

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ
ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ

«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

ВОЛГОГРАДСКИЙ ИНСТИТУТ УПРАВЛЕНИЯ

С. А. Севостьянова

ИНФРАСТРУКТУРА КАК ЧАСТЬ РЫНКА ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Учебное пособие



Волгоград, 2022

УДК 336.763.34 (075.8)

ББК 65.264.131я73

С 28

Рецензент:

кандидат экономических наук, доцент **А. П. Алмосов**, заместитель директора Волгоградского института управления – филиала РАНХиГС;
кандидат юридических наук **Д. Ю. Завьялов**, заместитель председателя комитета финансов Волгоградской области – начальник управления бюджетной политики в отраслях экономики и межбюджетных отношений

Севостьянова, С. А.

С 28 **Инфраструктура как часть рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации:** учебное пособие / С. А. Севостьянова; Волгоградский институт управления – филиал ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы». – Волгоград: Изд-во Волгоградского института управления – филиала РАНХиГС, 2022. – Систем. требования: Процессор Intel® или AMD с частотой не менее 1.5 ГГц; Операционная система семейства Microsoft Windows или macOS; Оперативная память 2 ГБ оперативной памяти; Adobe Reader 6.0. – Загл. с экрана. – 108 с.

В учебном пособии читатель познакомится с ранее не освещавшейся в литературе составом и рисками инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации. Рассматриваются общее понятие ипотечной секьюритизации и определение ее инфраструктуры, в частности, нормативно-правовое регулирование процесса секьюритизации, особенности становления и развития российской инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации, в отдельности выделяется институциональная и функциональная инфраструктура. Исследованы различные взгляды на вопросы теории секьюритизации и ее эволюции.

Приведены вопросы, упражнения, вопросы для обсуждения, темы докладов и рефератов для самоконтроля.

Предлагаемое учебное пособие нацелено на оказание помощи при изучении студентами и магистрами высших учебных заведений курсов: «Финансовые институты и рынки»; «Инновации на финансовых рынках»; «Мировые финансовые рынки»; «Банковский менеджмент» и др. Пособие может быть полезно студентам, аспирантам, преподавателям вузов, а также экономистам, менеджерам и руководителям кредитных организаций.

ISBN 978-5-7786-0851-1

© Севостьянова С. А., 2022

© Волгоградский институт управления – филиал ФГБОУ ВО РАНХиГС, 2022

Оглавление

| | |
|---|-----|
| ВВЕДЕНИЕ | 4 |
| ГЛАВА 1. ПОНЯТИЕ ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ И ЕЕ ИНСТРУМЕНТЫ | 6 |
| ГЛАВА 2. ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ | 21 |
| ГЛАВА 3. КЛАССИФИКАЦИЯ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ РИСКОВ ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ | 29 |
| ГЛАВА 4. НОРМАТИВНО-ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ПРОЦЕССА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ | 47 |
| ГЛАВА 5. ОСОБЕННОСТИ СТАНОВЛЕНИЯ И РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ | 66 |
| ГЛАВА 6. ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ | 85 |
| ГЛАВА 7. ФУНКЦИОНАЛЬНАЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ | 100 |
| БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК | 105 |

ВВЕДЕНИЕ

Трансформация современной российской экономики основана на поиске новых путей развития и защиты от колебаний внешней среды. Резкое снижение мировых цен на нефть, шоковый эффект от коронавирусной инфекции, рост социальных протестов, желание обратиться к внутренним источникам экономического роста очевидно преобладают в современных реалиях.

В последние годы ипотечные кредиты оставались локомотивом российского банковского сектора, который постоянно рос из года в год. Таким образом, по итогам первого полугодия 2022 года общая сумма выданных ипотечных кредитов составила более 12,6 трлн рублей, при относительном ежегодном росте более чем на 15 %. Причиной такого роста стал синергетический эффект повышения финансовой грамотности населения в сочетании с развитием программ государственной поддержки и рыночной инфраструктуры, что способствовало замене потребительских кредитов ипотечными. Такой объем ипотечных кредитов позволил осознать проблему развития рынка секьюритизации ипотечных активов, одного из ключевых направлений дальнейшего развития ипотечного рынка.

Инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации представляет собой комплекс взаимосвязанных элементов и формирует основу для бесперебойного осуществления процесса конвертации ипотечных активов в ценные бумаги, обращающиеся на рынке капитала. Основной целью инфраструктуры является обеспечение возможности успешного совершения процесса секьюритизации, и снижение на этой основе издержек и рисков в процессе секьюритизации ипотечных активов. Основными проблемами современной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в России является отсутствие единой стратегии развития, препятствующей эффективности ипотечного рынка, что обуславливает ограничения на доступ участников российского ипотечного рынка к иностранным институтам и высокую волатильность законодательства в этой

сфере. В результате существующая рыночная инфраструктура в настоящее время не в полной мере способствует эффективному перераспределению и минимизации рисков для участников, а также развитию рынка секьюритизации в России.

В российском научном сообществе, несмотря на возросший интерес к финансовым рынкам, до сих пор не сформировался единый взгляд на процесс секьюритизации ипотечных активов, отсутствует устоявшаяся терминологическая база. Незначительное внимание уделяется развитию данного института и еще меньшую роль в исследованиях отводят изучению ее инфраструктуры несмотря на фундаментальное значение данных элементов для существования института. Поэтому важно определить понятие и характеристики «инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации», исследовать ее с позиции состава и функций, а также определить особенности становления и перспективы развития рынка ипотечной секьюритизации в современных условиях. Данная концепция определила логику и структуру изложения материалов в учебном пособии. В пособии представлена теоретическую часть и практические вопросы для самоконтроля.

ГЛАВА 1

ПОНЯТИЕ ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ И ЕЕ ИНСТРУМЕНТЫ

Рынок ипотечного кредитования, помимо ипотечного кредитования заемщиков банками и другими кредитными учреждениями, также включает вторичный рынок, который связывает кредиторов с инвесторами на первичном рынке. Необходимость наличия вторичного рынка обусловлена потребностями кредиторов, которые вынуждены привлекать большие объемы средств. Финансовые механизмы организации деятельности банков с целью быстрого и полного удовлетворения потребностей в финансовых ресурсах образуют систему финансового обеспечения. Схематично уровни рынка представлены на рисунке 1.

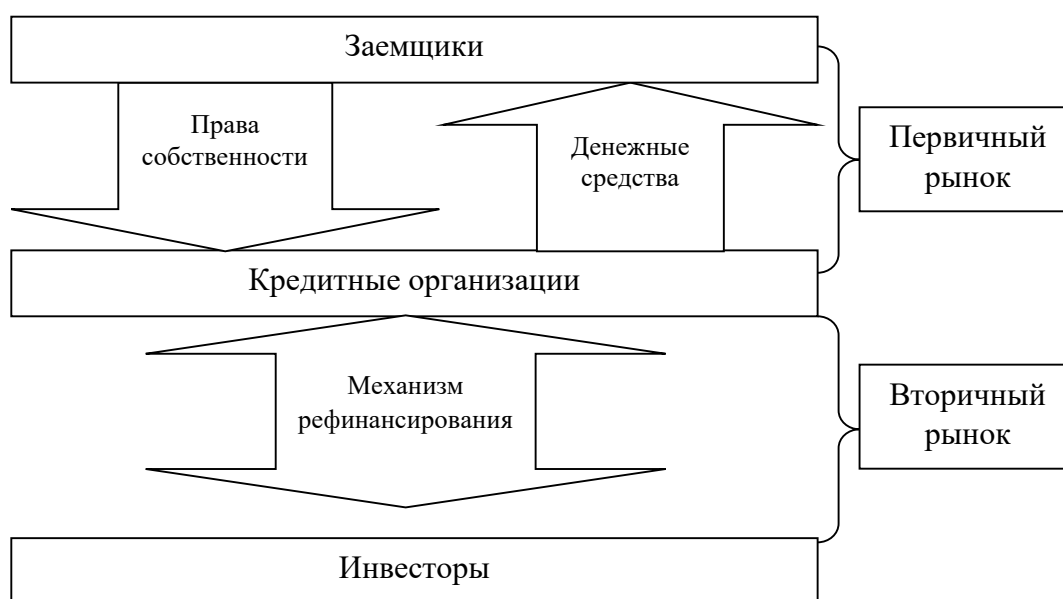


Рисунок 1 – Уровни рынка ипотечного кредитования

Таким образом, первичный рынок формирует отношения кредиторов и заемщиков по выдаче и обслуживанию ипотечных кредитов. На вторичном рынке существует взаимосвязь обязательств заемщика по перепродаже третьему лицу. Рефинансирование первоначального актива всегда подразумевает изменение его статуса: он либо

продается, закладывается или списывается другим способом, либо на его основе создаются производные финансовые инструменты.

Секьюритизация – это современный инструмент рефинансирования ипотечных кредитов в условиях ускорения экономического оборота и интенсификации банковской деятельности. С развитием кредитных отношений и возникновением финансового рынка секьюритизация ипотечных активов в Соединенных Штатах распространилась в 1970-х годах и привела к революции в банковском и финансовом секторах экономики, которая стала своеобразным импульсом для быстрого подъема внутренних и международных финансовых рынков. Однако некоторые элементы сделки были сформированы задолго до этого и представляли собой отдельные операции с целью привлечения долгосрочного и относительно недорогого финансирования за счет продажи будущих денежных поступлений. Изучение многих работ российских и зарубежных авторов дало основания полагать, что одной из первых форм секьюритизации был механизм возврата налогов, возникший в Древней Греции в VI веке до нашей эры. Это была возможность для каждого гражданина внести единовременный платеж в казну полиса и получить право собирать налоги с других хозяйств в течение определенного периода времени. На самом деле речь шла о продаже будущих налоговых поступлений.

Можно выделить две точки зрения на процесс создания инструмента секьюритизации:

1. Эволюционный. Позиция, основанная на исторических прототипах секьюритизации, таких как вышеупомянутый механизм возврата налогов. Другой исторической формой секьюритизации считается механизм перераспределения платежей по кредитам, используемый колонизаторами в Нидерландах в середине XVI века. Здесь будущие выплаты от продажи сахарного тростника стали страховкой для погашения кредитов, выданных владельцам карибских сахарных плантаций. Значительный вклад в развитие этой позиции внесли современные отечественные экономисты С. А. Белозеров и А. А. Лупырь в своих исследованиях исторических форм секьюритизации. Таким образом, утверждается, что современная версия этого финансового инструмента является лишь модификацией уже существующих финансовых схем, и поэтому секьюритизацию нельзя считать финансовой инновацией.

2. Инновационный. Другие ученые, высказывая свое мнение об инновационности секьюритизации, опираются на уникальность характера сделки,

которая была проведена в 70-х годах Луисом Раньери. Алгоритм сделки заключался в объединении ипотечных кредитов инвестиционного банка Salomon Brothers, передаче этого пула специально созданной компании, а затем выпуске ценных бумаг, обеспеченных этим пулом, на американский фондовый рынок. Эта точка зрения основывается на представлении, что финансовая инновация – это новая комбинация и частичное видоизменение элементов структуры, благодаря чему становятся возможными финансовые сделки, которые объединяют в себе преимущества и нивелируют недостатки предыдущих техник. С этой позиции сделка секьюритизации Л. Раньери, объединив в себе опыт предыдущих сделок и устранив их некоторые недостатки, образовала новый инструмент финансирования став финансовой инновацией.

Таким образом, несмотря на существование двух противоположных точек зрения на вопрос происхождения секьюритизации, мнения обеих сторон все же сходятся в том, что само понятие «секьюритизации» связано с именем Льюиса Раньери.

Дальнейшее теоретическое и практическое осмысление механизма секьюритизации привело к выделению главной тенденции финансового рынка США 1970–1990-х годов – перемещение источников заимствования с рынка классического банковского кредитования на рынок капиталов при использовании эмиссии ценных бумаг. Споры вызывает только вопрос сущности самой секьюритизации и видов активов, лежащих в основе сделки. Названную тенденцию раскрывает в своем определении секьюритизации А. В. Канаев. По его мнению, секьюритизация это «процесс вытеснения обычных форм кредита ценными бумагами, или процесс повышения роли различных видов долговых ценных бумаг как формы заимствования по сравнению с традиционными денежными кредитами». Он выделяет главной особенностью секьюритизации способность перенаправить финансирование с кредитных форм на рынок ценных бумаг и воспринимает секьюритизацию как «перемещение международного финансирования с рынка кредитов на денежный рынок и рынки капитала». В целом это определение соответствует тенденции на финансовых рынках периода конца 1970-ых годов. Такие исследователи, как Ж. Ж. Вриз Роббе и П. Али считают, что секьюритизация – это «более активное использование в качестве инструмента получения заемных средств выпуска ценных бумаг по сравнению с практикой прямого заимствования у банков». Х. П. Бэр, определяя секьюритизацию в широком смысле, употребляет данное понятие как «сме-

щение рынка заимствований от классического банковского кредитования в направлении финансирования на обезличенном денежном рынке и рынке капиталов посредством эмиссии ценных бумаг». Такое толкование секьюритизации не противоречит ее сущности, но также под это определение может подойти любой выпуск ценных бумаг для привлечения финансирования, к примеру, выпуск обыкновенных акций, что соответственно не будет являться секьюритизацией в современном ее понимании. Более подробно, обращая внимание на последовательность этапов сделки, определяет секьюритизацию активов Н. В. Александрова: «... – это инновационный способ финансирования, при котором происходит выделение и передача определенных активов, имеющих у инициатора секьюритизации, в дифференцированный пул финансовых активов, который списывается с баланса инициатора и передается новой специально создаваемой организации, которая в дальнейшем выпускает ценные бумаги, обеспеченные данными активами, и размещает их среди широкого круга инвесторов». Ю. Е. Туктаров считает, что «секьюритизация – это тенденция расширения оформления заемных отношений с помощью ценных бумаг», или «ключевой компонент тенденции к прекращению посредничества традиционных банков», и сопоставляет секьюритизацию с заменой кредитного финансирования схемами, основанными на выпуске ценных бумаг, исключая банки из схем финансирования. Представленная группа исследователей, опираясь на первопричину появления секьюритизации – необходимость поиска новых источников финансирования с новым набором характеристик, совершенно верно определила тенденцию этого периода: вытеснение банковского кредита иным инструментом финансирования, таким как секьюритизация. Но стоит отметить, что приведенное толкование скорее относится к этапу развития финансового рынка, а не к самому определению секьюритизации как процесса и не может применяться для ее описания.

Другая группа исследователей выделяет в своих трактовках не сам процесс секьюритизации, а ее конечную цель. Анализ научной литературы позволил сделать вывод о наличии трех мнений ученых относительно конечной цели секьюритизации, такой как привлечение недорогого и менее рискованного финансирования, трансформация неликвидных активов в более ликвидные и передача рисков третьим лицам.

К первой группе относится определение секьюритизации С. Л. Шварца, по мнению которого это «возможность привлечь недорогое финансирование с фондовых рынков путем отделения всей или части дебиторской задолженности организатора се-

кьюритизации от рисков, присущих организатору секьюритизации в целом». Ю. Е. Туктаров в своем понимании секьюритизации выделяет также и правовую трактовку, устанавливая, что секьюритизация носит институциональный характер и, будучи совокупностью определенных норм, «направлена на снижение экономических и правовых рисков, возникающих при рефинансировании денежных требований путем размещения ценных бумаг». Стоит отметить, что проблема привлечения недорогого финансирования возникает только в странах с высокими темпами инфляции и ключевой ставкой или странах с закрытым доступом к иностранным рынкам капиталов. По этой причине секьюритизация редко рассматривается исключительно как источник дешевого финансирования.

В свою очередь проблема неликвидных активов является более актуальной для большинства стран, и закономерно существует гораздо больше исследований, посвященных изучению механизма секьюритизации как способа перевода неликвидных активов в ликвидные. Такие авторы как И. Бланк и П. С. Роуз рассматривают секьюритизацию как процесс «превращения» низколиквидных и замороженных активов в более ликвидную форму посредством выпуска ценных бумаг, обращающихся на рынке капиталов. Но такая трактовка представляется ограниченной только выпуском ценных бумаг, так как списание долга в обмен на денежные средства не всегда проводится путем выпуска ценных бумаг (к примеру, переуступка долга специализированным организациям). Так В. А. Галанов и Н. И. Берзон более широко определяют понятие секьюритизации финансовых активов как «выделение активов, отраженных на балансе, в отдельный финансовый пул для последующих транзакций». Определение С. Л. Шварца, напротив, акцентирует внимание на получении денежного вознаграждения как основной цели секьюритизации: «секьюритизация – это способ финансирования, при помощи которого компания передает свои права на денежные требования или иное финансовое имущество организации, являющейся «организацией со специальной целью (special purpose vehicle – SPV)», которая выпускает на рынок капитала ценные бумаги и передает вырученные от этого деньги в оплату финансового имущества». Здесь следует обратить внимание на существование других схем проведения секьюритизации, не подразумевающих создание SPV, а, следовательно, такое определение теряет смысл или выносит другие схемы секьюритизации в отдельную категорию. Т. Фрэнкель дает следующее определение: «секьюритизация активов - это процесс, с помощью которого неликвидные финансовые активы конвертируются в ценные бумаги для возможности их продажи и обращения». В основе представленных определений лежит

осознание необходимости обособить и в последующем списать с баланса крупный пул однородных активов, трансформировав его в деньги или ценные бумаги. При этом спорным остается вопрос определения степени ликвидности, которой добиваются инициаторы сделки. Существуют ситуации, когда продать пул кредитов можно быстрее и дороже, нежели проводить сделку секьюритизации.

По мнению авторов этой позиции, банки стремятся трансформировать имеющиеся у них кредиты с целью получения денежных средств. Однако банковская практика противоречит этому утверждению. Существует множество программ рефинансирования кредитов, выданных другими банками, цель которых привлечь платежеспособного заемщика и принять его кредит на себя. Особенную актуальность такие программы приобретают в периоды снижения процентных ставок на кредитном рынке, вследствие чего заемщики охотнее рефинансируют свои кредиты под более низкий процент в другой кредитной организации.

