турцмя	-		0,5	-	-	2,2	-	-	2,7
Великобритания	-	25,7	10,4	-	10,8	0,7	70,7	8,1	126,4
Другие	-	1,2	.	0,4	0,2	-	0,1	1,0	2,9

* За исключением облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (Collateralised debt obligations, CDO). Объем выпуска CDO в 2005 году составил €48,9 млрд. и €88 млрд. в 2006 году.

[1] Включает лизинг оборудования и иные виды лизинга

[2] Включает коммерческие, потребительские, корпоративные заимствования

[3] Включает поступления по банковским счетам, договорам страхования, медицинского обеспечения, обслуживания и пр.

Источник: European Securitisation Forum (ESF) (www.europeansecuritisation.com), ссылка на Thomson Financial, Dealogic, JP Morgan, Merrill Lynch, Structured Finance International, Bloomberg.

Таблица 8. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в Европе по странам и по обеспечению в 2006 г.[*]

	Автокредиты	CMBS	Кредитные карты	Лизинг[1]	Кредиты[2]	Поступления[3]	RMBS	Другое	ИТОГО
Франция	3,1	1,5	-	-	2,2	-	0,3	0,6	7,7
Германия	4,9	18,8	-	0,3		-	6,2	7,5	37,7
Греция	-	-	-	-	-	-	3,6	-	3,6
Ирландия	-	0,4	-	-	-	-	10,2	-	10,6
Италия	-	1,7	-	5,2	2,8	2,3	16,5	1,7	30,2
Нидерланды	-	1,6	-	-	0,5	-	26,5	-	28,6
Португалия	0,5	-	-	-	0,9	-	4,4	-	5,8
Испания	1,4	-	-	-	6,2	-	36,4	-	44,0
Швеция	-	-	-	-	0,2	-	-	-	0,2
Турция	-	-	-	-		-	-	1,9	1,9
Великобритания	-	33,8	3,4	-	2,4	3,0	138,8	10,8	192,2
Другие	1,8	2,3	-	0,4	0,5	0,7	1,7	1,0	8,4
Итого	11,7	60,1	3,4	5,9	15,7	6,0	244,6	23,5	370,9

[*] За исключением облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (Collateralised debt obligations, CDO). Объем выпуска CDO в 2005 году составил €48,9 млрд. и €88 млрд. в 2006 году.

[1] Включает лизинг оборудования и иные виды лизинга

[2] Включает коммерческие, потребительские, корпоративные заимствования

[3] Включает поступления по банковским счетам, договорам страхования, медицинского обеспечения, обслуживания и пр.

Источник: European Securitisation Forum (ESF) (www.europeansecuritisation.com), ссылка на Thomson Financial, Dealogic, JP Morgan, Merrill Lynch, Structured Finance International, Bloomberg.

Таблица 11. Сделки по секьюритизации активов в СНГ

Дата	Страна	Оригинатор	Класс активов	Сумма	Комментарии
2003					
Сентябрь	Казахстан	Народный банк Казахстана (Халык)	Диверсифицированные платежные права[1]	$100 млн.	Первая секьюритизация в СНГ
2004					
Июль	Россия	Газпром	Экспортные поступления[2]	$1,25 млрд.	Не было «действительно продажи» (true sale)
Ноябрь	Россия	Росбанк		$225 млн. + $75млн (Февраль 2005)	Не было «действительно продажи» (true sale)
2005					
Июль	Россия	Банк Союз	Авто кредиты	$50 млн.	Первая настоящая секьюритизация в России[3]
Ноябрь	Россия	Банк Русский Стандарт	Потребительские кредиты	€250 млн.	Первая секьюритизация в России, где активы были номинированы в рублях, только частное размещение
Декабрь	Россия	Хоум Кредит энд Финанс Банк	Потребительские кредиты	€127 млн.	Только частное размещение. Второй выпуск на $165млн не был осуществлен.
Декабрь	Казахстан	КазКоммерцБанк		$300 млн. + $200 млн. (Июнь 2005)	
2006					
Февраль	Казахстан	БТА-Ипотека	Ипотечные кредиты	$150 млн.	
Март	Россия	Альфа-Банк	Диверсифицированные платежные права[4]	$350 млн. + €230 млн. (Декабрь 2006) + $260 млн. (Декабрь 2006)	Первая секьюритизация поступлений будущих периодов в России. Выпуск по Правилу 144A/Регламенту S.
Март	Россия	3 компании	Лизинговые поступления	RUB 14 млрд.	Первая секьюритизация лизинговых поступлений в России
Март	Россия	Банк Русский Стандарт	Потребительские кредиты	€300 млн.	Дебютная секьюритизация Банка Русский Стандарт

[1] Diversified Payment Rights, DPR
[2] Export Receivables
[3] имеется в виду трансграничная секьюритизация, но с действительной продажей (true sale)
[4] текущие и будущие требования банка к плательщикам, производящим платежи на его корреспондентские счета

Апрель	Казахстан	АТФ Банк	Диверсифицированные платежные права	$100 млн.	
Июль	Россия	Внешторгбанк	Ипотечные кредиты	$88,3 млн.	Первая ипотечная секьюритизация в России.
Август	Россия	Городской Ипотечный Банк	Ипотечные кредиты	$73 млн.	
Октябрь	Россия	МДМ Банк	Авто кредиты	$430 млн.	Крупнейшая сделка в России по секьюритизации автокредитов на дату. Первая секьюритизация автокредитов в России, где ценные бумаги были выпущены по Правилу 144А.
Октябрь	Россия	Банк Русский Стандарт	Авто кредиты	€256 млн.	Первая секьюритизация автокредитов Банка Русский Стандарт. Ценные бумаги были выпущены только по Регламенту S.
Ноябрь	Россия	МДМ Банк	Диверсифицированные платежные права	€225 млн. $200 млн.	Дебютная секьюритизация поступлений будущих периодов МДМ Банка.
Декабрь	Россия	Совфинтрейд	Ипотечные кредиты	€141 млн. RUB 864 млн.	Первая сделка полностью по российскому законодательству. 100% бумаг выкупил Газпромбанк.

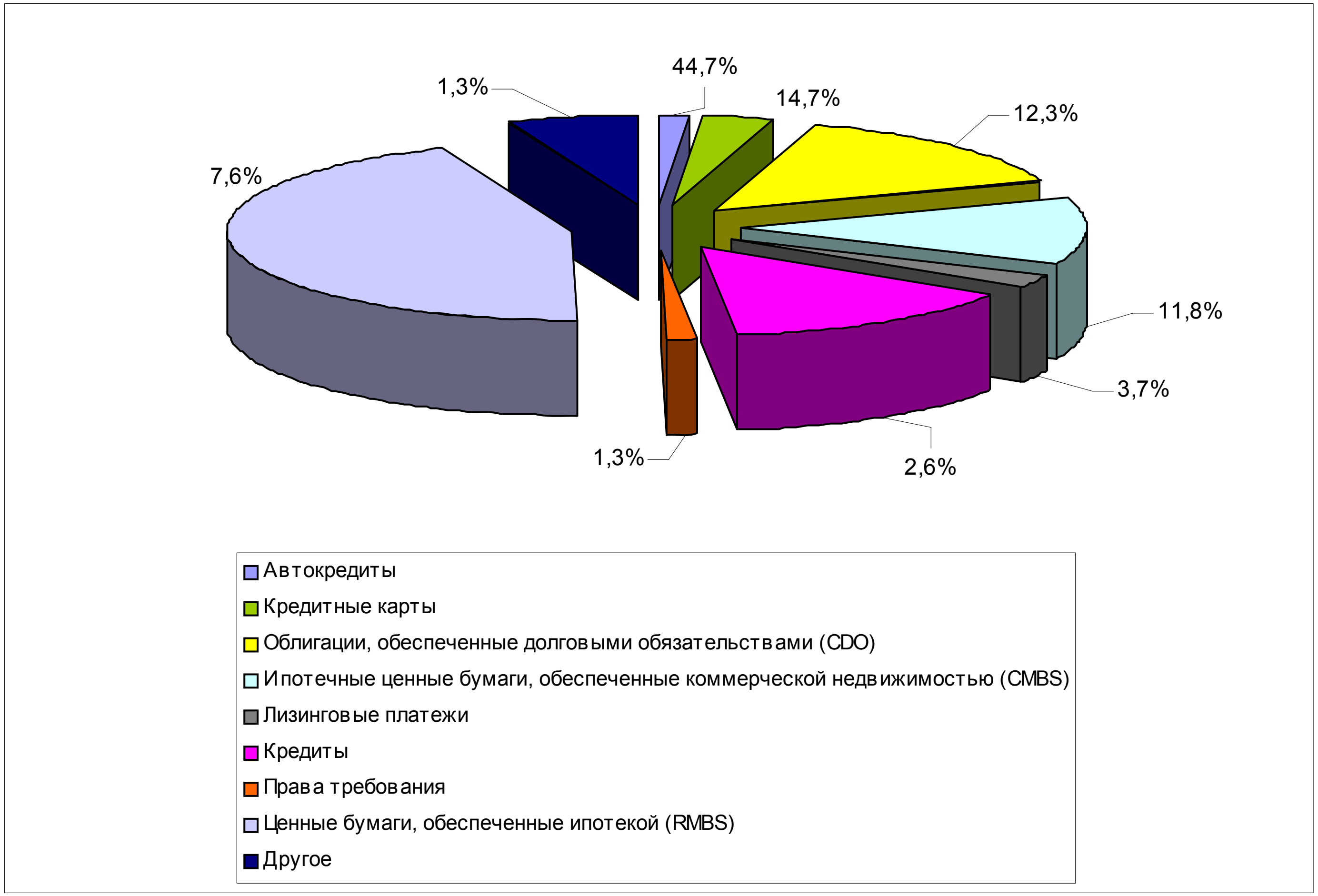
Источник: составлена автором самостоятельно на основе различных открытых источников, включая периодическую литературу, сайты эмитентов, материалы конференций, а также на основе предпродажных отчетов (Pre-sale Reports) и отчетов о новых выпусках (New Issue Reports) рейтинговых агентств. При расчете обменных курсов валют были использованы данные на дату завершения сделок.

Таблица 16. Сравнение ипотечных ценных бумаг

	Ипотечные облигации	**Ипотечные сертификаты участия**	**Ипотечные ЗПИФы («стационарные»)**
Срок существования	Фиксированный	Фиксированный, но может закончиться раньше при досрочном погашении ипотечных обязательств	Фиксированный, но по решению пайщиков может быть как сокращен, так и продлен
Сроки выплаты инвестиционного дохода	По установленным проспектом эмиссии датам	По установленным правилами ИСУ датам	По установленным правилами фонда датам
Сроки возврата капитала	При погашении облигаций	По установленным правилами ИСУ датам выплаты инвестдохода	При завершении фонда
Особенности налогообложения	Нет	Возникает «налог на капитал», поскольку налогом на прибыль облагается весь инвестдоход	Нет
Размер инвестиционного дохода	Определяется проспектом эмиссии, для разных траншей, как правило, различна	Определяется как разность между процентными выплатами заемщиков и затратами по обслуживанию ИСУ.Теоретически – наибольший из сравниваемых здесь инструментов.	Определяется как разность между процентными выплатами заемщиков и затратами по обслуживанию фонда
Риск снижения доходности	Есть	Нет	Есть
Учредитель	Как правило – банк или специально учреждаемый агент	Профессиональный управляющий	Профессиональный управляющий
Наличие внешнего инвестора при учреждении (размещении)	Нужен	Не требуется	Нужен

Источник: Скляров Е. Ипотечные ПИФы как инструмент рефинансирования: тенденции и прогнозы // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №17.