Точка зрения третьей группы исследователей, которые видят конечной целью секьюритизации передачу рисков другим участникам, отражает обоснованное желание банков снизить риски по выданным кредитам и нагрузку на капитал. Представляет интерес следующее определение А. А. Лупыря: «секьюритизация активов – это нормативно регламентируемая финансовая техника, позволяющая кредитору рефинансировать свою деятельность и распределять риски между различными участниками сделки путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных потоком платежей, генерируемых обособленным пулом финансовых активов». В данном определении делается акцент на возможности передать риски другим участникам сделки при помощи этой процедуры. С другой стороны, в данной трактовке не хватает пояснения о перераспределении каких рисков и кому идет речь. В то же время данное определение наиболее полно раскрывает основную суть большей части современных сделок секьюритизации: передача риска и части дохода от кредитора к третьим лицам. Как правило, этими третьими лицами могут быть: коллекторы, другие коммерческие банки, государственное специализированное агентство, инвесторы в деривативы и т.д. По своей сути продукты секьюритизации представляют собой производные финансовые инструменты, основным активом которых является пул секьюритизируемых кредитов или других активов, генерирующих стабильные финансовые потоки. Следовательно, если целью проведения сделки секьюритизации является хеджирование риска, то основой сделки являются деривативы, которые представляют собой двустороннее соглашение, предназначенное

для передачи риска от одного лица к другому. Это происходит посредством заключения срочного договора купли-продажи актива, гарантирующего осуществление выплат в пользу другой стороны в случае изменения характеристик базового актива.

Представленная разнонаправленность определений связана с многофункциональностью сделки секьюритизации и активным международным развитием данного инструмента. В свою очередь, выделение нами четырех основных направлений (секьюритизация в широком смысле как процесс вытеснения банковского кредита; как относительно недорогой источник фондирования; как форма «трансформации» неликвидных активов в более ликвидную форму; и как способ передачи рисков третьим лицам) вызвано потребностью систематизации существующих определений для многостороннего исследования сущности «секьюритизация».

Общеизвестно, исторически первый вид ценных бумаг, возникший в результате секьюритизации, представлял собой ипотечные ценные бумаги. До сих пор секьюритизация, в первую очередь, ассоциируется именно с ипотечными кредитами. Несмотря на широкое употребление понятия ипотечной секьюритизации, в научной литературе такое определение отсутствует. Исходя из различных точек зрения, определена возможность введения следующей трактовки понятия «*ипотечная секьюритизация*» как процесса формирования и обособления пула ипотечных кредитов для последующей передачи прав на денежные требования от кредитора третьим лицам с целью привлечения финансирования, передачи рисков и трансформации активов в денежные средства. Но на самом деле секьюритизация имеет множество разновидностей, представленных в таблице 1.

Таблица 1

Классификация видов секьюритизации

| Классификатор | Виды секьюритизации |
|---------------------|---|
| По базовому активу | <ul style="list-style-type: none"> • Ипотечная; • Секьюритизация иных видов банковских кредитов (автокредитов, кредитных карт, кредитов малому и среднему бизнесу и т.д.); • Поступлений от лизинга; • Поступлений от продажи товаров/услуг; • Поступлений арендных платежей; • Поступлений от дебиторской задолженности и т.д. |
| По схеме проведения | <ul style="list-style-type: none"> • Балансовая; |

| Классификатор | Виды секьюритизации |
|---|---|
| | <ul style="list-style-type: none"> • Классическая; • Синтетическая |
| По типу актива | <ul style="list-style-type: none"> • Существующие активы; • Будущие поступления |
| По способу управления пулом | <ul style="list-style-type: none"> • Возобновляемая; • Статическая |
| По способу распределения финансовых потоков | <ul style="list-style-type: none"> • Однотраншевая; • Многотраншевая |

Исходя из целей проведения и требуемых характеристик сделки, на практике применяется несколько инструментов секьюритизации, представленные на рисунке 2.



Рисунок 2 – Инструменты секьюритизации

Таким образом, классическая секьюритизация построена на выпуске долговых ценных бумаг с различными характеристиками в зависимости от цели проведения сделки, но с развитием финансового рынка перечень инструментов расширяется. Как

и сама финансовая техника секьюритизации, так и множество ее финансовых инструментов, имеют иностранное происхождение и заимствованы участниками отечественного рынка для применения в Российской Федерации. С другой стороны, российский рынок секьюритизации изначально формировался на сделках парасекьюритизации (используя основные принципы и схему сделки, но не обособляя пулы активов и не обеспечивая перераспределения рисков), и до сих пор большую часть занимают такие инструменты как: факторинг и форфейтинг (объем рынка более ~60 %), и продажа долгов коллекторам (объем рынка ~30 %). Среди деривативов лидирующие позиции занимают ипотечные ценные бумаги (объем рынка ~10 %). По сути это должно говорить о сформированном и активно функционирующем инфраструктурном базисе рынка ипотечной секьюритизации, но это не совсем так.

Под инфраструктурой в общем смысле принято понимать совокупность некоторых предприятий, систем управления и связи, дороги, обслуживающие компании и т.д., обеспечивающие деятельность общества или какой-либо её сферы. К примеру, советский энциклопедический словарь трактует инфраструктуру следующим образом: «...комплекс отраслей хозяйства, обслуживающих производство. Включает строительство дорог, каналов, водохранилищ, портов, мостов, аэропортов, складов, энергетическое хозяйство, транспорт, связь, водоснабжение и канализацию, образование, науку, здравоохранение и др.». В. Г. Гусаков и Е. И. Дереза определяют инфраструктуру как «комплекс отраслей экономической и социальной жизни, имеющих подчиненный и вспомогательный характер, обслуживающих производство и обеспечивающих условия жизнедеятельности общества». В целом приведенные трактовки относятся к народному хозяйству и носят весьма общий характер, и это до сих пор порождает дискуссии относительно дефиниции «инфраструктура». Помимо отмеченного часто в состав инфраструктуры включают контрольно-надзорные органы, что противоречит подчиненности и обслуживающему характеру деятельности этих институтов в формате части инфраструктуры. Такие экономисты как Г. Мюрдаль, А. Песенти, П. Самуэльсон, А. Хиршман сходятся во мнении относительно роли государства как основного стимулятора развития инфраструктуры.

С целью более подробно выделить наполнение термина следует сопоставить понятия «инфраструктура» и «система». Инфраструктура, являясь основой бесперебойного функционирования систем, сама обладает свойствами системы: присутствием ключевых субъектов и существенных взаимосвязей между ними; наличием регулирования и определенной организации внутри системы; существованием интегративных

свойств; иерархичностью. С точки зрения иерархичности инфраструктура представляет собой подчиненную подсистему и может быть рассмотрена в рамках процесса секьюритизации.

Секьюритизация, представляя собой процесс и являясь совокупностью форм организации финансовых отношений, базируется на определенных принципах, определяющих концептуальные основы данного процесса. Выявление основных принципов секьюритизации позволяет определить нормы существования и правила ее проведения. Существование различных схем реализации секьюритизации обусловлено широким выбором предмета секьюритизации, состава участников и характера передачи секьюритизированного пула активов. При этом для каждой сделки существуют универсальные основополагающие принципы. Определим основные принципы секьюритизации активов:

- Принцип известности потока платежей. основополагающий принцип для самого существования идеи секьюритизации, по которому платежи заранее должны быть определяемы и прогнозируемы в достаточной степени для планирования распределения данных средств среди всех участников процесса. Для вычисления потока платежей применяются математические и статистические модели, учитывающие множество рисков, присущих данной технике, позволяющие рассчитать объемы и структуру всего будущего потока платежей сделки.
- Принцип защищенности сделки от банкротства банка-оригинатора и/или SPV. В случае банкротства одного из названного участника сделки несостоятельность не должна привести к задержке исполнения обязательств или несвоевременности их исполнения по выпущенным ценным бумагам. Принцип защищенности от банкротства предполагает ограничение SPV в возможности инициирования процедуры добровольной ликвидации или реорганизации, а все участники взаимоотношений с ним принимают на себя обязательство не заявлять о ликвидации или возбуждения процедуры банкротства SPV. При этом любые требования к Спецюрлицу должны быть ограничены стоимостью его свободных активов. В целях реализации данного принципа используются юридические и финансовые методы отделения пула активов от названных субъектов. Игнорирование данного принципа способно привести к обращению кредиторов банка-

оригинатора и/или SPV к взысканию пула активов, обеспечивающего выпущенные ценные бумаги. Это приведет к банкротству всего выпуска и существенно отразится на уровне доверия участников рынка ценных бумаг к подобным выпускам.

- Принцип постоянства потока платежей по выпущенным ценным бумагам. Данный принцип в первую очередь указывает на наличие риска досрочного погашения и противоположного ему – кредитного риска. Риск невозврата суммы кредита и процентов или риск досрочного погашения всей суммы или ее части одинаково опасны для выпуска. В случае досрочного погашения кредита заемщик уплачивает меньше процентов, чем рассчитывалось при формировании пула. В случае невозврата кредита или неполного возврата, а также в случае возврата с нарушением установленного срока равным образом наблюдается нехватка ресурсов. Для предотвращения подобных колебаний и обеспечения систематического и достаточного потока используются различные методы резервирования и различные схемы, позволяющие снизить влияние дефолтов, просроченных или досрочных платежей по кредитам.
- Принцип субординации. Договорная очередность платежей предусматривает приоритетность и строгую последовательность в погашении долга между классами выпущенных ценных бумаг. Данный принцип применим только к многотраншевой секьюритизации, когда пул активов делится на несколько классов в зависимости от присущего ему риска. Как правило, выделяется старший класс А и один или более младшие транши, распределенные в зависимости от присвоенного кредитного рейтинга. Платежи распределяются в первую очередь в пользу старшего транша с наивысшим рейтингом, обеспечивая наименьший риск, затем нераспределенные финансовые ресурсы направляются в средний транш и только затем оставшиеся средства распределяются между облигациями младшего транша, что и обеспечивается их высоким риском недополучения денежных средств, который компенсируется высоким доходом.
- Принцип масштабности сделки. Общеизвестно, что проведение сделки секьюритизации связано с высокими операционными и управленческими расходами на выпуск ценных бумаг. Причиной этому является сложная структура сделки, требующая высокого профессионализма множества

участников, а в странах с неразвитой инфраструктурой секьюритизации – необходимость привлечения зарубежных специалистов и участников. Только при помощи эффекта масштаба удастся покрыть все возникающие издержки. В российской практике последних пяти лет наблюдается рост интереса к мультиоблигаторным сделкам секьюритизации, которые представляют собой выпуск ипотечных ценных бумаг с пулом закладных, сформированным несколькими организациями. Такой подход к формированию пула позволит разделить расходы на сделку среди нескольких оригинаторов и сделать саму сделку доступнее для банков с небольшим пулом имеющих активов. Однако, в зависимости от внутриэкономической ситуации минимально-допустимый предел сделки может варьироваться.

- Принцип однородности формируемого пула активов. Активы в одном пуле должны быть выданы на относительно аналогичных условиях, в том числе в части срочности, размера и процентной ставки по кредиту. Принцип однородности предполагает включение в пул таких активов, которые бы соответствовали параметрам выпускаемых на их основе облигаций, т.е. имели срок погашения не ранее срока погашения выпускаемых облигаций, ставку процента, покрывающую все необходимые расходы и обеспечивающую достаточную доходность, при этом обладая низким риском дефолта заемщика.
- Принцип наилучшего соответствия структуры сделки. При планировании сделки организаторам необходимо точно определить параметры сделки и выбрать такую структуру, которая позволит при сохранении приемлемого уровня риска достичь максимального экономического эффекта. К структуре процесса следует отнести выбор схемы секьюритизации (которые подробнее будут рассмотрены далее), который зависит от цели проводимой сделки, объема секьюритизируемого пула, норм законодательства, возможности привлечения иностранных субъектов секьюритизации и т.д.
- Принцип юридического обособления активов у Спецюрлица (SPV). Данный принцип взаимосвязан с принципом защищенности сделки от банкротства банка-оригинатора и/или SPV, так как он призван оградить инвесторов от потери обеспечения выпущенных ценных бумаг. Если происхо-

дита сделка с действительной продажей активов специальному юридическому лицу, то она ни при каких обстоятельствах не может быть оспорена или признана недействительной любым путем. Также и Спецюрлицо не должно иметь возможности предъявлять регрессные требования к оригинатору. В случае эмиссии ипотечных обеспеченных облигаций должен существовать нормативно-правовой документ, закрепляющий за SPV уникальные права требований на обособленный пул ипотечных кредитов. При стандартных сделках секьюритизации заемщиков по ипотечному кредиту не уведомляют о передаче прав требований по их кредиту и оригинатор продолжает сопровождение кредита, передавая поступающие денежные средства Спецюрлицу для обслуживания ценных бумаг.

- Принцип превышения потока платежей от пула активов над потоком платежей по выпущенным ценным бумагам. Любая финансовая сделка проводится с целью получения прибыли. Прибылью инвесторов при проведении секьюритизации являются процентные платежи заемщиков по выданному кредиту, однако для обеспечения функционирования сделки необходимо покрыть также все сопутствующие расходы. Следовательно, процентная маржа должна обеспечить доход инвесторов и покрывать потенциальные неплатежи, а также все транзакционные, операционные и управленческие и прочие расходы на сопровождение всех стадий перераспределения средств.

Рассмотренные принципы являются универсальными в части отнесения их к секьюритизации любого актива, однако для отражения специфики секьюритизации ипотечных активов следует выделить принципы, относящиеся исключительно к названному виду секьюритизации.

- Принцип правовой возможности использования залога в целях покрытия выпущенных облигаций. В случае дефолта заемщика по ипотечному кредиту, входящему в пул покрытия ипотечных ценных бумаг, законом должна быть четко оговорена процедура и сроки перехода залога к оригинатору. Последующие действия оригинатора должны быть направлены на реализацию предмета залога по максимально возможной стоимости в целях обеспечения бесперебойности потока платежей по облигациям.

Если данный принцип не выполняется в юрисдикции страны, то секьюритизация данных активов теряет свое преимущество в виде высокой надежности.

- Принцип использования закладной в роли имущественных прав. Согласно законодательству закладная, представляющая собой именную ценную бумагу, должна удостоверить права ее владельца на залог имущества, обремененного ипотекой. С другой стороны, закладная также является предметом обеспечения при выпуске ипотечных ценных бумаг, представляя собой имущественные права. Преимущества закладной определяются ее правовым статусом как ценной бумаги, к числу которых относятся: возможность передачи закладной на хранение депозитарию (профессиональному участнику рынка ценных бумаг) для дальнейшего депозитарного учета; возможность уступки прав закладной; возможность дальнейшего залога закладной (в отличие от договора ипотеки).
- Принцип конгруэнтности обеспечения. Этот принцип закрепляет необходимость соотнесения между собой требований оригинаторов по отношению к заемщикам по ипотечным кредитам и обязательств оригинатора по облигациям перед инвесторами. Следовательно, объем выпущенных облигаций с ипотечным покрытием должен быть покрыт денежными требованиями на большую сумму и по меньшей мере такими же доходами от процентов.

Рассмотренные принципы являются определяющими условиями процесса секьюритизации ипотечных активов, которые должны быть учтены при подготовке сделки и ее сопровождении.

Соответственно, инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации представляет собой комплекс взаимосвязанных участников, позволяющих обеспечить стабильное и бесперебойное функционирование и совершенствование финансового рынка, взаимодействующие в рамках единого правового пространства. Особенностью именно инфраструктурных элементов является то, что сами по себе они не принимают фундаментального участия в создании ипотечных ценных бумаг, но без инфраструктурных участников конструирование их невозможно. Таким образом, учитывая указанные ранее позиции предлагается к использованию следующее комплексное определение: *инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации* – это комплекс взаимо-

связанных институтов, составляющих и обеспечивающих основу бесперебойного функционирования процесса преобразования ипотечных кредитов в производные финансовые инструменты, обращающиеся на рынке капитала.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Составьте перечень финансовых трансакций. Укажите какие из них являются наиболее вероятными кандидатами для проведения секьюритизации, а какие – наименее вероятными.

2. Перечислите и опишите уровни рынка ипотечного кредитования

3. Назовите разновидности секьюритизации в зависимости от базового актива.

4. В чем схожесть и разница деривативов и парасекьюритизации?

5. С каких инструментов начал свое формирование российский рынок секьюритизации?

6. Какие принципы секьюритизации активов Вы можете назвать? Какие из них относятся к специфическим принципам секьюритизации ипотечных активов?

7. Почему долгосрочные государственные облигации имеют большую волатильность показателя доходности по сравнению с ипотечными ценными бумагами?

8. Ипотечный кредит, предусматривающий увеличение размеров платежей, представляется наилучшим решением для молодых специалистов, являющихся выпускниками учебных заведений. Если это утверждение верно, то почему такой тип сделки не пользуется широкой популярностью?

9. Краткосрочные ипотечные кредиты (5-15 лет) имеют определенные преимущества перед долгосрочными (15-30 лет). В чем они заключаются? В чем краткосрочный ипотечный кредит проигрывает долгосрочному?

10. Предположим, что выдан кредит в размере 1 млн. руб., который имеет срок погашения 5 лет. Если заемщик в конце каждого года погашает часть основного долга в размере 200 тыс. руб. дополнительно к причитающимся процентным выплатам, то средний срок этого кредита составляет 2,5 года.

а) каков средний срок кредита, если в течении первых двух лет заемщик платит по 500 тыс. руб. в год?

б) каков средний срок кредита, если заемщик не делает никаких выплат в счет уплаты основного долга до даты погашения?