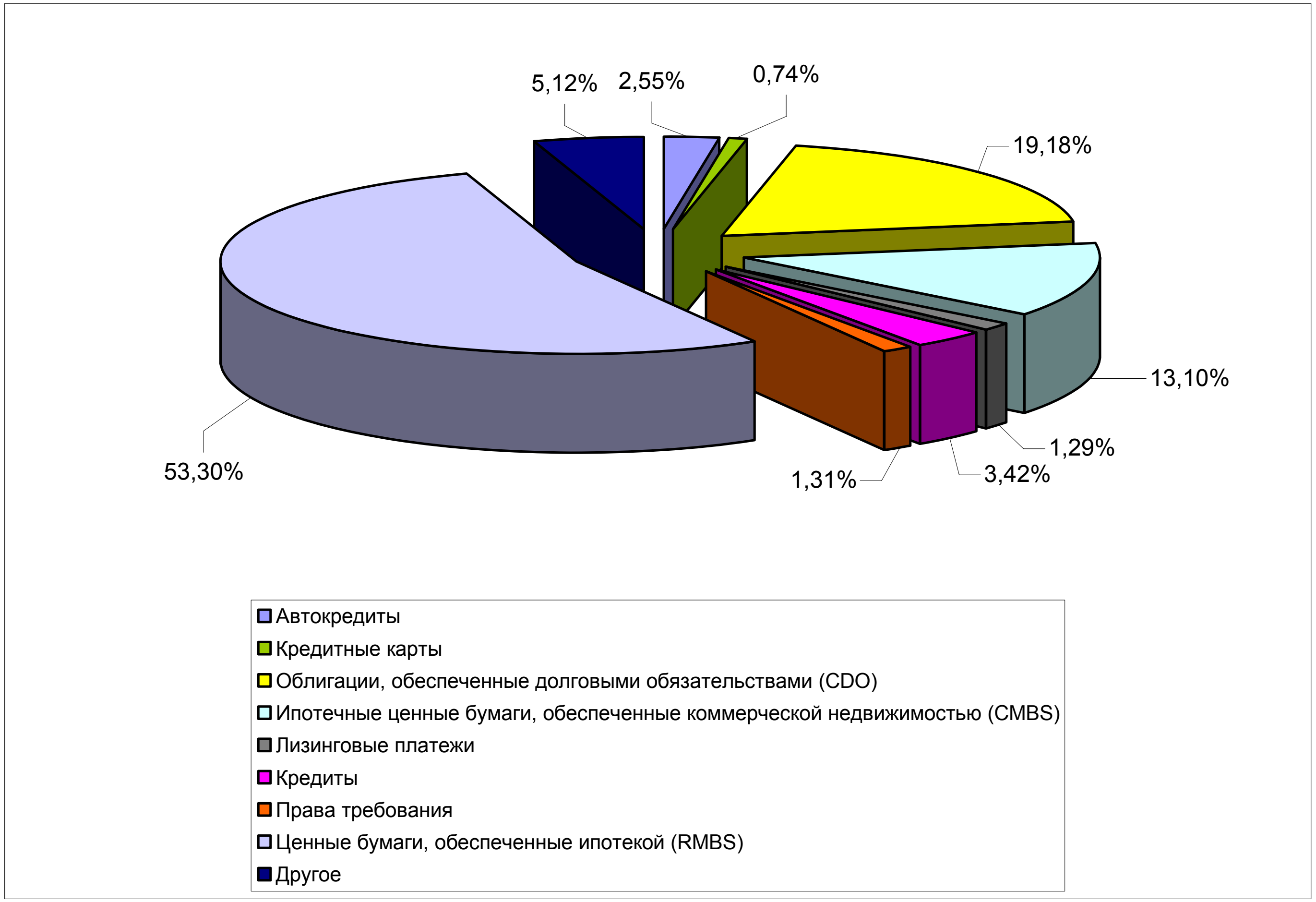
Диаграмма 3. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в Европе по типу обеспечения в 2005 г.



Общий объем: €327,0 млрд.

Источник: European Securitisation Forum (ESF) (www.europeansecuritisation.com)