ГЛАВА 2

ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Эффективное функционирование ипотечного кредитования является движущим фактором роста современной экономики России. Заложенный потенциал роста первичного рынка ипотечного кредитования близится к своему пределу, формируя потребность в более быстром развитии вторичного рынка. Секьюритизации ипотечных активов позволяет сформировать новые точки роста рынка ипотечного кредитования и перераспределить риски участников. В основу стабильного функционирования любого рынка закладывается развитая инфраструктура, которая обеспечивает возможность осуществления трансформации активов в ипотечные ценные бумаги и при этом снижает риски процесса и его издержки.

Инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации находится под влиянием множества факторов, основными из них являются: цифровизация процесса ипотечного кредитования; переход к дистанционным формам взаимодействия между институтами; снижение потока платежей от пулов ипотечных при одновременном рекордном увеличении выдачи ипотечных кредитов. Сформированные вызовы актуализируют вопросы изучения специфики деятельности инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации, оценки ее рисков и разработки индикаторов постоянного контроля за ними в новых условиях.

В силу широты применения понятия инфраструктура не было выявлено единого мнения, касающегося ее классификационных признаков. С этой точки зрения представляет интерес исследование Е. Г. Русской, посвященное методологии системного исследования инфраструктуры рыночной экономики. Для рассмотрения элементов инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации наиболее применима будет классификация на основе системного подхода. Она подразумевает под собой выделение функциональной, организационной структуры и структуры развития.

Функциональный подход направлен на выявление функций элементов инфраструктуры, которые они выполняют для работы системы. В рамках данного подхода

выделяют: институциональную и организационно-правовую инфраструктуру. С точки зрения организационного подхода элементы сформированы по уровням и структурам компонентов, но не отражают их роли в обеспечении функционирования инфраструктуры. Структура развития раскрывается с позиции трансформации и модернизации. Данный подход важен с точки зрения этапов существования рынка и его инфраструктуры, но способен также выявить основные принципы построения инфраструктуры. Наиболее полно раскрывает взаимоотношения и структуру институциональный подход, который основан на выделении ключевых субъектов в рамках системы и функциональных элементов обслуживающей инфраструктуры.

Такой подход позволяет раскрыть инфраструктуру рынка ипотечной секьюритизации с позиции следующих трех составляющих системы: ключевые субъекты, элементы самой инфраструктуры и регулирование взаимоотношений в рамках системы.

К ключевым субъектам относятся участники без которых будут отсутствовать важнейшие элементы процесса секьюритизации. Ключевыми субъектами рынка секьюритизации являются:

- Банк-оригинатор. Является инициатором сделки секьюритизации, формируя пул закладных по выданным однородным ипотечным кредитам, он продает его SPV, в целях списания секьюритизируемых активов с баланса, что позволяет улучшить показатели баланса и снизить долю денежных средств, задействованных в поддержании обязательных резервов. Если данная цель списания с баланса активов не преследуется банком-оригинатором, то пул активов остается на балансе и SPV не участвует в данной операции, а вид сделки называется балансовой секьюритизацией.
- SPV. Специально созданное юридическое лицо с минимальным собственным капиталом, которое финансирует покупку активов путем выпуска ипотечных ценных бумаг.

Также в рамках системы присутствуют еще два ключевых субъекта, но с точки зрения иерархичности системы их следует отнести к соподчиненным ключевым субъектам:

- Заемщики. Физические и юридические лица, получающие кредит и принимающие на себя обязательство возратить в установленный срок ссуженную стоимость и уплатить процент за время пользования ссудой.
- Инвесторы. Основными инвесторами в ипотечные ценные бумаги являются физические и юридические лица, такие как: негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные фонды, банки и т.д. Основной целью таких инвесторов является получение стабильного дохода

на уровне средней доходности на рынке в долгосрочной перспективе с высокой надежностью.

На взаимоотношениях именно этих четырех субъектов строится возможность существования сделки секьюритизации. **Инфраструктура** же является частью системы, но представляет собой совокупность институтов, обеспечивающих возможность и бесперебойность проведения полного цикла сделки секьюритизации. К институтам непосредственно инфраструктуры относятся:

- Сервисер или агент по обслуживанию. Его задачей является обслуживание кредитов, включенных в пул секьюритизированных активов, в том числе обращение взыскания на залог по дефолтным кредитам. Однако, как правило, оригинатор оставляет за собой функции по обслуживанию активов, получая за это вознаграждение.
- Консалтинговые агентства. Их основная задача данных агентств заключается в оказании консультационных услуг, касающихся нюансов правовой и налоговой базы проводимой сделки.
- Платежный агент. В целом его основные функции сводятся к правильным расчетам и эффективной организации платежей, своевременной коммуникации с участниками сделки, а в ряде случаев – еще и контролю параметров и общего хода сделки.
- Управляющая компания. К функциям управляющей компании относятся все вопросы руководства деятельностью спецурлица, деятельность которого существенно ограничена.
- Трасти (доверенное лицо). Важной функцией Трасти является оценка активов, выступающих в качестве обеспечения, проверка отчетов о деятельности Сервисера и осуществление досрочного погашения выпуска ценных бумаг, обеспеченных ипотечным покрытием. Также Трасти иногда исполняет обязанности платежного агента, а значит обслуживает выплаты по ценным бумагам в соответствии с условиями выпуска.
- Страховая компания и/или Гарант. Они необходимы для поддержания стабильности выплат при задержке или неисполнении требований инвесторов по ценным бумагам. Это также повышает надежность ценных бумаг, а стало быть, может использоваться для повышения кредитного рейтинга.
- Депозитарий. Все закладные, входящие в пул покрытия, в процессе сделки формируют по признакам срочности, доходности и риска в ипотечные пулы и помещают их на хранение в депозитарий. Также депозитарий

проверяет все закладные на соответствие требованиям законодательства. Для хранения закладных в США используется Трасти, но в случае отсутствия Трасти, как например, в Европе, при проведении секьюритизации прибегают к услугам специального депозитария.

- Рейтинговые агентства. Призваны сформировать независимое мнение о качестве выпускаемых ценных бумаг, причем при действительной продаже пула оценка независима от рейтинга originатора. Цель присвоения рейтинга – помочь инвесторам принять инвестиционные решения.

Кроме упомянутых компонентов в инфраструктуру надлежит вводить подсистемы банка-оригинатора, которые участвуют в процессе секьюритизации. При этом помимо элементов, интегрированных в иные процессы банка (отдел кредитования, управления рисками и т.), существуют специально созданные подсистемы, заменяющие собой отдельные элементы внутренней инфраструктуры (страховые и инвестиционные компании, сервисные обслуживающие подсистемы, управляющие компании и т.д. Факторов для создания подобных подсистем несколько: сбережение ресурсов в ситуации, если на рынке нет соответственных предложений; неготовность зависеть от третьих лиц; недостаток более компетентных компонентов на рынке; желание сохранить максимальный контроль за действиями инфраструктуры и т.д.

Третьей составляющей является правовое поле, на основе которого функционируют все ранее перечисленные компоненты. Оба из приведенных выше элементов системы, подвержены прямому или косвенному регулированию контрольно-надзорными органами страны originатора и международных финансовых организаций. Нормативно-правовая база страны originатора и состав контрольно-надзорных органов оказывают существенное влияние на весь процесс секьюритизации, а также на уровень развития всего финансового рынка и его инфраструктуру. В зависимости от сформированности финансового рынка инициаторам секьюритизации становятся доступны те или иные элементы инфраструктуры, необходимые для проведения сделки, или же отсутствие каких-либо элементов заставляет либо отказаться от сделки вовсе, либо обращаться на международный финансовый рынок в поиске необходимых компонентов. В то же время международные стандарты проведения финансовых операций накладывают свои ограничения. Более подробно роль и особенности правового поля секьюритизации ипотечных активов будет рассмотрена в третьем параграфе первой главы.

Помимо влияния контрольно-надзорных органов на инфраструктуру рынка ипотечной секьюритизации оказывают воздействие различные глобальные, национальные и региональные факторы. Влияние носит как положительный, так и отрицательный характер, а со временем их роль в воздействии на инфраструктуру может меняться. Разделение факторов по уровням и направлению их воздействия демонстрирует возможные способы влияния на них.

Таблица 2

Классификации факторов, влияющих на инфраструктуру рынка ипотечной секьюритизации, по уровню воздействия

| Уровень | Факторы | Направление воздействия |
|--------------|---|---|
| Глобальные | - Международные требования к сделкам секьюритизации; | Положительное |
| | - Экономические (стадии экономического цикла); | Меняющееся в зависимости от конъюнктуры |
| | - Стоимость финансовых ресурсов на международном рынке; - Политические (место государства в геополитической структуре мира); | Отрицательное |
| Национальные | - Нормативно-правовое регулирование секьюритизации; - Количество выданных ипотечных кредитов; | Положительное |
| | - Направления денежно-кредитной политики; - Уровень развития рынка ценных бумаг; - Психологические (ожидаемая инфляция, доверие к финансовым рынкам); | Меняющееся в зависимости от конъюнктуры |
| | - Стоимость процедуры секьюритизации; | Отрицательное |
| | | |
| Региональные | - Количество кредитных организаций, выдающих ипотечные кредиты; | Положительное |
| | - Социальные (платежная дисциплина заемщиков по ипотечным кредитам); - Качество заемщиков; | Меняющееся в зависимости от конъюнктуры |
| | - Отраслевая специализация региона (моногород) | Отрицательное |

Исходя из уровня, к которому принадлежат факторы, у регулирующих органов существуют различные возможности воздействия на каждый из них. На основе направления воздействия может определяться политика в области поддержки или развития рынка: усиливая положительные и снижая воздействие отрицательных. Сила воздействия каждого фактора является наиболее взаимосвязанной между собой характеристикой. К примеру, при сильном влиянии фактора стадии экономического цикла как спад другие отрицательные факторы будут иметь больший негативный эффект. Следовательно, сила воздействия может быть оценена исключительно с учетом влияния других преобладающих факторов.

Рассмотренные элементы инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации, взаимодействуя между собой, в комплексе обеспечивают возможность проведения каждого из этапов процедуры секьюритизации. Рынок ипотечной секьюритизации и место инфраструктуры в нем представлены на рисунке 3, где:

1 – Анализ возможности заключения кредитного договора, андеррайтинг заемщика, выдача ипотечного кредита, оформление и передача закладной.

2 – Отношения заемщика с банком по поводу ссуженной стоимости, обеспеченной залогом, на основе возвратности, срочности, платности – ипотечного кредита.

3 – Формирование пула закладных по выданным однородным ипотечным кредитам и продажа его SPV.

4 – Выплата стоимости передаваемого пула ипотечных кредитов.

5 – Отношения по поводу продажи ценных бумаг инвесторам и последующей выплаты доходов по выпущенным ценным бумагам.

6 – В случае банкротства выпуска обращаются за возмещением по залоговому имуществу. Эти отношения возникают в исключительных случаях и поэтому не относятся к постоянно действующим, но должны быть включены в инфраструктуру как обязательно предусмотренные.

В зависимости от используемой схемы секьюритизации и целей процедуры субъектный состав может меняться, а вслед за ним перечень отношений и правил каждой сделки. Таким образом, теоретическое осмысление секьюритизации происходит до настоящего времени, развивая и расширяя сферу ее применения. Распространение и модификация инструментов секьюритизации подтверждает смену вектора применения данного процесса в сторону восприятия его как источника финансирования и способа перераспределения рисков. Мультиаспектность сути секьюритизации раскрывается в инфраструктуре рынка и отношениях, возникающих в процессе осуществления сделок. В результате исследования генезиса процесса секьюритизации был расширен категориальный аппарат, выделены и обоснованы базовые компоненты ее инфраструктуры.

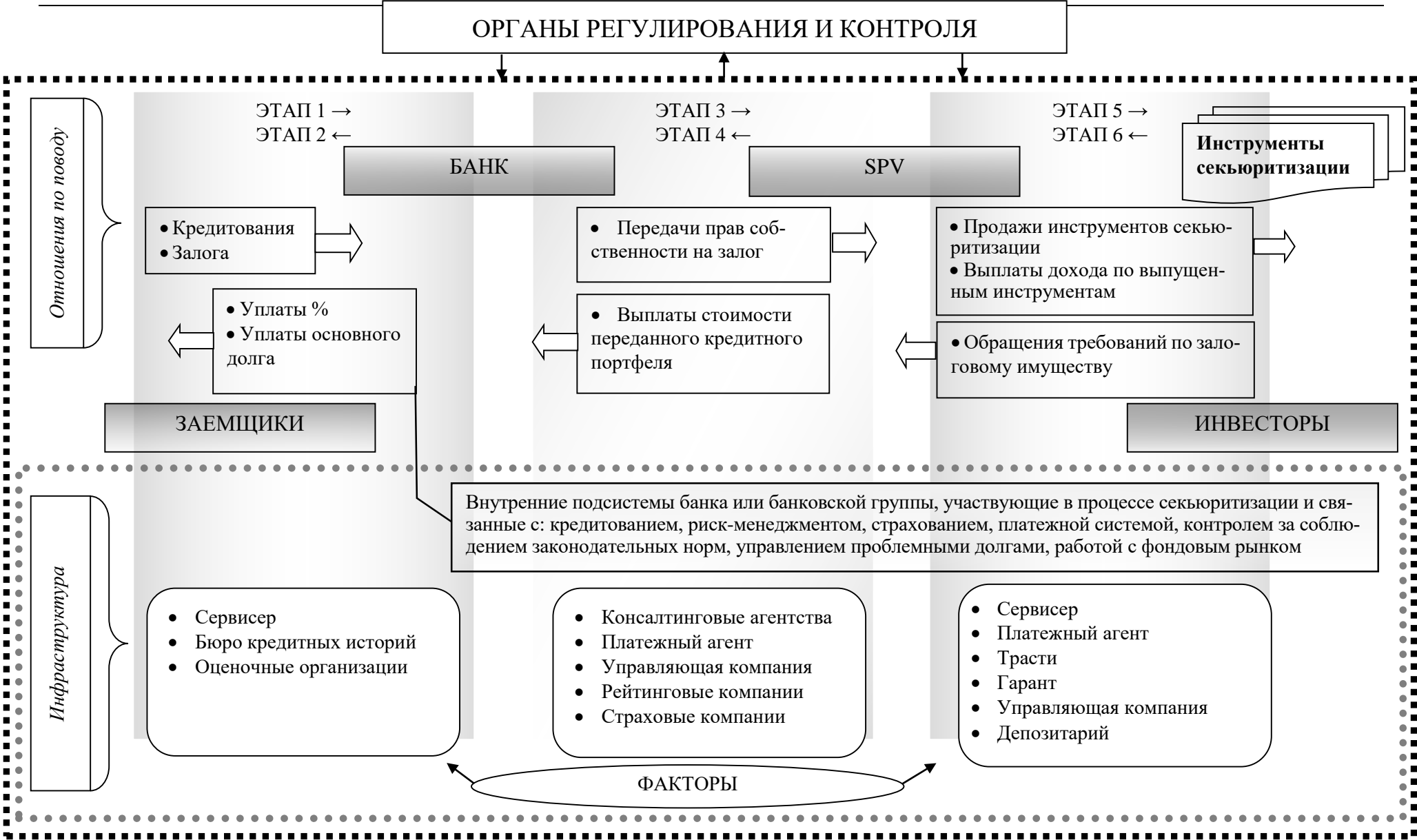


Рисунок 3 – Инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Перечислите роль и функции SPV.
2. Какие элементы инфраструктуры ипотечной секьюритизации следует отнести к институциональным, а какие к функциональным?
3. Кто является основным инвестором в ипотечные ценные бумаги? Какие характеристики ценной бумаги являются для них предпочтительными?
4. Опишите функции и задачи сервисера (агента по обслуживанию).
5. Какие функции дополнительно может взять на себя трасти для экономии расходов на сделку?
6. В чем роль гаранта при проведении процесса секьюритизации?
7. Какие функции выполняют рейтинговые агентства? Можно ли передать эти функции другому элементу инфраструктуры?
8. Какой банк называют оригинатором и почему?
9. Опишите факторы, влияющие на инфраструктуру рынка ипотечной секьюритизации с точки зрения направления воздействия.
10. Назовите этапы сделки секьюритизации ипотечных активов.
11. Какие внутренние подсистемы банка участвуют в процессе секьюритизации ипотечных активов?
12. Какова роль бюро кредитных историй и оценочных организаций в процессе секьюритизации ипотечных активов? На каком этапе сделки они участвуют в процессе?
13. Предположим, что активы на сумму 500 млн. руб. имеют следующие оценочные показатели чистоты обращения взыскания и размера убытков:

| Рейтинг | Частота обращения взыскания, в % | Размер убытка, в % |
|----------------|---|---------------------------|
| AAA | 5 | 65 |
| AA | 4 | 55 |
| A | 3 | 45 |
| BBB | 2 | 35 |

- а) определите размер дополнительного обеспечения, необходимого для компенсации возможных потерь для каждого значения рейтинга.
- б) каков размер каждого класса ценных бумаг?
- в) если доходность для каждого класса составляет, соответственно, 7; 7,25; 7,5; и 20 % для не имеющего рейтинга остаточного класса, какова общая стоимость финансирования?
- г) чему будет равна общая стоимость финансирования, если ценные бумаги с рейтингом AAA полностью погашены, а ценные бумаги остальных классов обращаются в объеме, пропорциональном начальной структуре покрытия?

ГЛАВА 3

КЛАССИФИКАЦИЯ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ РИСКОВ ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Основной целью институтов инфраструктуры является обеспечение возможности проведения процесса секьюритизации и снижение на этой основе издержек и рисков в процессе секьюритизации ипотечных активов. Однако, изменение внутриэкономических условий и высокая волатильность внешней среды, которые мы наблюдаем в настоящее время, привели не только к обострению старых проблем инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации, но и появлению новых, что в целом ведет к росту рисков всего процесса секьюритизации.