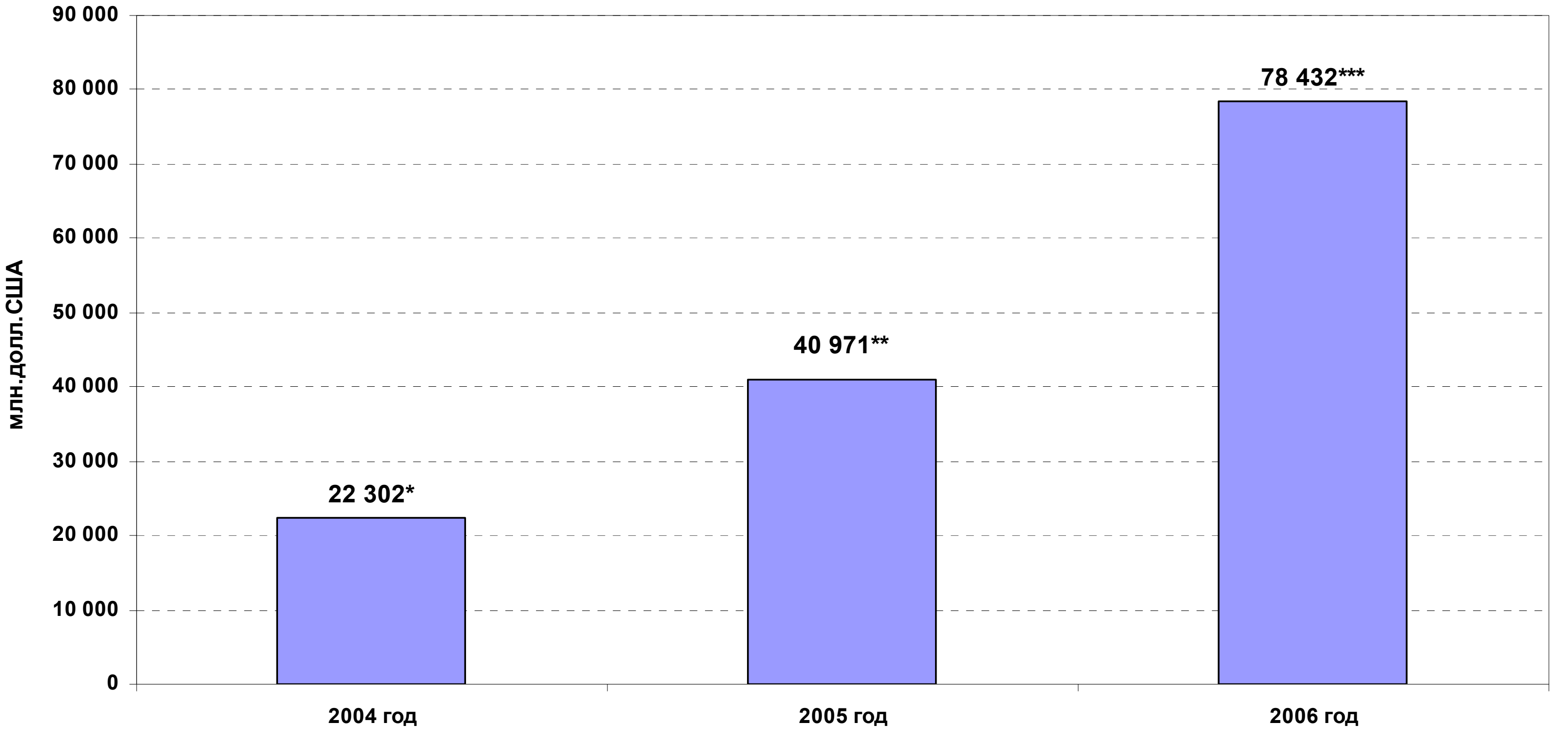
<u>Диаграмма 4</u>. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в Европе по типу обеспечения в 2006 г.



Общий объем: €458,9,0 млрд.

<u>Источник</u>: European Securitisation Forum (ESF) (www.europeansecuritisation.com)

Диаграмма 5. Размеры рынка розничного кредитования в России в 2004-2006 гг.



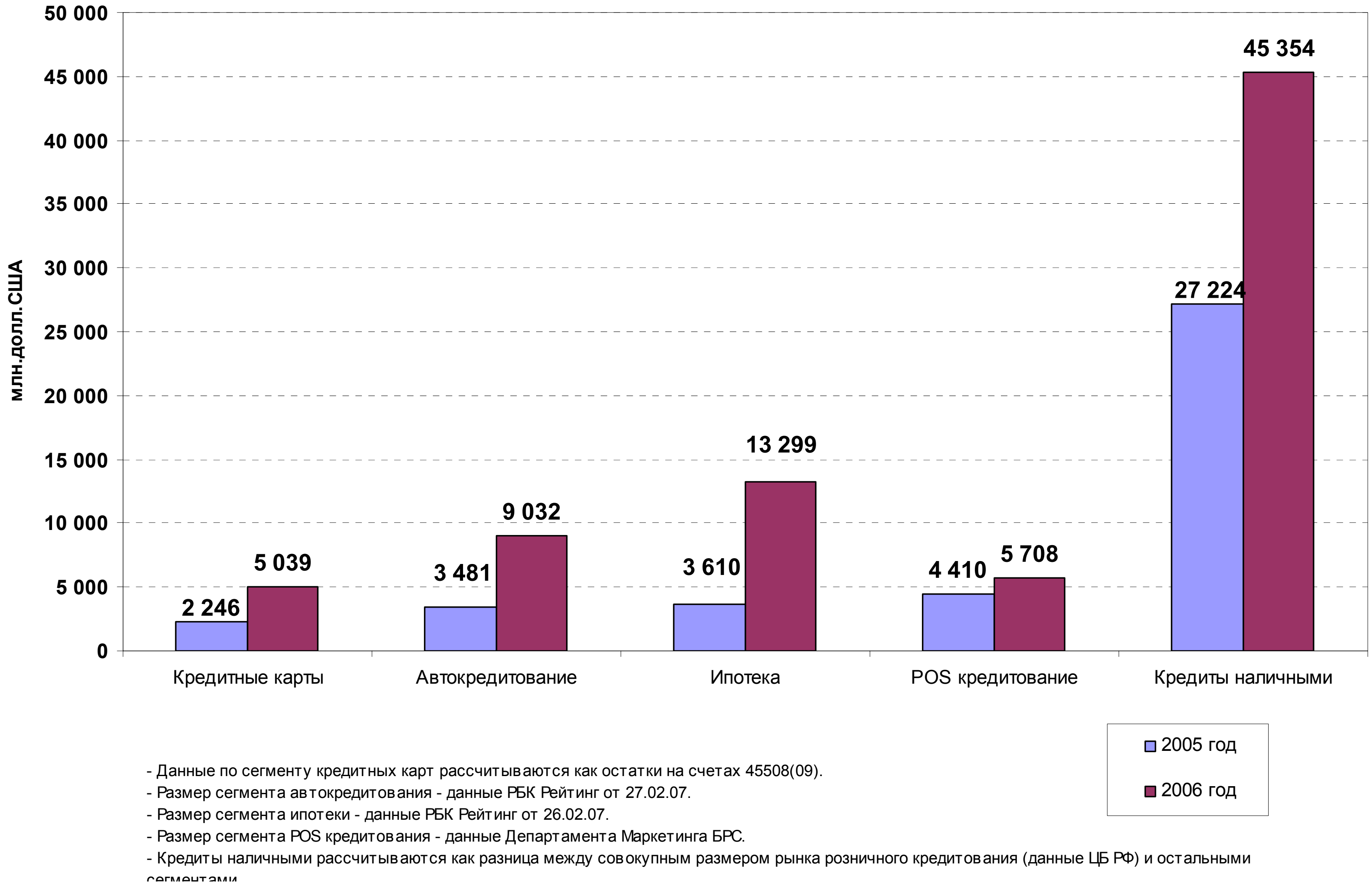
* Данные ЦБ РФ о размере предоставленных кредитов физическим лицам на 01.01.05 (618,862 млрд. рублей по официальному курсу доллара США на 01.01.05 - 27,7487 рублей). Источник: www.cbr.ru/statistics/bank_system/print.asp?file=4-3-1_05.htm