По своей сути секьюритизация является инструментом снижения таких рисков банка как: кредитный (передавая его инвестору), депозитный (получая денежные средства от продажи пула активов), ликвидности (снижая нагрузку на капитал за счет списания пула кредитов и получая взамен более ликвидные активы). С другой стороны, эта процедура сама является источником следующих рисков: регулятивного, репутационного, операционного, процентного, в отдельных случаях валютного. И с третьей стороны в процессе секьюритизации участники сталкиваются с налоговым и коррупционным. Помимо рисков самой процедуры существуют риски, порождаемые инфраструктурой рынка, которые необходимо отнести к составляющей самой процедуры. В таблице 2 данные риски разделены исходя из источника возникновения.

Таблица 3

**Классификация рисков инфраструктуры ипотечной секьюритизации
по источнику возникновения**

| Вид | Риски | Сущность |
|----------------|-----------|---|
| Риски покрытия | Кредитный | Риск снижения потока платежей от пула ипотечных кредитов (рост количества дефолтов по ипотечным кредитам, несвоевременная уплата долга, досрочное погашение кредита) или снижение стоимости заложенного имущества, включенного в состав ипотечного покрытия |

| Вид | Риски | Сущность |
|----------------|---------------|---|
| | Валютный | Риск изменения стоимости услуг элементов инфраструктуры, а также стоимости базового актива по причине колебания валютного курса |
| Риски процесса | Структурный | Неверное построение структуры выпуска (при многотраншевом выпуске) или неверное формирование пула кредитов (при однотраншевом выпуске) |
| | Ликвидности | Потеря ликвидности из-за действий платежных или обеспечительных элементов инфраструктуры |
| | Регулятивный | Риск финансовых потерь или потери репутации вследствие законодательных, нормативных изменений или санкций |
| | Репутационный | Вероятность ухудшения деловой репутации вследствие утечки информации через элементы инфраструктуры, распространение ими неверной и порочащей информации, неисполнение своих функций элементами инфраструктуры, которое ведет к нарушению стабильного функционирования рынка |
| | Эмиссионный | Риск потерь при организации выпуска ценных бумаг |

Риски покрытия порождают риски, связанные с пулом кредитов. Так как пул кредитов и стабильный денежный поток, который он генерирует, являются основой сделки, то любое нарушение заданных параметров влечет за собой риски. Наиболее критичным по степени возникновения является кредитный риск, который связан непосредственно с денежным потоком от кредитов. Важно отметить, что целью секьюритизации является именно отделение рисков покрытия друг от друга и от первоначального банка-кредитора. При этом с другой стороны сам процесс секьюритизации является источником рисков. Существенную роль среди рисков процесса имеет правовая оценка действий участников, исходя из этого регулятивный риск относится к наиболее опасным с точки зрения последствий. Таким образом, банки, снижая или передавая в процессе секьюритизации риски покрытия, создают и повышают риски процесса.

Если рассматривать данные риски с точки зрения возможности нанесения катастрофического ущерба, то, однозначно, следует выделить кредитный и регулятивный

риски. Реализация любого из них в различной степени может отразиться на всех участниках процесса секьюритизации вплоть до полного дефолта выпуска или банкротства originатора.

Кредитный риск возникает вследствие неисполнения, несвоевременного, либо неполного исполнения должником финансовых обязательств перед кредитной организацией в соответствии с условиями договора. К его росту может привести кредитование связанных лиц или недостаточное внимание к финансовым возможностям заемщика, вследствие несоблюдения или недостаточного соблюдения установленных кредитной организацией правил, порядков и процедур рассмотрения обращений на получение кредитов, определения кредитоспособности заемщика(ов) и принятия решений о предоставлении кредитов.

Значительный вклад в развитие современных знаний о кредитном риске внесли такие отечественные ученые как О. И. Лаврушин, Н. И. Валенцева, В. Т. Севрук, Л. П. Белых, многие из которых связывают качество риск-менеджмента с банковской устойчивостью, подчеркивая «чрезвычайную необходимость качественного анализа кредитного риска для банковской деятельности». О. И. Лаврушин и Н. И. Валенцева в своих трудах рассматривают кредитный риск как: «риск невыполнения кредитных обязательств перед кредитной организацией третьей стороной». По мнению В. Т. Севрук: «кредитный риск отражает возможность потерь вследствие нежелания или неспособности контрагента выполнить свои обязательства в полном объеме и в срок».

Кредитные риски, формируемые в инфраструктуре рынка ипотечной секьюритизации, имеют множество разновидностей. С позиции факторов, влияющих на кредитный риск, они классифицируются на: факторы, повышающие кредитный риск (снижение доходов, рост безработицы); факторы, снижающие кредитный риск (рост цены заложенного имущества; страхование и другие способы дополнительного обеспечения). С точки зрения участников кредитный риск можно разделить на риск невозврата задолженности: физическими лицами; физическими лицами – индивидуальными предпринимателями; некоммерческими организациями; коммерческими организациями; финансовыми организациями; предприятиями, контролируемые государством. По типу воздействия следует выделить: передаваемые; нейтрализуемые; диверсифицируемые; минимизируемые; компенсируемые и др. Особенности ипотечного кредитования приводят к формированию трех разновидностей кредитного риска, с которыми сталкивается кредитная организация при ипотечном кредитовании. К ним

относятся: риск неуплаты долга заемщиками, риск невыполнения договорных обязательств (несвоевременного, либо неполного исполнения должником своих финансовых обязательств перед кредитной организацией) и риск недополучения страхового возмещения (не реализации залогового имущества или реализации по стоимости не покрывающей сумму долга). Кредитный риск имеет высокую связь с мотивами и личными установками заемщика, который под влиянием множества факторов принимает решения относительно уплаты долга. Массовое распространение получили исследования, посвященные экономическим факторам, влияющие на финансовое положение заемщика. Такие экономисты как Ю. А. Бабичева, О. И. Лаврушин, Н. И. Валенцева, С. Н. Кабушкин, Х. В. Грюнинг, С. Б. Братанович, П. С. Роуз и др., видят в основе рисков действий заемщика экономические предпосылки. К ним относят: потеря работы, причины временной нетрудоспособности, влекущие за собой потерю дохода, увеличение затрат заемщика (рождение детей, потеря супруга), мошеннические мотивы, низкий уровень финансовой грамотности, закредитованность заемщика и т.д. Однако накопленный опыт банковской деятельности и появление направлений изучения поведенческой экономики создали предпосылки для развития идеи об учёте социальных, психологических и эмоциональных факторов, влияющих на поведение заемщика.

Параметры личной моральной кредитоспособности заемщика необходимо рассматривать наравне с экономическими. При этом к личным параметрам следует относить не только семейное положение, возраст, кредитную историю и т.д., но и в случае именно ипотечного кредитования следует оценивать степень заинтересованности заемщика в получении и обслуживании кредита, его мотивы и цели. Эту заинтересованность можно выявить только при комплексном анализе жизненной ситуации заемщика, что требует индивидуального подхода при оценке кредитоспособности. Особенность ипотечного кредитования в том, что оно обеспечивает базовую потребность личности в собственном жилье. Эта весомая психологическая цель напрямую влияет на кредитоспособность. В случае если в силу жизненной необходимости для индивидуума одним из немногих способов приобрести собственное жилье или улучшить жилищные условия является ипотечный кредит, тогда степень заинтересованности заемщика погасить кредит полностью и в срок заметно возрастает. В обратной ситуации, когда для заемщика приобретение недвижимости с использованием ипотечного кредита является инвестиционной целью, проведением досуга (дача, гараж) или дополнительным комфортом (парковочное место), тогда, скорее всего, с позиции экономической кредитоспособности (высокий доход, наличие имущества в собственности

и т.д.) данный заемщик будет более привлекателен для банка, но с позиции личной заинтересованности кредитный риск этой сделки будет велик. Здесь также следует выдвинуть гипотезу о влиянии на личную моральную кредитоспособность заемщика размера уже выплаченного долга к величине его остатка. Предположение строится на том, что, выплатив большую часть стоимости заложенного имущества, заемщику предпочтительнее закрыть кредит в срок в полном объеме, несмотря на возможные негативные экономические факторы, нежели отказываться от уплаты долга и лишиться заложенного имущества. Следовательно, объем выплаченного долга можно отнести как к экономическим факторам, так и к личным.

Отдельным видом кредитного риска является риск обеспечения кредита, который не является самостоятельным риском и рассматривается в случае непогашения кредита, но является наиболее интересным, так как напрямую зависит от вида обеспечения. Исходя из представленной классификации в таблице 3, на кредитный риск в наибольшей степени оказывает влияние возможность получения дохода от использования приобретаемого имущества. Этот признак также объединяет в себе и экономические (падение доходов от имущества снижает общую доходность фирмы) и личные (прекращение действующего кредитного договора и возврат уплаченной суммы для направления этих средств, к примеру, на свадебный подарок детям) факторы. В обобщенном виде кредитный риск инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации связан с вероятностью нарушения стабильного денежного потока от пула ипотечных кредитов, который по природе представляет собой основу сделки секьюритизации.

Секьюритизация по своей сути является сложным и длительным процессом, требующим законодательного регулирования каждого шага в процессе ее проведения. Комбинационность, многоаспектность и усложнение правоприменительной практики секьюритизации является источником регулятивного риска. Регулятивный риск в различной степени присущ всем операциям финансового рынка, но для процедуры секьюритизации он носит критический характер из-за катастрофических последствий своего возможного наступления. Деятельность банка как универсального кредитного посредника базируется на доверии контрагентов и составляет основу его существования. Следует отметить, что в последние годы этот риск становится еще более актуальным из-за активного формирования нового правового поля секьюритизации по инициативе Банка России.

Сущностное содержание регулятивного риска является многогранным и включает восприятие его как чистого риска (потери), как шанса (спекулятивный риск), и как

шока (глубокий кризис). Широко распространена позиция определения регулятивного риска как комплаенс-риска, то есть риска законодательных или нормативных санкций, финансовых потерь или ухудшения репутации. В том числе Банк России приравнял понятия «регулятивный риск» и «комплаенс-риск», определив его как риск возникновения у кредитной организации убытков из-за несоблюдения законодательства Российской Федерации, внутренних документов кредитной организации, стандартов саморегулируемых организаций (если такие стандарты или правила являются обязательными для кредитной организации), а также в результате применения санкций и (или) иных мер воздействия со стороны надзорных органов. Но стоит заметить, что комплаенс-риск отождествляется в первую очередь с возможным нарушением уже существующего законодательства, а регулятивный риск понятие более широкое и его следует понимать еще и как возможное будущее изменение законодательства, которое приведет к автоматическому нарушению законодательства в случае, если кредитная организация не успела или умышленно не внесла изменения в порядок своей деятельности.

На уровне международного кредитного рынка регулятивный риск воспринимается как риск предполагаемых изменений в регулировании и/или законодательстве, который оказывает воздействие на данный рынок и может увеличивать издержки ведения бизнеса, снижать привлекательность инвестиций или даже изменять условия конкуренции. Существует также более широкая позиция, когда рассматриваются риски не только будущих изменений, но и уже существующего законодательства.

В российской практике банковского менеджмента повторяется ситуация разнонаправленной трактовки данного понятия. Д. Н. Козлов определяет регулятивный риск как необходимость оценки соответствия текущей деятельности банка и его регламентов принятым законам и нормативным актам. Основное внимание, по его мнению, должно уделяться анализу соответствия действующему законодательству, поступая ситуативно при будущих изменениях правового поля, что представляется не совсем верным. Шире понятие раскрывается в определении О. В. Даниловой и Л. Р. Романовой как «риск наличия в существующих или планируемых к принятию законодательных и нормативных актах требований, приводящих к негативным финансовым (или иным) последствиям для банка». Следует также согласиться с их точной зрения по поводу совмещения понятий «регулятивный риск» и «комплаенс-риск», которое, по их мнению, уместно исключительно для мелких и средних банков, так как им в силу масштабов своей деятельности нецелесообразно выделять управление этим рисками в отдельные подразделения.

Регулятивный риск относится к чистым рискам, а в сильном проявлении – к шокам, то есть его реализация изначально несет в себе исключительно потери, а в крайних ситуациях он способен привести к полному нарушению деятельности любого элемента инфраструктуры. Различие взглядов на сущность регулятивного риска складывается из-за неоднозначности определения источника риска. Классификация источников риска соответствует имеющимся направлениям его восприятия и представлена в таблице 4.

Таблица 4

Классификации регулятивного риска по различным критериям

| Критерий | Вид регулятивного риска |
|-------------------------|---|
| Источник возникновения | <ul style="list-style-type: none"> ● Внешний (обязательные стандарты саморегулируемых организаций; международные нормы); ● Внутренний (несоблюдение своих внутренних нормативных актов); ● Смешанный (комплекс внешних и внутренних) |
| Степень воздействия | <ul style="list-style-type: none"> ● Низкий; ● Умеренный; ● Значительный; ● Катастрофический |
| Последствия наступления | <ul style="list-style-type: none"> ● Чистый риск (финансовые и нематериальные потери); ● Шоковый (глубокий кризис или банкротство) |
| Обоснованность | <ul style="list-style-type: none"> ● Риск действия (совершения действий, противоречащих законодательству); ● Риск бездействия (игнорирование или отсутствие мониторинга изменений законодательства в своей деятельности) |

Эффективное взаимодействие участников инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации подразумевает снижение рисков процедуры до приемлемого уровня. Из этого следует потребность в выявлении возникающих регулятивных рисков на каждом из этапов ипотечной секьюритизации.

Роль нормативно-правового регулирования любого этапа заключается в создании понятного и универсального базиса для стабильного функционирования системы. С этой точки зрения российская правовая система в настоящее время вносит высокий правовой риск для всех участников сделки секьюритизации. Говоря о регулировании

каждого этапа сделки ипотечной секьюритизации, мы выделяем следующие наиболее универсальные для каждой схемы проведения этапы:

- Формирование и отбор кредитного портфеля.
- Передача прав требования на пул ипотечных кредитов.
- Выпуск ценных бумаг и размещение на первичном рынке ценных бумаг.
- Обращение на вторичном рынке ценных бумаг.
- Погашение выпуска.

В процессе **формирования и отбора кредитного портфеля** устанавливаются первичные отношения между заемщиком и кредитором, который в последующем формирует пулы ипотечных кредитов для проведения секьюритизации. Правовое регулирование отношений, возникающих в процессе анализа кредитоспособности, направлено в первую очередь на сохранение баланса между защитой персональных данных заемщиков и возможностью получить полную и достоверную информацию кредитными организациями для оценки рисков. Особенностью оформления ипотечного кредита является передача приобретаемой уже имеющейся собственности в залог банку. Именно порядок передачи имущественных прав на предмет залога представляет особый интерес на данном этапе нормативно-правового регулирования секьюритизации.

Стадия передачи прав требования на пул ипотечных кредитов проявляет специфику каждой юрисдикции. Здесь имеет фундаментальное значение регулирование процесса передачи прав на сформированный пул ипотечных кредитов. Следует отметить, что при этом не имеет принципиального значения кому передаются права (SPV, ипотечному агентству или продаются на рынке и т.п.), а важна уверенность в возможности передачи этих прав и необратимости этой передачи. Именно на этой стадии появляется потребность в создании специального законодательства о секьюритизации, так называемого «закона о секьюритизации».

Стадия **выпуска ценных бумаг и размещения их на первичном рынке** заключается в продаже пула ипотечных кредитов ипотечному агенту или специально созданному юридическому лицу, которые выпускают облигации, обеспеченные этим пулом. По своей сути эти облигации являются производными ценными бумагами, основной актив которых представляет собой пул ипотечных кредитов, остающихся у эмитента. Для процесса секьюритизации крайне важно не только формирование пула кредитов и преобразование его в ценные бумаги, но и функционирование заданных условий рынка на протяжении всего периода обращения этих бумаг.

Нормативно-правовое регулирование этапа **обращения бумаг на вторичном рынке ценных бумаг** практически идентично предыдущему этапу, за исключением необходимости урегулирования ситуаций, происходящих с ипотечными кредитами (досрочное погашение, дефолт, рефинансирование).

На стадии **погашения выпуска** первостепенное значение имеет закрытие всех долговых обязательств SPV, его ликвидация или в отдельных случаях банкротство. К примеру, если выпущенные ипотечным агентом облигации старшего класса амортизированы настолько, что нагрузка на содержание инфраструктуры эмитента несопоставима с ожидаемым доходом по бумагам младшего транша, originаторы предпочитают досрочно погасить ипотечные ценные бумаги всех классов. В то же время эти компании должны быть защищены от банкротства как принудительного, так и добровольного. Распространенной практикой подтверждения возможности добровольного банкротства является получение согласия не менее 90 % держателей непогашенных обязательств SPV. Принудительная ликвидация благодаря множеству способов кредитной поддержки является исключительным случаем и должна наносить минимальный ущерб интересам инвесторов. Здесь особую роль приобретают действия конкурсного управляющего, которые несут в себе следующие риски:

- Риск недостаточной квалификации управляющего. Проведение банкротства при секьюритизации настолько редкая операция, что может вызвать вопросы даже у опытного управляющего, и существует вероятность допущения им критических ошибок. Также сюда следует отнести риск ошибок управляющего, основанных на неверных данных. При этом сведения могут быть как просто утеряны, неверно или не полностью предоставлены, а также могут являться заведомо ложными для умышленного введения управляющего в заблуждение.

- Риск недобросовестности конкурсного управляющего. Как и в любой другой процедуре банкротства существует вероятность, что управляющий будет действовать в интересах кредиторов, инициирующих процедуру или иных заинтересованных третьих лиц.

- Риск смешения имущества. Пул ипотечных кредитов, являясь обеспечением выпущенных на их основе деривативов должен оставаться обособленным от другого имущества originатора или SPV даже в ситуации банкротства. Действия конкурсного управляющего по отношению к разным видам имущества должны быть строго разделены, так как покрывают различные обязательства.