** Данные ЦБ РФ о размере предоставленных кредитов физическим лицам на 01.01.06 (1.179,250 млрд. рублей по официальному курсу доллара США на 01.01.06 - 28,7825 рублей). Источник: www.cbr.ru/statistics/bank_system/print.asp?file=4-3-1_06.htm

*** Данные ЦБ РФ о размере предоставленных кредитов физическим лицам на 01.01.07 (2.065,199 млрд. рублей по официальному курсу доллара США на 01.01.07 - 26,3311 рублей). Источники: www.cbr.ru/statistics/bank_system/print.asp?file=4-3-1_07.htm; www.rbc.ru/rbcfreenews.shtml?/20070312135531.shtml

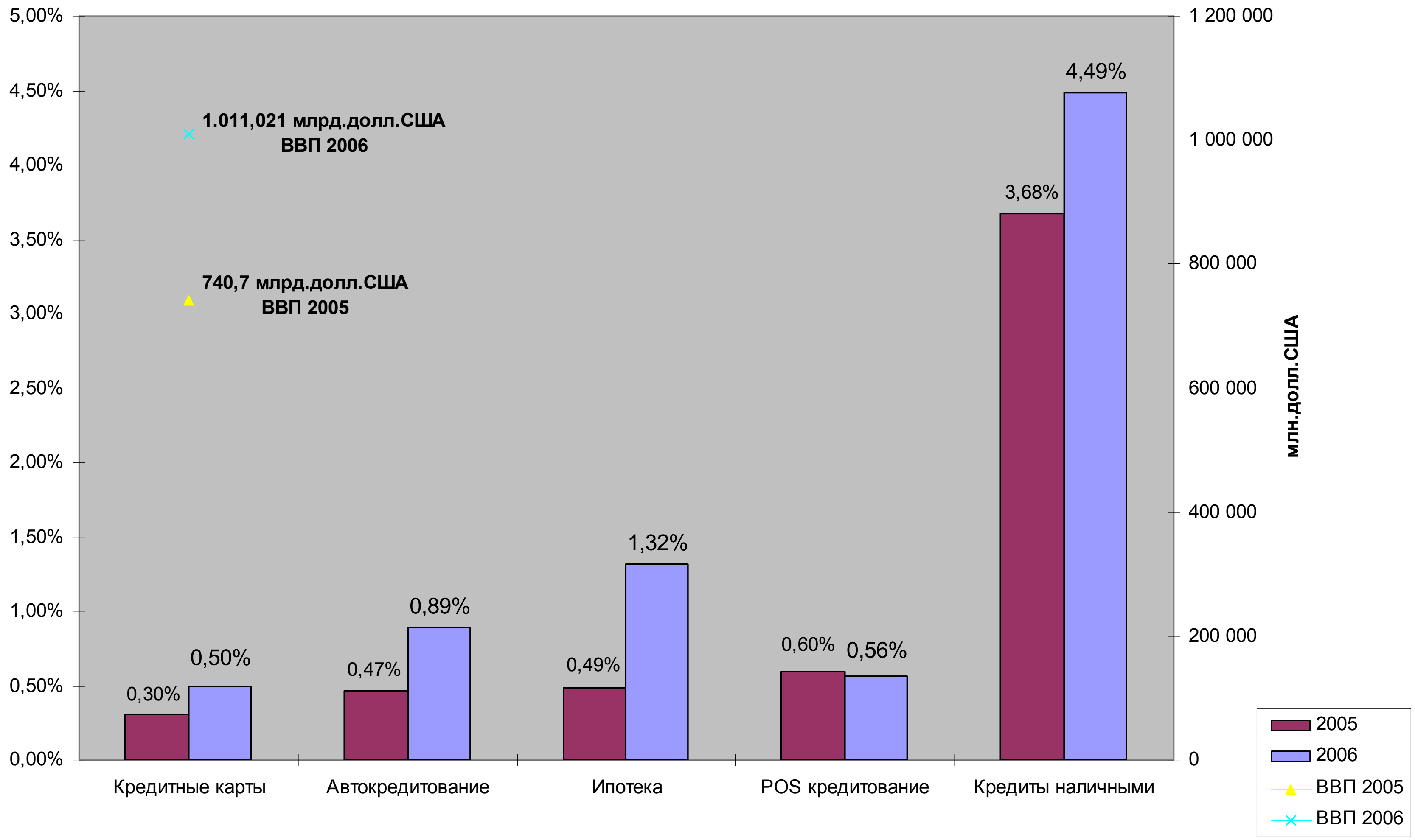
Источник: ЦБ РФ (www.cbr.ru)

Диаграмма 6. Сегменты розничного кредитования в России в 2005-2006 гг.