Также выявлены специфические регулятивные риски каждого этапа проведения сделки секьюритизации. На этапе оценки кредитоспособности заемщиков и отбора кредитного портфеля можно выделить следующие регулятивные риски:

- Риск при обработке персональных данных. Риск раскрытия конфиденциальных данных особенно актуален для секьюритизации. Сведения о заемщиках и другие характеристики ипотечных кредитов при проведении сделок секьюритизации передаются для их оценки и сравнения сразу нескольким участникам инфраструктуры, в том числе часть данных размещается в сети Интернет. Одновременное участие множества институтов в сделке повышает вероятность «утечки» личной информации, что может привести к нанесению значительного урона репутации кредитной организации и других участников сделки.

- Риск невозможности оформления залога в целях ипотечного кредитования. Этот риск ставит под вопрос саму возможность проведения ипотечного кредитования, а, следовательно, и последующую секьюритизацию этих активов. Здесь имеется ввиду отсутствия или неясность трактовки понятия ипотечного залога, изменение или неясность специальных прав кредитора на залог, а также отсутствие законодательного механизма передачи имущественных прав на ипотеку.

В рамках стадии передачи прав требования на пул ипотечных кредитов усиливаются следующие виды регулятивного риска:

- Риск невозможности передачи прав требования на ипотечный кредит. Опасность не передачи или регресс переданных прав требований носит критический характер по отношению к процессу секьюритизации. Возможность наступления таких событий лишает инициаторов сделки интереса в ее проведении и, как правило, решается переводом сделки в юрисдикцию, где такой риск отсутствует.

- Риск некомпетентности. Данный этап подразумевает участие таких элементов инфраструктуры как консалтинговые и рейтинговые агентства. От их компетентности во многом зависит эффективность сделки и ее рисковость.

- Риск закрытия доступа к иностранным юрисдикциям. Данный риск является спорным и становится риском в первую очередь для инициатора сделки и иностранных элементов инфраструктуры. Он прямо коррелируется с политическим риском и сложно предсказуем в долгосрочной перспективе.

Регулятивный риск этапа выпуска и обращения ценных бумаг заключается в проблеме долгосрочности обращения выпускаемых ценных бумаг:

- Во-первых, в условиях глобальных изменений мирового порядка возрастает риск внутристранового изменения регулирования этой области. Данный риск практически невозможно предсказать, особенно в долгосрочной перспективе, а потому он представляет немалую опасность.

- Во-вторых, даже при сохранении правовой базы возникает риск инерции правовых органов. Наибольшую угрозу несет порядок обращения взыскания залога, который требует согласованности и взаимодействия нескольких правовых структур. Бездействие любой из них может привести к росту стоимости данного процесса или увеличению срока его исполнения и т.д.

На этапе погашения выпуска возникают следующие регулятивные риски:

- Риск невозможности ликвидации SPV. Отсутствие координации действий в период амортизации облигаций или неверные действия управляющей компании могут нанести финансовый ущерб банку-оригинатору в процессе ликвидации SPV.

- Риск невозможности использования мер кредитной поддержки. В силу неверного оформления договорных отношений с институтами внешней кредитной поддержки или изменения регулятивных норм в области взаимодействия с этими элементами инфраструктуры этот риск способен вызвать критические последствия не только для участников сделки, но и для всего рынка капиталов, так как безусловно связан с репутационным риском.

Данные риски представляют собой специфические инфраструктурные риски этапов ипотечной секьюритизации, тесно согласованные с особенностями сделки. Помимо сугубо специфических процессу секьюритизации присущи универсальные регулятивные риски, сопровождающие участников сделки на протяжении всех этапов.

К универсальным регулятивным рискам ипотечной секьюритизации можно отнести следующие:

- Комплаенс-риск.
- Коррупционный риск.
- Риск неверной трактовки законодательных норм.
- Репутационный риск.
- Деловой риск.

Особое место среди универсальных рисков занимает репутационный риск. Причина этому специфика кредитного рынка, который основан на принципе доверия сторон. Репутация понятие качественное, но для субъектов кредитного рынка имеющее

большое материальное значение. Данный риск следует отнести к риску-шансу, а, следовательно, он несет в себе не только потерю деловой репутации, но и имеет обратную сторону – улучшение имиджа. Репутационный риск оказывает свое воздействие на всех этапах проведения сделки секьюритизации. Начиная от восприятия коммерческого банка глазами будущего ипотечного заемщика, который выбирает банк в первую очередь, основываясь на уровне ставок и сложившемся у него имидже организации. При выпуске ценных бумаг на рынок репутация организатора сделки имеет большое значение для будущих инвесторов и, безусловно, для рейтинговых компаний. Репутационный риск каждого участника и элемента инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации имеет весомое значение как на макроуровне (устойчивость и эффективность национального кредитного рынка), так и на микроуровне (надежность и стабильность отдельно взятого участника). С одной стороны, риск накладывает обязательства по несению ответственности за совершаемые действия, с другой стороны он может повлечь за собой новые возможности.

Принято считать, что специализированного законодательства, регулирующего сделки секьюритизации в России не существует, однако законодатель предпринял попытку расширить правовую базу (ФЗ от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ»), регулирующую секьюритизацию различных финансовых активов или имеющих к ней отношение. Разработка правовой базы, отвечающей современным требованиям участников, обеспечит оригинаторам возможность существенного расширения состава обеспечения, что в конечном итоге приведет к росту объемов выпуска обеспеченных инструментов на российском рынке.

Под факторами, воздействующими на уровень риска ипотечной секьюритизации, понимают такие факторы, которые способны создать дополнительные и существенные угрозы для устойчивого экономического роста, рассматриваемого нами сектора либо значительно повысить уровень его защищенности от подобных угроз.

Чтобы раскрыть механизмы реализации рисков необходимо рассмотреть факторы, оказывающие влияние на выявленные риски, которые представлены в таблице 5.

Таблица 5

**Классификация факторов, влияющих на риски инфраструктуры рынка
ипотечной секьюритизации**

| Факторы, увеличивающие риск | Факторы, снижающие риск |
|--|---|
| Кредитный риск | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Экономический кризис; • Рост инфляции; • Снижение стоимости залогового имущества; • Снижение платежной дисциплины заемщиков; • Рост безработицы; • Мошенничество заемщиков | <ul style="list-style-type: none"> • Рост реальных доходов населения; • Повышение финансовой грамотности населения; • Страхование; • Диверсификация пула ипотечных кредитов; • Консервативная кредитная политика |
| Регулятивный риск | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Реформирование правового поля; • Частые изменения в законодательстве; • Проблемы, неточности и противоречия нормативно-правовых актов; • Чрезмерное лоббирование интересов отдельных групп влияния на рынке; • Инертность правоохранительных органов | <ul style="list-style-type: none"> • Прямые каналы взаимодействия законодательных структур и участников рынка; • Непрерывный мониторинг изменений правового поля; • Учет судебной и арбитражной практики в разработке внутренних стандартов деятельности |
| Валютный риск | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Нестабильность внешнеполитической ситуации; • Меры внешнего давления на экономику страны (эмбарго, санкции, торговые войны и т.д.); • Резкие колебания экономической конъюнктуры | <ul style="list-style-type: none"> • Деятельность центрального банка в области валютного регулирования, направленная на смягчение колебаний; • Применение инструментов хеджирования валютного риска |
| Репутационный риск | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Конфликты интересов с учредителями (участниками), клиентами и контрагентами, и другими заинтересованными лицами; | <ul style="list-style-type: none"> • Понимание и поддержка работниками кредитной организации корпоративных ценностей и бизнес-задач кредитной организации; • Транспарентность деятельности; |

| Факторы, увеличивающие риск | Факторы, снижающие риск |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Распространение негативных слухов, новостей, конфиденциальной информации; • Нарушения законодательства, правил деловой этики, сроков реализации проектов и пр. | <ul style="list-style-type: none"> • Внедрение, постоянный мониторинг кадровой политики и системы защиты информации |
| Структурный риск | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Некомпетентность сотрудников; • Недостаток данных об ипотечных кредитах или использование ложной информации; • Отсутствие единых принципов формирования траншей | <ul style="list-style-type: none"> • Разработка подробных правил, принципов, инструкций для структурирования выпуска; • Проработка нескольких сценариев функционирования выпуска, стресс-тестирование; • Повышение квалификации сотрудников |
| Риск ликвидности | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Нарушения в работе или банкротство элементов инфраструктуры, связанных с расчетными операциями; • Ошибки менеджмента или его неверное построение | <ul style="list-style-type: none"> • Наличие резервных элементов инфраструктуры; • Формирование резервного фонда |
| Эмиссионный риск | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Низкий уровень развития рынка ценных бумаг; • Сложность или неясность правового поля эмиссионных операций; • Низкий спрос на рынке ценных бумаг, снижение деловой активности | <ul style="list-style-type: none"> • Повышение уровня цифровизации инфраструктурных элементов рынка ценных бумаг; • Привлечение опытных специалистов или консалтинговых агентств |

Анализ факторов является обязательным этапом формирования целостной системы рисков, с которыми сталкивается инфраструктура рынка. Представленная карта факторов позволяет выявить определяющие направления формирования рисков.

Выявленные факторы носят разносторонний характер, но в целом можно отметить, что построение эффективной системы риск-менеджмента является основой в управлении представленными рисками.

Как было отмечено ранее, регулятивный риск имеет особое значение для функционирования рынка ипотечной секьюритизации в России, а также и для ее инфраструктуры. Регулятивный риск образуется под влиянием различных негативных факторов окружающей среды, являясь, по сути, их следствием. Условия формирования рисков и факторы этой среды составляют в совокупности основу зарождения риска и позволяют идентифицировать направления их минимизации или компенсации, что представлено в таблице 6.

Таблица 6

Факторы и условия формирования регулятивного риска инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации

| Риск | Факторы | Условия формирования риска |
|--|--|--|
| Риск при обработке персональных данных | <i>Внешние:</i> противоречивые требования к обработке информации от разных структур. <i>Внутренние:</i> неадаптированные процедуры (например, в силу емкости данных, критически не хватает времени для их обработки или квалификации персонала или финансовых средств); несоблюдение сотрудниками установленных порядков и процедур | Зарегулированность данной области. Отсутствие необходимой системы защиты данных. Высокая заинтересованность конкурентов. Некомпетентность сотрудников |
| Риск невозможности оформления залога в целях ипотечного кредитования | <i>Внешние:</i> критические недостатки в правилах и положениях (например, неоднозначное толкование требований надзорных органов). <i>Внутренние:</i> неточности или недосмотр при заключении кредитных договоров, оформлении прав на закладную | Непроработанность правовой базы |
| Риск невозможности передачи прав требования на ипотечный кредит | <i>Внешние:</i> отсутствие правового алгоритма передачи прав; противоречия в установлении прав собственности на кредит. <i>Внутренние:</i> ошибки при оформлении прав собственности, кредитного договора, формировании пула | Непроработанность правовой базы и внутренних регламентов. Некомпетентность сотрудников |

| Риск | Факторы | Условия формирования риска |
|--|--|--|
| Риск некомпетентности | <i>Внутренние:</i> несоблюдение сотрудниками установленных порядков и процедур; несовершенство организационной структуры кредитной организации в части распределения полномочий подразделений и служащих | Низкие требования к квалификации персонала и системе внутреннего менеджмента |
| Риск закрытия доступа к иностранным юрисдикциям | <i>Внешние:</i> политическая ситуация на внешнем рынке | Политика дезинтеграции внешнеэкономических связей |
| Риск внутристранового изменения регулирования | <i>Внешние:</i> нестабильность правового поля (частое изменение законодательных актов) | Большое количество различного рода контролирующих и законодательных органов |
| Риск инерции правовых органов | <i>Внешние:</i> отсутствие ответственности за бездействие правовых органов; неоднозначность или неопределенность функций правовых органов в отдельных сегментах | Бездействие органов контроля и отсутствие их ответственности перед вышестоящими органами |
| Риск невозможности ликвидации SPV | <i>Внешние:</i> законодательно гипертрофированная сложность процедуры ликвидации. <i>Внутренние:</i> неверный выбор организационно-правовой формы | Непроработанность и противоречивость правовой базы |
| Риск невозможности использования мер кредитной поддержки | <i>Внешние:</i> долгий срок запуска инструмента кредитной поддержки; банкротство контрагентов; <i>Внутренние:</i> ошибки в заключенных договорах | Экономический кризис. Отсутствие конкуренции среди источников кредитной поддержки |
| Комплаенс-риск | <i>Внешние:</i> конкуренция между надзорными и регулирующими органами. | Завышенные требования регулятора. Частые проверки. |

| Риск | Факторы | Условия формирования риска |
|--|---|---|
| | <i>Внутренние:</i> несовершенство внутренних порядков и процедур осуществления банковских операций и других сделок | Политика «зачистки» рынка |
| Коррупционный риск | <i>Внешние:</i> несоблюдение сотрудниками установленных порядков и процедур | Отсутствие системы ответственности за нарушения |
| Риск неверной трактовки законодательных норм | <i>Внешние:</i> отсутствие пояснений вводимых требований со стороны регулирующих органов; противоречивость документов разного уровня правовой инфраструктуры; <i>Внутренние:</i> недостаточности квалифицированного персонала или финансовых ресурсов | Частое изменение правовой базы. Отсутствие диалога между законодателем и участниками рынка |
| Репутационный риск | <i>Внешние:</i> негативные действия контрагентов. <i>Внутренние:</i> конфликт интересов; неспособность банка, его аффилированных лиц, а также реальных владельцев эффективно противодействовать легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма, а также иной противоправной деятельности, осуществляемой недобросовестными клиентами, контрагентами и (или) служащими банка | Недоработки в управлении банковскими рисками, в кадровой политике компании |
| Деловой риск | <i>Внутренние:</i> несоблюдение банком (или подструктурами, владельцами, связанными лицами) законодательства Российской Федерации, учредительных и внутренних документов банка, обычаев делового оборота, принципов профессиональной этики, неисполнение договорных обязательств перед кредиторами, вкладчиками и иными клиентами и контрагентами | Ухудшение репутации. Снижение спроса, колебания цен |

Важно отметить, что перечень рассмотренных факторов не является исчерпывающим и может быть дополнен в зависимости от выбранного критерия значимости. Перечисленные факторы являются взаимозависимыми и в условиях изменения направленности влияния приводят к смене направленности воздействия других факторов. Изучение факторов, воздействующих на рынок секьюритизации с позиции их влияния, позволяет определить важнейшие направления регулирования и совершенствования инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в современной России.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Назовите основную цель институтов инфраструктуры.
2. Инструментом снижения каких рисков является секьюритизация? А какие повышает?
3. Перечислите и опишите риски покрытия и риски процесса инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации?
4. Какие риски инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации относятся к катастрофическим?
5. Что следует понимать под личной моральной кредитоспособностью?
6. В чем схожесть и различие в определении регулятивного риска и комплаенс-риска?
7. Назовите универсальные для каждой схемы проведения этапы ипотечной секьюритизации. Какие особенности каждого этапа можете выделить?
8. Какие потенциальные сложности существуют для оригинатора в случае, если он использует кредиты, погашаемые германским аннуитетом, при определении их цены?

ГЛАВА 4

НОРМАТИВНО-ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ПРОЦЕССА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Традиционно банковская деятельность во всем мире носит жестко регламентированный характер, что так же отразилось и на процессе секьюритизации. Система нормативно-правового регулирования секьюритизации включает в себя совокупность норм и правил, с помощью которых определяется возможность и обязанность действовать и поступать в соответствии с ними. Каждый этап процедуры секьюритизации обладает своим набором норм и правил, регулирующих различные аспекты этого этапа. Так как секьюритизация имеет зарубежное происхождение и широкое распространение в развитых странах, целесообразно будет проводить параллель российского и зарубежного нормативно-правового регулирования каждого этапа.

Секьюритизация по своей сути является сложным и длительным процессом, требующим законодательного регулирования каждого шага в процессе ее проведения. Как правило, при подготовке первых сделок секьюритизации участники сталкиваются с множеством спорных моментов в толковании юридических норм на разных этапах проведения сделки. Популяризация сделок секьюритизации в стране актуализирует вопрос создания специальных законодательных актов, устанавливающих правила проведения подобных сделок. Государство, которое заинтересовано в развитии рынка секьюритизации финансовых активов, разрабатывает законопроекты, направленные на регулирование секьюритизации финансовых активов. Если законодатель не заинтересован в развитии такого рынка, то участники инфраструктуры секьюритизации чаще используют зарубежные юрисдикции, наиболее подходящие параметрам сделки.

Говоря о регулировании каждого этапа сделки секьюритизации, мы выделяем следующие наиболее универсальные для каждой схемы проведения этапы:

- Формирование и отбор кредитного портфеля.
- Передача прав требования на пул ипотечных кредитов.
- Выпуск ценных бумаг и размещение на первичном рынке ценных бумаг.
- Обращение на вторичном рынке ценных бумаг.
- Погашение выпуска.

Формирование и отбор кредитного портфеля. Главную роль на этом этапе играет качество проводимого андеррайтинга и установление грамотных юридических взаимоотношений. Особенностью оформления ипотечного кредита является передача приобретаемой собственности или уже имеющейся в залог банку. Именно эта особенность является преимуществом перед другими секьюритизируемыми активами, так как залог является реальным имуществом с установленным законодательно порядком взыскания.

В США взаимоотношения заемщиков и кредиторов строятся на основе многостороннего контроля кредиторов над заемщиками и государства над всеми участниками. Регулирование ипотечных отношений в США осуществляется в соответствии с общим (прецедентным) правом, федеральным законодательством, а также законодательством штатов. Деятельность финансовых организаций на рынке кредитования регулируется Гражданским кодексом, Гражданско-процессуальным кодексом, Финансовым кодексом, Страховым кодексом, Федеральным законом об ипотеке, Законом об ипотечной корпорации Федерального банка внутренних займов, Законом об урегулировании споров о недвижимости, Единообразным Торговым Кодексом и т.д. Особое внимание уделяется прозрачности кредитных отношений для заемщиков в части реальной годовой процентной ставки по кредиту. Среди контролирующих органов следует выделить Федеральную резервную систему (в части надзора и регулирования деятельности банков для обеспечения устойчивости финансового рынка и защиты прав заемщиков), Национальную администрацию кредитных союзов (призвана контролировать и страховать федеральные кредитные союзы по всей стране) и Федеральный совет по финансовым институтам (уполномочен устанавливать единые принципы, стандарты и формы отчетности для федеральной экспертизы финансовых учреждений).