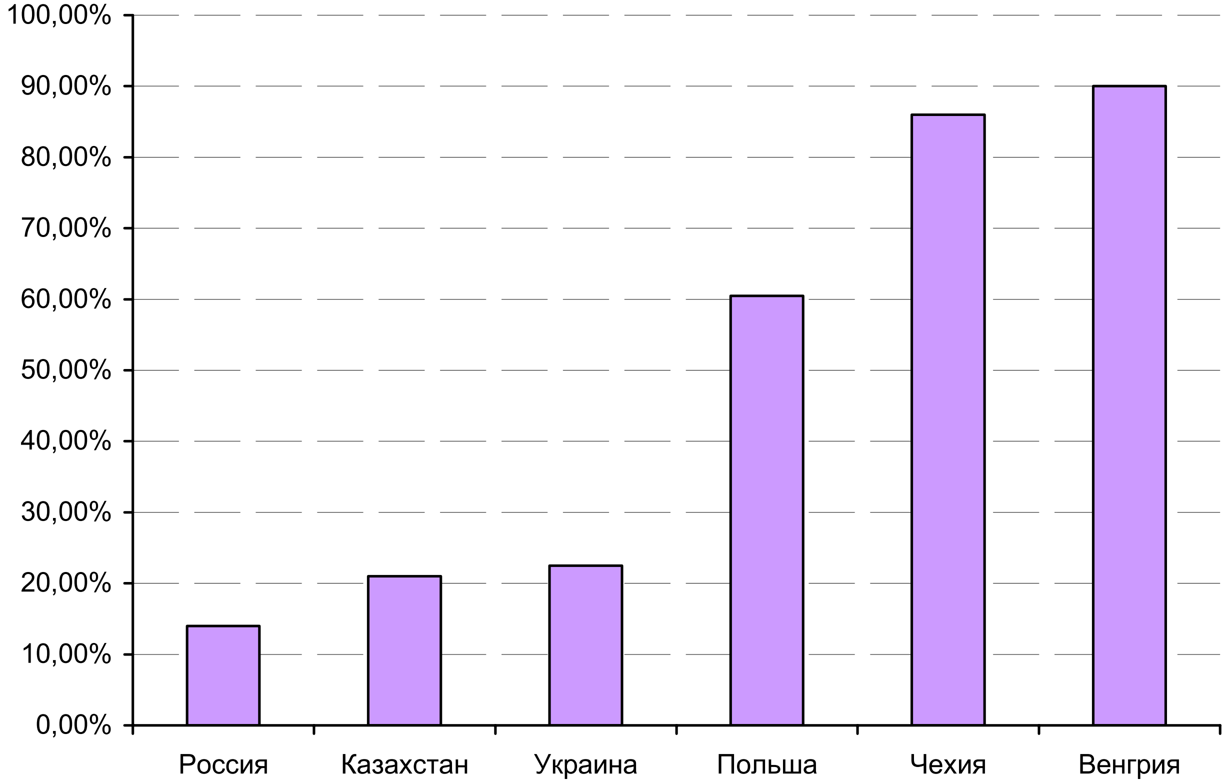
Источник: Банк Русский Стандарт (Финансовый Департамент и Департамент Маркетинга)

Диаграмма 7. Проникновение сегментов рынка к ВВП России в 2005-2006 гг.



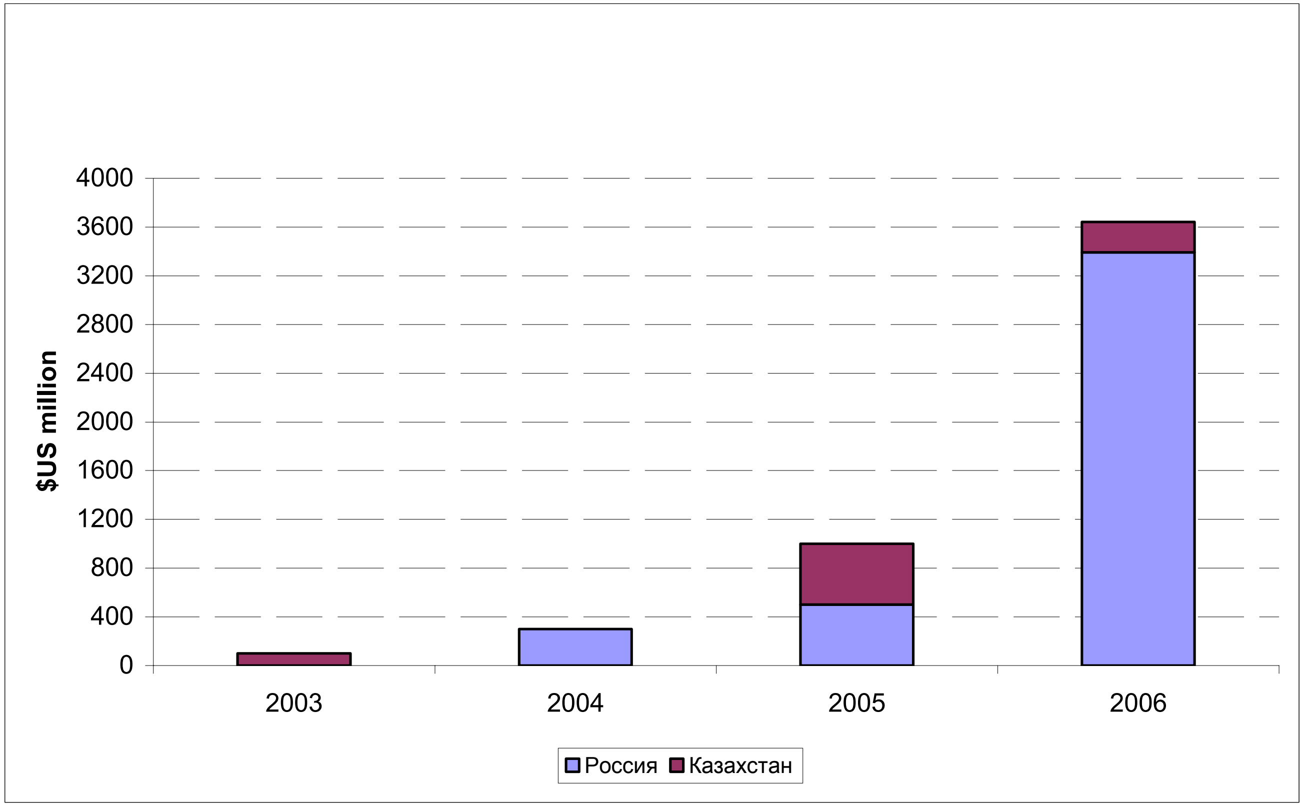
Источник: составлена на основе Диаграммы 6.