Последним наиболее масштабным изменением в финансовом регулировании США со времен Великой депрессии считается принятие закона Додда-Франка. Этот закон стал ответом Правительства США на мировой финансовый кризис 2008 года и ужесточил требования к порядку оказания финансовых услуг, а также создал дополнительный надзорный орган за финансовым рынком – Совет по надзору за финансовой стабильностью (Financial Stability Oversight Council – FSOC). Значительное внимание при создании нового закона было уделено платежеспособности заемщика и надежности залога. Однако современная политика США направлена на дерегулирование и, как следствие, в целях отмены закона Додда-Франка был разработан «Законопроект о фи-

нансовом выборе», принятый палатой представителей 8 июня 2017 г. Его задача реализовать новые принципы построения финансовой системы: дать возможность американцам принимать независимые финансовые решения и делать осознанный выбор финансовых продуктов, сберегать средства для пенсии и повышать личное благосостояние; предотвратить спасение финансовых компаний за счет налогоплательщиков; способствовать экономическому росту и процветанию финансовых рынков посредством более строгого анализа последствий регулирующего воздействия, направленного на корректировку системного риска и провалов рынка, таких как моральный риск и асимметричность информации; обеспечить американским компаниям условия равной конкуренции с зарубежными фирмами на американских и зарубежных рынках; продвигать американские интересы на международных переговорах и встречах по финансовому регулированию; сделать регулирование целесообразным, адекватным и эффективным; восстановить подотчетность федеральных ведомств финансового регулирования, а также рационализировать систему федеральных регулирующих ведомств. Таким образом, Правительство США признает ошибки закона Додда-Франка, такие как зарегулированность кредитного рынка и слишком жесткие требования к финансовым организациям. Итогом действия этого закона стало увеличение и без того крупных банков и ликвидация мелких.

Порядок передачи прав собственности на залог регулируется Федеральным законом об ипотеке и представлен двумя видами ипотечным инструментами: ипотека (mortgage, mortgage deed) и доверительное управление (deed of trust). Основное различие между этими двумя инструментами в том, что в случае передачи предмета залога в доверительное управление, в отличие от простой ипотеки, в отношениях участвуют три стороны – должник, кредитор и доверительный собственник. Доверительный собственник получает право продажи предмета ипотеки до момента полного погашения заемщиком своих обязательств перед кредитором, после чего передает право собственности заемщику. Другой инструмент представляет собой классическую схему оформления закладной и участием в сделке только заемщика и кредитора.

Правовая система США относится к англо-саксонской системе и поэтому правовое регулирование в Великобритании во многом схоже с американским. Законодательные рамки очень широки и предоставляют субъектам права договорную свободу. Основными законодательными актами, регулирующими процесс выдачи, обслуживания кредита и оформления передачи права собственности являются: закон о финансовых услугах, о банковской системе, о финансовых услугах и рынках, директива ЕС об

ипотечных кредитах. Данная правовая система отличается гибкостью. По этой причине стороны имеют возможность включать в договоры практически любые условия. С другой стороны, это вынуждает стороны сделки предусматривать все возможные варианты развития событий и тратить большие суммы на юридические консультации.

Страны германской правовой системы (Германия, Швеция, Финляндия, Нидерланды и т.д.) имеют противоположное англо-саксонской структуре законодательство о секьюритизации. Так, законы здесь очень детализированы и охватывают все этапы взаимоотношений участников инфраструктуры секьюритизации, а также определяют степень свободы участников договорных отношений. Особенностью германского права является резкое сужение возможности толкования заключенного соглашения по сравнению с англо-саксонским. С одной стороны, это снижает издержки на юридическое сопровождение сделки, с другой – отсутствие гибкости правовой системы не позволяет быстро отреагировать на появление финансовых инноваций.

Латинская правовая система (Франция, Бельгия, Испания и т.д.) с точки зрения правовой гибкости представляет собой нечто среднее между двумя ранее рассмотренными. Многие сферы достаточно детализированы законодательно, но это во многом зависит от конкретной страны, но в целом законодательство достаточно гибкое и имеет возможность быстро приспосабливаться к внедрению финансовых инноваций.

Особенностью европейских стран в области регулирования стадии выдачи ипотечного кредита является использование Германской модели ипотечного кредитования. Модель подразумевает функционирование ипотечных банков, которые выдают ипотечные кредиты и самостоятельно выпускают ипотечные ценные бумаги для рефинансирования своей деятельности. По этой причине структура законодательных актов в области регулирования взаимоотношений между заемщиком и кредитором по поводу выдачи и оформления ипотечного кредита схожа между странами.

Правовая система Российской Федерации относится к романо-германской системе и характеризуется меньшей гибкостью, но большей детализацией законодательных актов. Нормативно-правовое регулирование выдачи и обслуживания ипотечных кредитов в РФ основывается на Гражданском кодексе, федеральном законе «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16.07.1998 N 102-ФЗ, федеральном законе «О потребительском кредите (займе)» от 21.12.2013 N 353-ФЗ и федеральном законе «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним» от 21.07.1997 N 122-ФЗ. Помимо названных законов также существует множество законодательных актов, регулирующих различные взаимосвязанные сферы, к примеру, Закон

РФ от 27.11.1992 N 4015-1 «Об организации страхового дела в Российской Федерации», Жилищный кодекс, Федеральный закон «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» от 30.12.2004 N 214-ФЗ и т.д. В целом законодательная база схожа с европейскими странами, так как во многом сама система ипотечного кредитования основана на опыте этих стран.

Стадия передачи прав требования на пул ипотечных кредитов. В случае если отсутствует регулирование этого процесса или оно имеет двоякое толкование - совершение сделки секьюритизации будет нести существенные риски для всех участников. В такой ситуации у участников не будет уверенности, что сделку не смогут признать ничтожной и права собственности не вернуться оригинатору.

Американская система ипотечного кредитования представляет собой двухуровневую систему, в которой первый уровень – коммерческие банки, выдающие ипотечные кредиты, а второй – специальные ипотечные агентства (Ginnie Mae, Fannie Mae и Freddie Mac), цель которых выкупать у банков ипотечные кредиты и выпускать на их основе ценные бумаги, обеспеченные этими ипотечными кредитами. Эти агентства обеспечивают гарантию выплаты по ипотечным кредитам и MBS, стандартизируют и поддерживают устойчивость вторичного рынка. Начиная с первых выпусков ценных бумаг, обеспеченных ипотечными активами секьюритизация стала инструментом повышения ликвидности банков, чему способствовала политика правительства США. Специальная система законодательного регулирования данного процесса позволила упростить и популяризировать этот процесс. Базой специального законодательства являются следующие нормативно-правовые акты: закон о Федеральном банке внутренних займов, закон об ипотечной корпорации Федерального банка внутренних займов, закон об обнародовании ипотеки домов, закон о Секьюритизации и восстановлении финансовых активов и применении обеспечительного права.

Главным отличием секьюритизации Европы и США является разная стандартная структура сделки. В Соединенных штатах SPV создаются в виде различных видов трастов, которым передаются активы, а инвесторы владеют непосредственно долей в трасте. В Европе же преимущественно используют стандартные формы юридических лиц в качестве SPV, которому продаются активы и затем выпускаются ценные бумаги. Принципиальным различием SPV в виде юридического лица и траста является упрощенный порядок создания и функционирования траста (траст возникает не в силу государственной регистрации, а, как правило, в силу передачи активов доверительному

собственнику и его согласия действовать в качестве такового). Несмотря на то, что траст не является юридическим лицом, он имеет схожие возможности: обладает обособленным имуществом, при помощи трастовых управляющих способен быть истцом и ответчиком в суде, к нему применима процедура банкротства, а также впоследствии траст может быть преобразован в любую иную коммерческую организацию. Трастовое право большинства штатов США основано на английском праве образца конца XVIII века. Более чем в 20 штатах существуют свои законодательные акты о трастах, в остальных штатах применяется единообразный Кодекс о трастах США. В европейских странах практика регулирования данного этапа более разнонаправлена. Для сравнения правовых условий поместим данные в таблицу 7.

Таблица 7

**Особенности правового обеспечения процесса передачи прав требования
на пул ипотечных кредитов в странах Европы**

| Страна | Наличие специального законодательства о секьюритизации | Предпочтительная организационно-правовая форма SPV | Вызывает затруднения в процессе секьюритизации |
|----------------|---|--|--|
| Великобритания | Да | Траст | Преобладание схемы секьюритизации бизнеса над другими видами схем |
| Нидерланды | Нет | Фондовая компания или компания с ограниченной ответственностью | Необходимость уведомлять заемщиков о смене кредитора. Необходимы специальные механизмы для передачи Трасти права из обеспечения |
| Италия | Да | Общество с ограниченной ответственностью | Незащищенность SPV от банкротства |
| Германия | Нет | Без использования SPV | Уступка прав требования возможна только после их возникновения. Необходимость лицензирования деятельности обслуживающей организации. |

| Страна | Наличие специального законодательства о секьюритизации | Предпочтительная организационно-правовая форма SPV | Вызывает затруднения в процессе секьюритизации |
|------------|--|---|--|
| Франция | Да | Fonds Commun de Créances (FCC) (Совместный фонд обязательств) | Сложности при создании структур для обеспеченных кредитов, вызванные законодательными положениями об обеспечении и очередности прав на обеспечение |
| Бельгия | Да | Mennootschap voor Belegging in Schuldvorderingen naar Belgische recht (VBS) (Взаимный фонд инвестиций в долги) | - |
| Португалия | Да | Fundos de Titularização de Créditos (фонд секьюритизации активов); Sociedade de Titularização de Créditos (Компания секьюритизации активов) | Высокая стоимость операции |

Распространена практика открытия спецюрлица в иной от originатора юрисдикции, где оно учреждается как обычная компания, действующая в рамках традиционного корпоративного права, но имеющая специальную правоспособность и не облагаемая некоторыми видами налогов. Как правило, данные налоговые льготы и специальная правоспособность разрабатывается в рамках специального законодательства, регулирующего сделки секьюритизации.

Отчасти именно поэтому перед российским рынком секьюритизации встал вопрос о необходимости разработки специального законодательства в этой области. До момента внедрения такого законодательства наблюдалось множество проблем и от-

сутствие важнейших элементов – отказ от права требования и трастовая форма организации деятельности. Законодательство было нестабильно, а в ряде случаев сочетало правовые недоработки с явно зарегулированными областями. Разработка «закона о секьюритизации» является переломным моментом для финансового рынка РФ и включает в себя следующие принципиальные моменты:

- Расширение видов секьюритизируемых активов;
- Подтверждение возможности передачи прав кредитору (true sale);
- Введение новых видов специализированных обществ, аналогов специальных юридических лиц. Это специализированное финансовое общество (СФО), которое будет создаваться для целей секьюритизации, и специализированное общество проектного финансирования (СОПФ);
- Расширение предмета залога и подтверждение действительности залога активов, а также очередности исполнения требований кредиторов в случае его реализации;
- Введение понятия залоговых счетов, на которых должны находиться активы, служащие предметом залога по облигациям, а также номинальных счетов и счетов эскроу.

Как такового закона о секьюритизации не существует практически ни в одной стране. Как правило, это группа законодательных актов и поправок к ним, которые в совокупности используются участниками инфраструктуры для проведения сделок секьюритизации.

Выпуск ценных бумаг и размещение их на первичном рынке. На данном этапе проводится структурирование выпуска, определяется ставка доходности, срок погашения, уровень рисков выпускаемых бумаг, присваивается рейтинг, выбираются механизмы повышения кредитного качества. Можно утверждать, что от принятых на данном этапе характеристик зависит дальнейшее существование выпуска, привлекательность этих бумаг для инвесторов и устойчивость выпуска к возникающим рискам.

Процесс выпуска ипотечных облигаций в США базируется на Законе о ценных бумагах 1933 года, Законе об обороте ценных бумаг 1934 года и ст. 8 «Единообразного коммерческого кодекса США». В целом сам порядок выпуска и размещения ценных бумаг носит стандартный характер за исключением вариантов состава участников. Выпуск ипотечных ценных бумаг в США возможен тремя путями.

В первом случае облигации выпускает сам банк, выдавший кредиты, но с участием правительственной ипотечной ассоциации Ginnie Mae. Ассоциация предоставляет гарантии правительства США, обеспечивая наивысшую надежность выпускаемых облигаций, сравнимую с государственными ценными бумагами США.

Во втором случае ипотечные агентства Freddie Mac или Fannie Mae приобретают ипотечные кредиты у коммерческих банков и эмитируют облигации на их основе. Названные агентства предоставляют собственные гарантии по своим ценным бумагам. В обоих случаях такие ценные бумаги называются агентскими и в их обеспечение могут быть включены только те кредиты, которые соответствуют критериям андеррайтинга, пороговые значения которых определяются гарантом и носят название квалифицированных (*confirming mort-gages*).

В третьем случае в выпуске не участвуют ипотечные агентства и облигации выпускаются напрямую ссудосберегательными ассоциациями, коммерческими банками и частными кондуйтами (специализированные институты вторичного рынка для неквалифицированных кредитов). Кредитный рейтинг таких облигаций оценивается рейтинговыми агентствами, такими как Moody's, Standard & Poor's и др.

Главным органом, осуществляющим надзор и регулирование американского рынка ценных бумаг, является Комиссия по ценным бумагам и биржам. Комиссия была создана в соответствии с Законом о торговле ценными бумагами 1934 г. (*Securities Exchange Act of 1934*). Деятельность участников рынка ценных бумаг регулируется следующими существенными законами: о ценных бумагах, о трастовом соглашении, об инвестиционных компаниях, об инвестиционных консультантах и законом Сарбейнза – Оксли.

В наднациональном масштабе регулирование рынка ценных бумаг в странах ЕС осуществляют профильные комитеты при Совете ЕС по экономике и социальным вопросам и Европейское управление по ценным бумагам и рынкам (ESMA). В сфере регулирования на рынке ценных бумаг существуют также органы наднационального характера, не являющиеся регуляторами в полном смысле слова, – это, в частности, Совет по финансовой стабильности, объединяющее регуляторов фондовых рынков более 100 государств (90 % мировых рынков ценных бумаг). В числе организаций, вовлеченных в разработку стандартов и правил на рынке финансовых услуг, следует также назвать Банк международных расчетов (*Bank for International Settlements, BIS*), Международную ассоциацию по свопам и производным инструментам (*International Swaps*

and Derivatives Association, ISDA), Международную Ассоциацию по рынку ценных бумаг (International Securities Market Association, ISMA).

Одновременно с этим единого органа по регулированию рынка ценных бумаг в ЕС не существует, как и единого законодательства. Соответственно, вопросы внутреннего функционирования рынка ценных бумаг решаются на национальном уровне. В тоже время анализ нормативно-правового регулирования этапа выпуска ценных бумаг и размещения их на первичном рынке ценных бумаг в европейских странах не выявил принципиальных страновых особенностей. Отметим среди явных тенденций стремление к универсализации законодательства в этой области между странами при помощи внедрения регламентов ЕС, предполагающие безусловно прямое действие, не требующее трансформации в национальное право и обеспечивающее при необходимости немедленное, а также единообразное регулирование общественных отношений на фондовом рынке.

В отличие от европейского законодательства, российское нормотворчество в области финансового рынка носит не универсальный, а сегментарный характер. Основным законом, регулирующим рынок ценных бумаг в РФ, является Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ, который определяет права и обязанности субъектов рынка ценных бумаг, порядок и особенности эмиссии различных ценных бумаг. Обращение ипотечных облигаций регулируется федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах» от 11.11.2003 № 152-ФЗ. Среди основной законодательной базы этого этапа следует выделить федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 № 156-ФЗ, федеральный закон от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)», федеральный закон РФ от 23 июля 2013 г. № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ в связи с передачей Центральному банку РФ полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков». Согласно последнему названному федеральному закону деятельность по регулированию секьюритизации в РФ с 2013 года относится к Центральному Банку РФ. Однако по итогу пятилетнего опыта регулирования сложно понять намерения ЦБ РФ в части регулирования секьюритизации. Можно сказать, что за этот период не произошло существенных сдвигов в сторону популяризации или упрощения процедуры секьюритизации даже если принять во внимание вступление в силу Федеральный закон от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ», так называемого «закона о секьюритизации».

Обращение бумаг на вторичном рынке ценных бумаг. Здесь также играет большую роль степень пруденциального надзора за такими ценными бумагами. От того насколько осторожно центральный банк или иной регулятор относятся к ним зависит привлекательность среди инвесторов и свобода обращения. К примеру, в России в процессе внедрения требований Базель III использовались преимущественно наиболее высокие коэффициенты риска к ипотечным облигациям, что заставило отказаться некоторых инвесторов от инвестиций в них и, в общем, замедлило развитие рынка секьюритизации в стране.

Погашения выпуска. В случае если выпущенные ипотечным агентом облигации старшего класса амортизированы настолько, что нагрузка на содержание инфраструктуры эмитента несопоставима с ожидаемым доходом по бумагам младшего транша, оригинаторы предпочитают досрочно погасить ипотечные ценные бумаги всех классов. Для финансирования эмитента в целях досрочного погашения используются три варианта: предоставление кредита на погашение облигаций, который выплачивается за счет продажи закладных, составляющих ипотечное покрытие; предоставление банком-оригинатором аванса на основании договора купли-продажи закладных; и сочетание способов финансирования (к примеру, погашение старшего транша осуществляется за счет кредитных средств, а после облигации исключаются их ипотечного покрытия и отчуждаются).

После погашения облигаций и отчуждения закладных эмитент начинает процедуру ликвидации. Важным моментом является своевременное формирование финального реестра счетов ипотечного агента, которые он должен оплатить до момента ликвидации для того чтобы корректно посчитать купон по младшему траншу. При этом у эмитента должно остаться достаточно средств для оплаты обязательных услуг третьим лицам (комиссии банкам, оплата нотариуса и т.д.). Процесс ликвидации ипотечного агента не отличается от ликвидации ООО или АО. Ликвидаторами ипотечного агента выступают сотрудники управляющей организации и весь процесс занимает от трех до шести месяцев. Погашение каждого конкретного выпуска является уникальным проектом. Успешная реализация данного этапа зависит от оперативной работы множества участников: управляющей компании, расчетного агента, депозитария, спецдепозитария и поручителя (если облигации дополнительно обеспечены поручительством).

Исходя из рассмотренного материала, можно сделать вывод, что глубина рынка секьюритизации в США и его зрелость указывают на то, что большинство законодательных вопросов в области регулирования секьюритизации уже разрешены и находятся в стадии совершенствования. Европейские страны исходя из действующей системы права имеют разную степень проработанности законодательства о секьюритизации. Это дает основание предполагать, что нет прямой зависимости между существованием специального законодательства в стране и уровнем развития рынка секьюритизации.

| Наименование этапа | •Регулируемые отношения |
|--|--|
| Формирование и отбор кредитного портфеля | <ul style="list-style-type: none"> •По поводу выдачи и обслуживания кредита; •Оформления закладной; •Передачи прав собственности на залог |
| Передача прав требования на пул ипотечных кредитов | <ul style="list-style-type: none"> •Создание SPV •Передача прав на пул ипотечных кредитов |
| Выпуск ценных бумаг и размещение на первичном рынке ценных бумаг | <ul style="list-style-type: none"> •IPO •Порядок обращения ц.б. •Деятельность SPV |
| Обращение на вторичном рынке ценных бумаг | <ul style="list-style-type: none"> •Порядок последующего обращения ценных бумаг •Выплата дохода инвесторам •Взаимодействие обслуживающих элементов инфраструктуры |
| Погашение выпуска | <ul style="list-style-type: none"> •Порядок погашения облигаций •Порядок распределения риска в случае дефолта •Осуществление внешних и внутренних мер кредитной поддержки |

Рисунок 4 – Система отношений, регулируемых на различных этапах проведения сделки секьюритизации

Исходя из анализа регулирования инфраструктуры секьюритизации в РФ и зарубежных странах был выделен этап, обладающий критической важностью для существования секьюритизации. При недостаточно ясном и полном регулировании именно

этапа передачи прав требования на пул ипотечных кредитов взаимоотношения субъектов инфраструктуры либо сильно затруднено, либо невозможно, либо не представляет экономического интереса ввиду высоких рисков.

Отдельным блоком следует выделить рекомендательные требования Базельского комитета. Минимальные требования к капиталу банков призваны обеспечить защиту кредиторов банка – вкладчиков и инвесторов, приобретающих банковские облигации. Каждая страна-участница вправе самостоятельно решать, как использовать эти рекомендации по отношению к национальным банкам, однако сделка секьюритизации, как правило, имеет трансграничный характер и, следовательно, должна проводиться в рамках международных требований к капиталу.

Некоторые схемы секьюритизации позволяют банку списывать активы со своего баланса и, таким образом, снижать требования к собственному капиталу. Однако до какой степени секьюритизация способна облегчить требования к собственному капиталу зависит от законодательства конкретной страны. Развитие финансовых отношений и трансформация кредитных инструментов вызвала необходимость периодического пересмотра документа и редактирования положений основного регулятивного инструмента Базельского комитета и инициировала создание двух последующих документов, новейший из которых в своем роде стал ответом на кризис 2008 года. Таким образом, Базельский комитет в новом соглашении признает, что первостепенной основой потерь международных финансовых институтов в условиях названного кризиса стали торговые портфели и операции секьюритизации.

Базельский комитет опубликовал пересмотренные рамки секьюритизации, которые направлены на решение целого ряда недостатков в рамках секьюритизации Базель II и укрепление стандартов капитала для секьюритизации. Эта структура, которая окончательно вступила в силу в январе 2018 года, является частью более широкой повестки дня Базель III Комитета по реформированию стандартов регулирования банков в ответ на глобальный финансовый кризис, и, таким образом, способствует большей эластичности банковского сектора.

При разработке окончательных стандартов для капитализации секьюритизации Комитетом были тщательно учтены замечания, полученные от двух консультативных документов, а также результаты исследований количественного воздействия (QIS), проведенных в ходе консультаций. Кроме того, изменения также руководствовались желанием Комитета найти надлежащий баланс между чувствительностью риска, про-

стоты и сопоставимости сделок секьюритизации. Данная работа проводилась совместно Базельским комитетом и Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) для обзора рынков секьюритизации и выявления факторов, которые могут тормозить развитие устойчивых рынков секьюритизации. Комитет и IOSCO опубликовали консультативный документ с предложенными критериями, которые могли бы помочь и содействовать развитию финансовой отрасли по простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации.

Кризис выделил несколько слабых мест в рамках секьюритизации Базель II, в том числе и опасения, что она может генерировать достаточный капитал для определенных воздействий на весь мировой финансовый рынок. Это привело к тому, что Комитет принял решение о том, что рамки секьюритизации необходимо пересмотреть. Комитет определил ряд недостатков, связанных с калибровкой весов риска и отсутствием стимулов для эффективного управления рисками, а именно:

1. Механистическая зависимость от внешних оценок. По мнению Комитета, необходимо ограничить зависимость банков от внешних оценок рисков по их активам, в частности, снизить возможности использования ими для этих целей рейтинговых агентств.

2. Чрезмерно низкие весовые коэффициенты риска для высокой рейтинговой оценки секьюритизированного пула. С момента кризиса 2008 года секьюритизированные ценные бумаги показывают большую волатильность по сравнению с корпоративными, но имеют одинаковые веса риска, что не соответствует действительному уровню риска.

3. Чрезмерно высокие весовые коэффициенты риска для старших пулов секьюритизации с низким рейтингом. Базель III предлагает использовать «прозрачный» подход (дополнительная проверка надзорным органом) для присвоения среднего весового коэффициента риска старшему траншу.

4. «Эффект скалы» (cliff effects) – это ситуация, когда во время бума участники рынка массово приобретают продукты с высоким рейтингом (в т.ч. новые структурированные), а потом в случае снижения рейтинга одновременно распродают их, вызывая резкий обвал цен, а центральные банки автоматически прекращают предоставление рефинансирования под залог этих активов.

5. Недостаточная чувствительность риска к структуре. Из-за сложности и присутствия особенностей каждой структуры сделки невозможно в рамках действующей системы справедливо учесть эти особенности в присеваемом уровне риска.

Вышеуказанные недостатки трансформируются в конкретные цели, которые стремятся достичь в рамках нового документа: уменьшить механистическую зависимость от внешних оценок; увеличить весовые коэффициенты риска для высокой рейтинговой оценки секьюритизированного пула; снизить весовые коэффициенты риска для старших траншей секьюритизации с низким рейтингом; уменьшить эффект скалы; и повысить чувствительность риска к структуре.

Цели и принципы, которыми под руководством Комитета заключаются в следующем: пересмотренная структура секьюритизации должна быть более чувствительна к рискам; более разумной с точки зрения его калибровки, в целом согласоваться с базовой основой для кредитного риска, и быть как можно более простой. Кроме того, она должна дать стимулы для повышения эффективности управления рисками путем назначения капитальных расходов, используя самую лучшую и самую разнообразную информацию, доступную банкам. И, наконец, она должна быть прозрачной и позволять сопоставлять сделки между банками и различными юрисдикциями. Эта структура направлена на достижение оптимального баланса между этими целями. Рассмотрим основные элементы пересмотренной структуры секьюритизации.

Структура Базель II состояла из двух иерархий, в зависимости от подхода к кредитному риску, используемой для типа основных секьюритизированных пулов: один для стандартизированного подхода (SA), используемого банками, которые применяют структуру кредитного риска SA для класса активов, который включает базовый пул секьюритизированных сумм под риском; и один для внутренних рейтинговых подходов (IRB), используемые банками, которые применяются в подходе IRB к кредитному риску для класса активов, который включает основной пул секьюритизированных сумм под риском.

Комитет пересмотрел иерархию подходов к оценке риска, чтобы уменьшить зависимость от внешних оценок, а также упростить его и ограничить число подходов.

Пересмотренная иерархия подходов в пересмотренных рамках для секьюритизации представляет собой следующую иерархию:

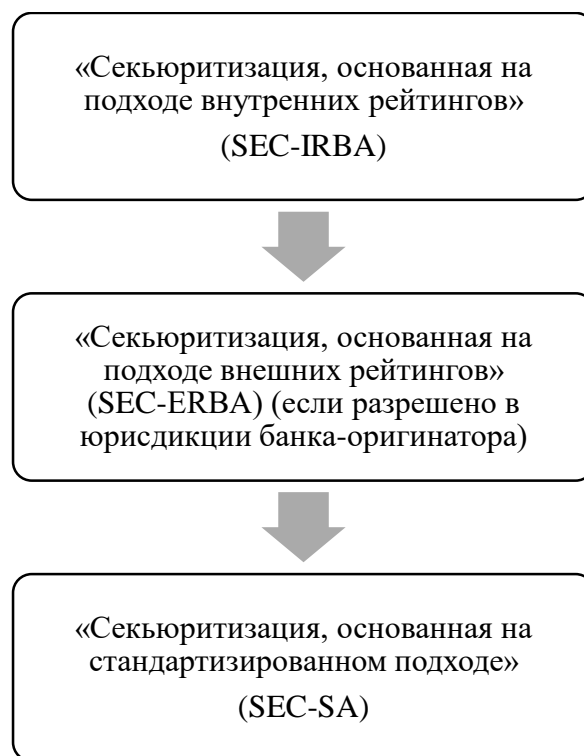


Рисунок 5 – Иерархия подходов к оценке рисков секьюритизации

Пересмотренная структура Базель III секьюритизации представляет собой значительное улучшение в рамках Базель II с точки зрения снижения сложности иерархии и количества подходов. После пересмотра осталось только три основных подхода, в отличие от многочисленных подходов и исключительных процедур, разрешенных в рамках Базель II.

С точки зрения чувствительности к риску и благоразумия, пересмотренная структура также представляет собой шаг вперед по сравнению с рамками, Базель II. Требования капитала были значительно увеличены, соизмеримо с риском секьюритизации. Однако, потребности в капитале старших секьюритизируемых пулов, поддержанных фондами хорошего качества, подвергнутся весам риска всего 15 %. Кроме того, наличие крайнего значения до весовых коэффициентов риска старших траншей и ограничений в отношении максимальных требований к достаточности капитала направлены на содействие согласованности с основным каркасом IRB, а не отсутствием стимулов секьюритизации к низким кредитным рискам.

В целях минимизации системных рисков, Базель III прописывает помимо других мер более жесткие требования к капиталу по операциям секьюритизации. К примеру, Базель III требует не включать в расчет базового капитала первого уровня будущие

суммы прибыли от продажи по сделкам секьюритизации. Для расчета базового капитала первого уровня права на ипотечное обслуживание используется коэффициент риска в 250 %. Также данные права, превышающие 15 % от суммы обыкновенных акций необходимо полностью вычитать из базового капитала первого уровня. В рамках Базеля II требования, являющиеся для банка позициями первых убытков, вычитались по 50 % из капиталов первого и второго уровней. В пересмотренном документе Базель III данные требования теперь имеют весовой коэффициент риска в 1250 %. Используемая система транширования предполагает, что менее привилегированные бумаги служат в качестве обеспечения более привилегированных бумаг. Выпуская данные субординированные ценные бумаги, SPV распределяет финансовые потоки от пула активов между классами эмитируемых бумаг младшей, средней и старшей категории, отличным по уровню доходности и срокам погашения. Как правило, банки выпускают старший и младший транши: младший оставляют у себя, поскольку он более рискованный и должен покрыть максимум убытков, а старший размещают на рынке. Таким образом, подобные жесткие меры способны сделать экономику секьюритизации невыгодной для банков.

Следующее значительное изменение коснулось обеспечения исполнения обязательств, по которым ужесточаются требования по определению стоимости залога. При стандартизированном подходе оценки рисков секьюритизации для оценки обеспечения применяются дисконты от 2 % (при рейтинге обеспечителя от AAA до Aa-/A-1) до 24 %. Если рейтинг обеспечителя BB+ и ниже, обеспечение по секьюритизации не считается приемлемым.

Кроме вышеуказанных изменений, Базель III подробнее раскрывает и уточняет требования, предъявляемые к рейтинговым агентствам, на чьи рейтинги ориентируются банки при оценке рисков контрагента.

Таким образом, Базель III обновляет структуру секьюритизации, обеспечивая большую надежность оценки рисков данной операции, что в конечном итоге должно привести к возрастающему доверию и распространенности данной техники в странах с развитым финансовым рынком.

Постепенный переход к новым требованиям Базель III начался в России в 2013 году. ЦБ РФ обладая контрольно-надзорными полномочиями за всем финансовым рынком должен стать проводником новых регулятивных правил. Для этого мега-регулятором финансового рынка нашей страны было разработано несколько положений для постепенного перехода к новым стандартам. Однако, как уже было отмечено,

мировая практика свидетельствует о том, что техника секьюритизации получает наибольшее распространение в странах со специально разработанными законодательными актами для регулирования сделок секьюритизации. Рассмотрим подробнее законодательное регулирование секьюритизации в России.

Принято считать, что специализированного законодательства, регулирующего сделки секьюритизации в России не существует, однако законодатель предпринял попытку расширить законодательство, регулирующее секьюритизацию различных финансовых активов или имеющих к ней отношение. Федеральном законе № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», Федеральном законе № 367-ФЗ «О внесении изменений в часть первую Гражданского кодекса Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных законодательных актов (положений законодательных актов) Российской Федерации», а также Федеральном законе № 210-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” и некоторые законодательные акты Российской Федерации».

Законы призваны улучшить правовую базу для секьюритизации в России, обеспечить originatorам возможность существенного расширения состава обеспечения, что в конечном итоге приведет к росту объемов выпуска обеспеченных инструментов на российском рынке в целом.

Таким образом, регулирующим органам Российской Федерации необходимо окончательно определить правовые основы секьюритизации, что приведет к появлению первых сделок, основанных на новой законодательной базе, и дальнейшему развитию рынка ценных бумаг, обеспеченных ипотечными активами.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Каким образом регулируется этап «Передача прав требования на пул ипотечных кредитов» в различных странах мира? Почему этот этап считается наиболее важным с точки зрения стабильности всей сделки ипотечной секьюритизации?

2. Как система общего права в США отражается на процессе секьюритизации ипотечных активов?

3. Какая группа стран относится к наиболее «зарегулированным» в отношении секьюритизации ипотечных активов?

4. Опишите цель создания и функции ипотечных агентств Ginnie Mae, Fannie Mae и Freddie Mac.

5. Каким образом происходит погашение выпуска ипотечных ценных бумаг? Назовите последовательность действий.

6. Каким образом рекомендательные требования Базельского комитета влияют на проведение сделки секьюритизации ипотечных активов?

7. Опишите пересмотренную иерархию подходов к оценке рисков секьюритизации Базель III. В чем принципиальная особенность новых требований?

8. Какие нормативно-правовые акты можно отнести к правовой базе секьюритизации в России?

9. Должны ли государственные органы вовлекаться в сделки секьюритизации? На рынке ипотечных кредитов?

10. Почему Великобритания является лидером среди других европейских стран на рынке секьюритизации? Связано ли это со структурными факторами или является культурным феноменом?

11. Должно ли законодательство о ценных бумагах быть «гармонизировано» во всех юрисдикциях? Как это может помочь или помешать развитию рынка секьюритизации?

ГЛАВА 5

ОСОБЕННОСТИ СТАНОВЛЕНИЯ И РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Исторически первые формы секьюритизации на российском рынке можно встретить при исследовании сделок по выпуску обеспеченных расписок начиная с 2000-х годов. К таким сделкам можно отнести: выпуск обеспеченных расписок в октябре 2000 г. банком «Российский кредит»; выпуск в августе 2002 г. облигаций, обеспеченных пулом потребительских кредитов, банком «Русский Стандарт». Особенностью этих выпусков являлось частичное применение схем секьюритизации для реализации некоторых преимуществ инструмента, но эти сделки были настолько далеки от «классической» схемы секьюритизации, что с определенной долей условности относятся к парасекьюритизации. Первой общепризнанной сделкой секьюритизации в Российской Федерации является секьюритизация ОАО «Газпром» будущих экспортных поступлений от продажи газа в 2004 году. Таким образом, можно утверждать, что история становления российского рынка секьюритизации берет свое начало в 2004 году. С другой стороны, это событие является лишь шагом в становлении рынка и целесообразно рассматривать эти события как единый этап формирования рынка.

В отличие от мирового опыта формирования рынка секьюритизированных активов, российская история становления имеет свои особенности. Исходя из ретроспективного анализа совершенных сделок, можно условно разделить историю развития рынка секьюритизации в России на четыре этапа, представленные в таблице 8.