Диаграмма 14. Доля иностранного капитала в совокупном капитале банковской системы



Источник: По материалам Презентации Елены Романовой, аналитика службы рейтингов финансовых институтов Standard & Poor's, январь 2007.

Диаграмма 16. Рост объема секьюритизированных пулов в СНГ



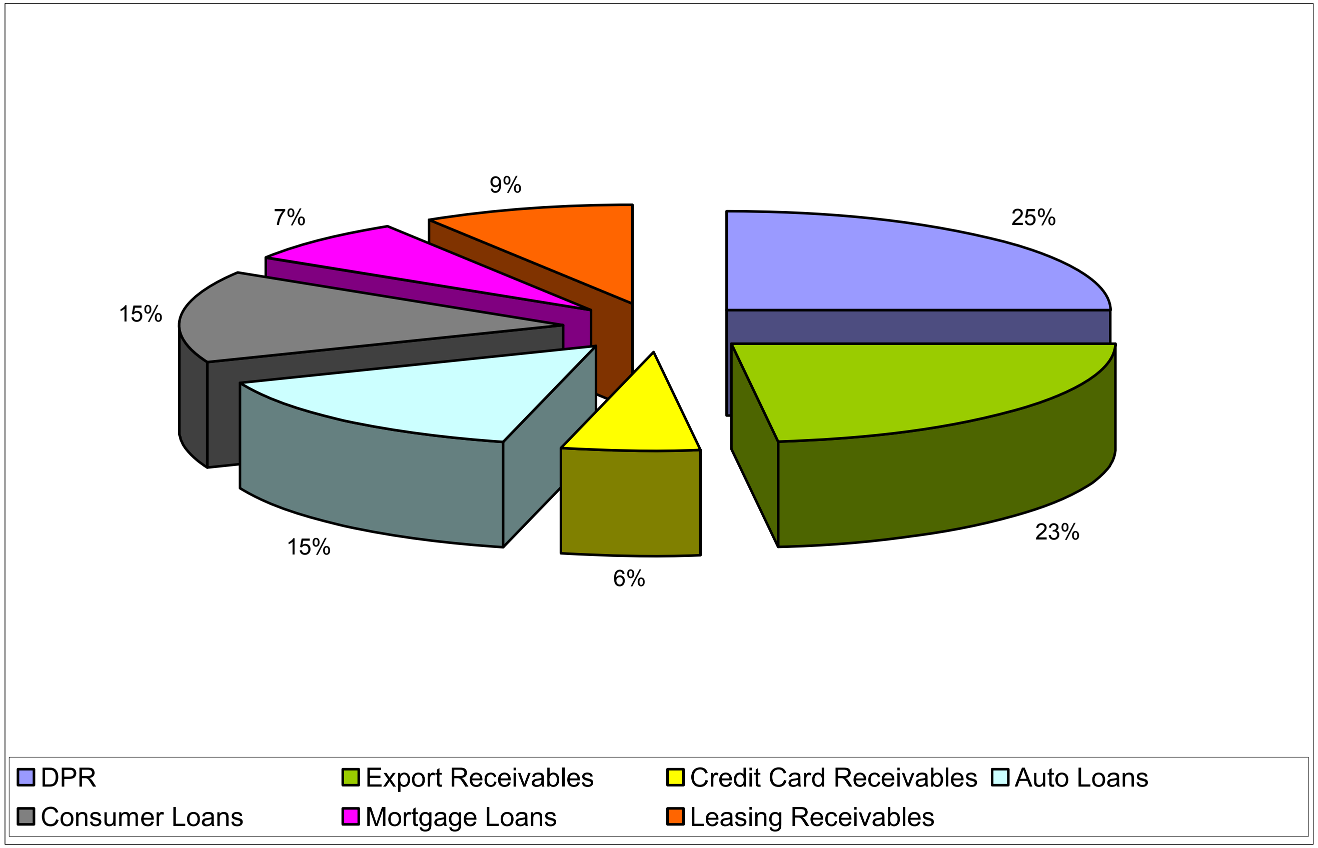
Примечания: 2004 год исключает секьюритизацию Газпрома экспортной выручки на $1 млрд.

2005 год включает секьюритизацию Банка Русский Стандарт на €250 млн. (частное размещение)

Вторые выпуски Росбанка ($75 млн.) и Казкоммерцбанка ($200 млн.) включены в года первых выпусков.

Источник: составлена автором на основе данных Таблицы 11. При расчете обменных курсов валют были использованы данные на дату завершения сделок.

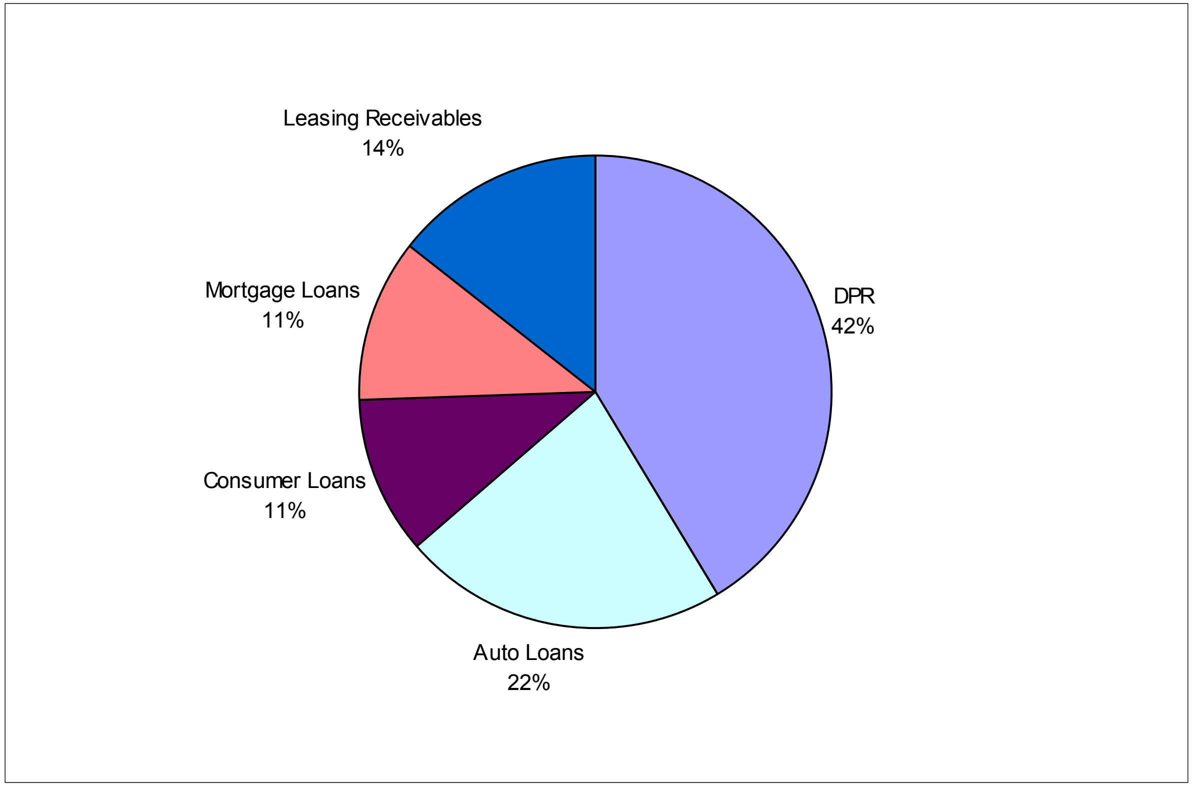
Диаграмма 17. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в России по типу обеспечения в 2003-2006 гг.



Общий объем: $US 5,442 млрд.

Источник: составлена автором на основе данных Таблицы 11. При расчете обменных курсов валют были использованы данные на дату завершения сделок.

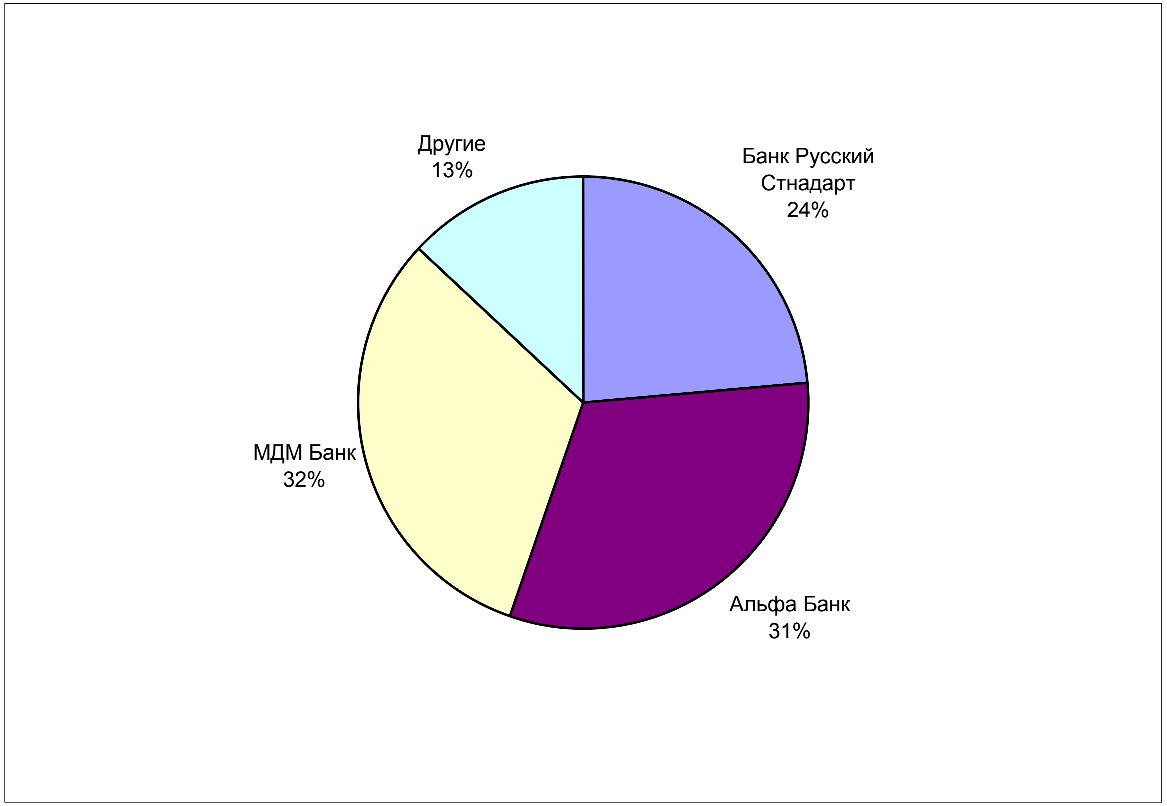
Диаграмма 18. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в России по типу обеспечения в 2006 г.



Общий объем: $US 3,392 млрд.

Источник: составлена автором на основе данных Таблицы 11. При расчете обменных курсов валют были использованы данные на дату завершения сделок.

Диаграмма 21. Выпуск обеспеченных ценных бумаг в России по банкам-оригинаторам в 2006 г.



Общий объем: $US 2,902 млрд.

Источник: составлена автором на основе данных Таблицы 11. При расчете обменных курсов валют были использованы данные на дату завершения сделок.