Таблица 8

Этапы развития рынка секьюритизации в России

| Этап | Период | Характерные черты |
|-------------|--------------------------|---|
| Становление | 2000–2007 гг. | <ul style="list-style-type: none"> • Разнообразие секьюритизируемых активов; • Проведение сделок «парасекьюритизации»; • Использование схемы трансграничной сделки; • Формирование первичной инфраструктуры рынка |
| Кризис | 2008–2010 гг. | <ul style="list-style-type: none"> • Преобладание сделок внутри страны; • Расширение деятельности АИЖК по поддержанию рынка; • Практически полный отказ от проведения секьюритизации |
| Возрождение | 2011–2014 гг. | <ul style="list-style-type: none"> • Преобладание ипотечных активов; • Ориентация на применение балансовой схемы секьюритизации |
| Развитие | 2015 г. – по наст. время | <ul style="list-style-type: none"> • Доминирование сделок внутренней секьюритизации; • Появление мультиоригинаторных сделок; • Развитие нормативно-правовой базы секьюритизации неипотечных активов |

Среди специфических особенностей становления отечественного рынка стоит отметить то, что в других странах секьюритизация начиналась именно с ипотечных активов, которые благодаря своим особенностям (долгосрочности, надежности, постоянному денежному потоку) становились эталоном сделок секьюритизации, а остальные рынки развивались следом. В России же первая сделка ипотечной секьюритизации была осуществлена в 2006 году банком «Совфинтрейд», организатором которого являлся ОАО «Газпромбанк». Помимо этого события, данный период охарактеризовался активным наращиванием объемов сделок.

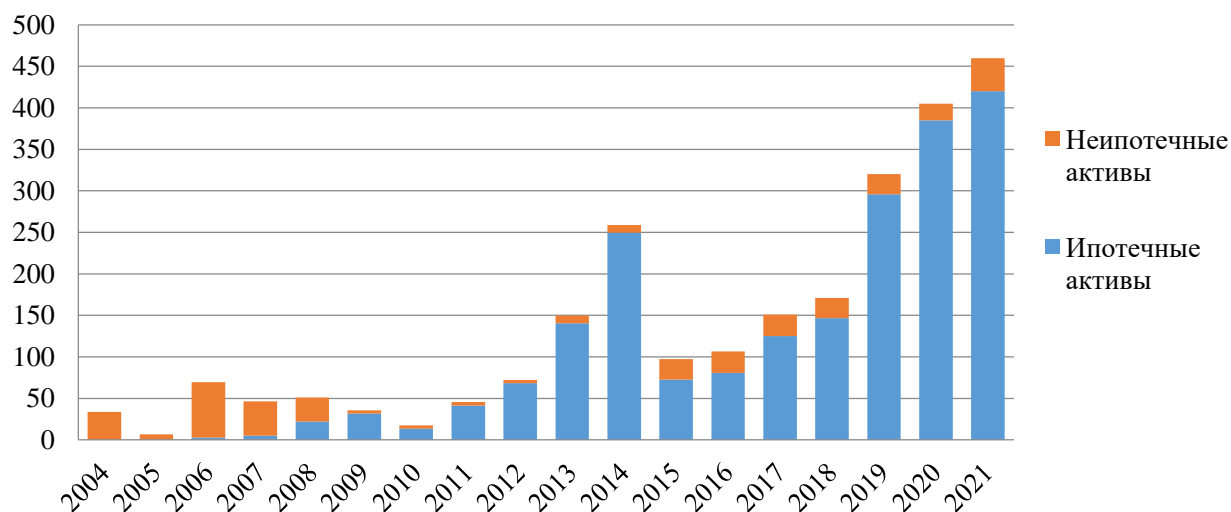


Рисунок 6 – Объем новых размещений на российском рынке секьюритизации, в млрд руб.

Именно в период становления рынка заметно преобладание более чем в два раза неипотечных активов над ипотечными. Но начиная с 2009 года, структура рынка меняется, и на первое место выходят выпуски ценных бумаг, обеспеченных ипотечными активами. Это объясняется одной ключевой проблемой этого периода: отсутствие необходимой нормативно-правовой базы для секьюритизации ипотечных кредитов не позволяло реализовать преимущества использования именно этого вида активов. То есть из-за существующих разночтений нормативной базы был высок риск признания сделки покупки-продажи недвижимости недействительной и кредит автоматически лишался залогового обеспечения. Секьюритизация иных активов не нуждалась в специальном регулировании и, при возрастающем интересе отечественных организаций к инновационному инструменту финансирования, широко применявшемуся в Европе и США, смогла быть проведена. Но по причине преимущественной ориентации на иностранных инвесторов, отсутствии опыта организации и проведения подобного рода сделок все операции носили трансграничный характер, подразумевающий регистрацию SPV в иностранном государстве. Развитие зарождавшихся на рынке секьюритизации отношений сдерживалось рядом проблем:

- отсутствие опыта в проведении подобных сделок;

- разночтения в законодательстве касательно прав на активы, передаваемые в секьюритизируемый пул;
- отсутствие однородного портфеля активов;
- низкое доверие инвесторов внутри страны;
- невысокий уровень развития фондового рынка.

Практически двадцатилетняя история функционирования рынка секьюритизации в России способствовала решению большего числа проблем. Однако после кризиса 2008-го года развитие секьюритизации преимущественно происходило только за счет ипотечных кредитов.

Современные вызовы экономике России в лице кризиса на рынке углеводородного сырья, коронавирусной инфекции, социальных протестов в полной мере отражаются на рынке ипотечного кредитования. С одной стороны – рынок растет благодаря программам государственной поддержки и желанию граждан сохранить свои сбережения от обесценивания, инвестировав их в недвижимость. С другой стороны – спад экономики в будущем может привести к росту просроченной задолженности по выданным ипотечным кредитам по причине увеличения безработицы, снижения реальных доходов населения и падения стоимости заложенного имущества.

Включение льготного кредитования в программу поддержки экономики основано на уникальной способности ипотечного кредитования стимулировать сразу несколько сегментов экономики: домохозяйства к увеличению производительности; строительство к расширению деятельности, что ведет к созданию новых рабочих мест, росту производства строительных материалов; кредитные организации к поиску возможностей снижения стоимости кредитных ресурсов. В целях национального проекта «Жилье и городская среда» заложен прогноз по увеличению выдаваемых ипотечных кредитов до 20 трлн руб. к 2024 году. Однако, согласно расчетам Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, максимальная величина ипотечного портфеля, который могут принять на себя банки с учетом процентного риска составляет 13–14 трлн руб. В названных условиях оставшийся объем может быть выдан при помощи ипотечных облигаций, что как никогда актуализирует вопрос развития рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации.

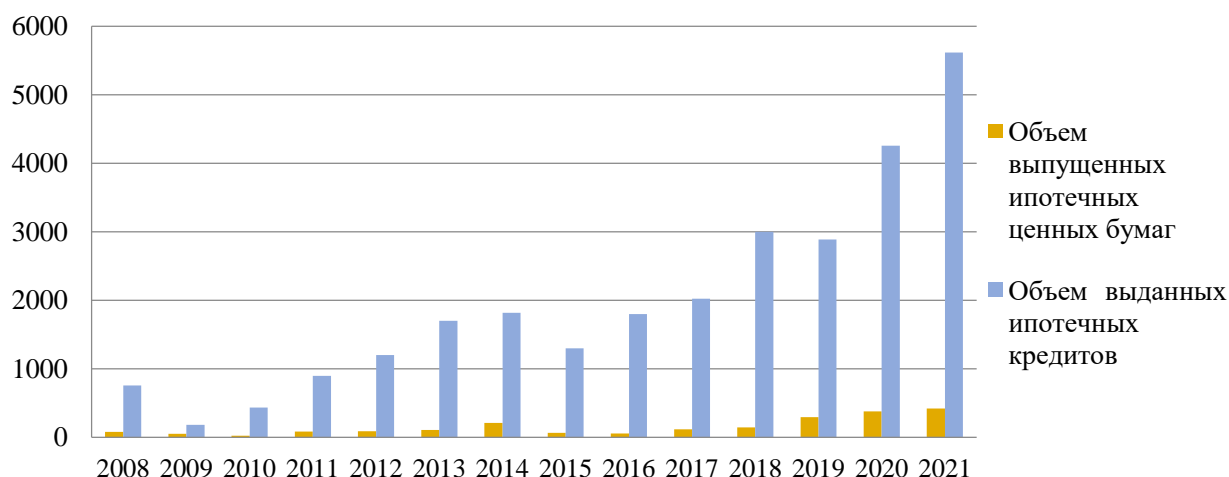


Рисунок 7 – Соотношение объема выданных ипотечных кредитов и выпущенных ипотечных ценных бумаг в России, в млрд руб.

Стоит отметить, что с 2015 и до 2018 года секьюритизировалось не более 5 % выданных ипотечных кредитов, но в 2019 году объем опять достиг значения в 10 %. Так максимальные значения можно увидеть только в 2014 году (12 % от выданных ипотечных кредитов), а также 2008 (11 %) и 2009 (27 %) гг. При этом в кризисные года такие показатели связаны исключительно со снижением объемов выдаваемых ипотечных кредитов, а не ростом рынка секьюритизации.

Попытки адаптации опыта зарубежных стран привели к распространению трех основных схем секьюритизации ипотечных активов, выделяемых в мировой практике:

- классическая или внебалансовая (asset-backed) схема. Серьезным преимуществом данного метода является передача пула ипотечных кредитов на баланс SPV и списание его с баланса банка, что позволяет последнему повысить ликвидность баланса и значительно снизить нагрузку на собственный капитал. В то же время, данная схема секьюритизации требует значительных затрат на организацию сделки, таких как: расходы на юридических и налоговых консультантов, аудиторов, на учреждение SPV, расходы на управляющую компанию, агентов по повышению надежности и ликвидности ценных бумаг, на платежного агента, рейтинговые агентства, расходы, связанные с эмиссией бумаг и т.д.;

- балансовая (pfandbrief-stile) схема, как следует из названия, основана на том, что по окончании сделки секьюритизируемые активы остаются на балансе банка, но перемещаются на специальный счет. В мировой практике использование данной

схемы, подразумевалось только специализированными ипотечными банками. Это давало дополнительные преимущества, так как при этом обеспечивалась высокая защита прав инвесторов. Однако, в силу такой особенности, как универсализация российского банковского сектора, эти преимущества отсутствуют, но балансовые сделки успешно проводятся;

- синтетическая секьюритизация. При синтетической секьюритизации сделка может быть осуществлена как с использованием SPV, так и без. При этом секьюритизируемые активы не продаются, а остаются на балансе банка, но риски пула активов передаются инвесторам. Однако главной целью такой схемы является не привлечение дешевых финансовых ресурсов, а хеджирование кредитного риска. Безусловным преимуществом такой схемы является отсутствие издержек по передаче кредитного риска специальному юридическому лицу. Российский рынок синтетической секьюритизации, в основном, представлен кредитными нотами, встроенными в выпуски евробондов. Фактически рынок представлен шестью крупными компаниями, еврооблигации которых обращаются на западном рынке: Банк ВТБ, Газпром, Лукойл, Сбербанк, Северсталь и Транснефть.

Отечественный рынок секьюритизации ипотечных активов преимущественно состоит из сделок, основанных на первой (внебалансовой) схеме секьюритизации. Как видно на рисунке 8, начиная с 2019 года балансовые выпуски не проводились вовсе.

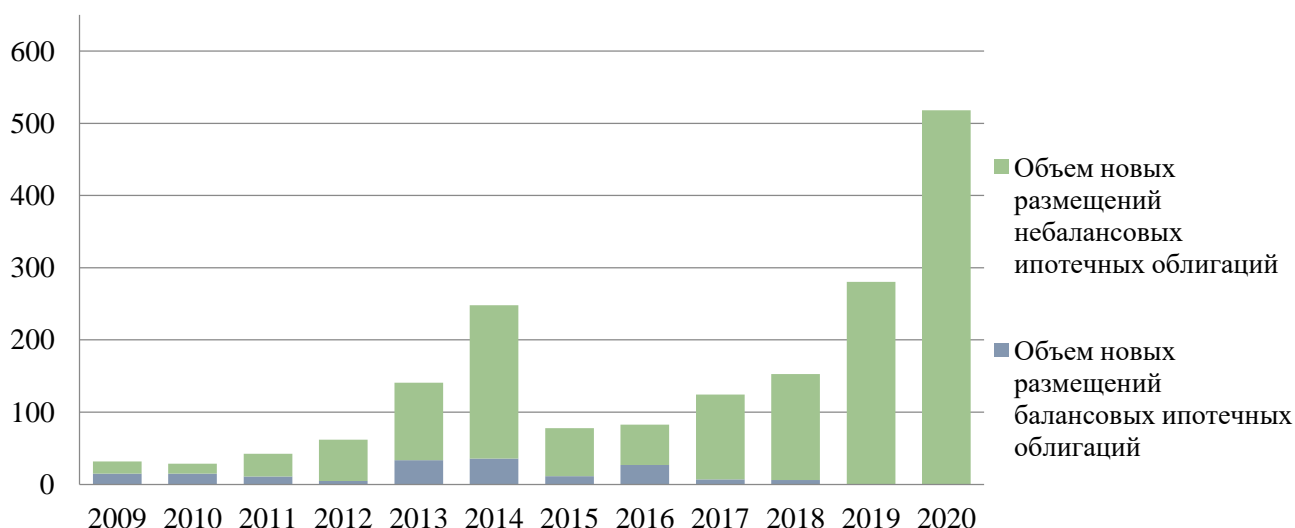


Рисунок 8 – Соотношение объемов балансовой и внебалансовой ипотечной секьюритизации в Российской Федерации, в млрд руб.

Во многом причиной тому стало российское законодательство, направленное скорее на реализацию американской схемы секьюритизации. В этом случае эмитент устанавливает последовательность исполнения обязательств в рамках нескольких траншей одного выпуска облигаций с ипотечным покрытием, в результате чего исполнение обязательств по каждому траншу допускается только после полного исполнения обязательств по облигациям предыдущего транша.

Представленная инфраструктура российского рынка ипотечной секьюритизации основана на выделении *институтов и основных функциональных блоков* инфраструктуры. Отличительной чертой российской инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации является включение в институциональный состав Агентства ипотечного жилищного кредитования (далее – АИЖК), которое в настоящее время зарегистрировано под аббревиатурой ДОМ.РФ. Потребность в определении особенности статуса продиктовано специфической ролью ДОМ.РФ в становлении и существовании процедуры секьюритизации в России. Необходимость адаптации американского опыта развития ипотечного рынка была продиктована несколькими условиями. Во-первых, переход от командной экономики к рыночной требовал определенного периода времени, но самостоятельное становление рынка ипотеки могло занять десятилетия. Во-вторых, низкий уровень доверия к банковской системе со стороны населения не позволил бы использовать «немецкую» модель ипотечного кредитования, когда недвижимость передается в собственность заемщику только после полной оплаты кредита. В-третьих, существенное значение имеет стоимость фондирования банков, которая до санкционного давления 2014 года была приемлемой за счет кредитования на европейском рынке капиталов, ставшим практически недоступным сейчас.

Прототипом создания ДОМ.РФ являются американские ипотечные агентства: Правительственная национальная ипотечная ассоциация (Ginny Mae), Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Fannie Mae) и Федеральная корпорация ипотечного кредитования (Freddie Mac). Через государственное агентство Ginny Mae Правительство США осуществляет несколько программ льготного ипотечного кредитования (военная ипотека, ипотека для людей с низким доходом и т.д.), страхует предметы ипотечного залога, а также гарантирует погашение выпущенных ипотечных ценных бумаг (далее – ИПЦ) и выплату процентов по ним. В свою очередь, два других агентства до кризиса 2008 года являлись частными компаниями, хотя и получающими поддержку от правительства, а в настоящее время выкуплены правитель-

ством США. Целью их деятельности является разработка стандартов для выдачи ипотечных кредитов и отбор частных компаний ипотечного страхования. Жилищные кредиты, соответствующие их стандартам, выкупаются у частных компаний и под залог этих залладных выпускаются ипотечные ценные бумаги. ДОМ.РФ является синтетической формой этих трех американских агентств, являясь проводником государственной политики в области ипотечного кредитования и внедряя разработанные стандарты выдачи ипотеки.

ДОМ.РФ сыграл важную роль в области стандартизации и унификации ипотечных кредитов и требований к заемщикам. Это актуально именно в условиях распространения обновленных требований Базель III в части Простой Прозрачной Секьюритизации (так называемой ППС-секьюритизации – *simple, transparent and comparable securitisations, STC*) Важно, чтобы зарубежный опыт использовался исключительно через призму отечественных реалий. Следовательно, разработанные рекомендации Базель III могут носить лишь характер базиса для разработки внутристрановых стандартов.

Возвращаясь к современной инфраструктуре рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации, следующим ключевым субъектом является специально созданное юридическое лицо. Как правило, SPV в России регистрируется в форме Общества с ограниченной ответственностью или Акционерного общества. Эти организационно-правовые формы позволяют юридически обособить пул ипотечных активов и предоставляют возможность проведения всех необходимых операций в процессе сделки. Но практически полным аналогом американского SPV является форма ипотечного агента. Согласно ст. 8 Федерального закона от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» ипотечный агент является акционерным обществом, деятельность которого ограничена только приобретением требований по кредитным займам, обеспеченным ипотекой, и (или) залладными, а также осуществлением эмиссии облигаций с ипотечным покрытием. Особенность такого акционерного общества заключается в следующем:

- агент не имеет права нанимать сотрудников;
- ликвидация агента происходит после того, как все его обязательства по облигациям, обеспеченным активами будут выполнены;
- организация его деятельности (ведение бухгалтерского учета, юридическое сопровождение и т.д.) полностью передается сторонним специализируемым организациям;
- агент не имеет права заниматься любой другой предпринимательской деятельностью.

Задача особой организационной формы состоит в том, чтобы отделить пул ипотечных кредитов от активов банка-оригинатора, снизить налоговую нагрузку, обезопасить всех участников сделки от риска ликвидации или банкротства SPV. Если говорить о снижении налоговой нагрузки, то стоит выделить самый частый способ решения такой задачи – это регистрация SPV в оффшорных зонах или юрисдикциях с низким уровнем налогового бремени. Законодательно предпринимаются попытки решить проблему экономического двойного налогообложения, приравняв налоговый статус SPV в сделках секьюритизации к статусу ипотечного агента, т.е. все его доходы от уставной деятельности не будут облагаться налогом на прибыль. Эффект от этой меры подтверждается снижением доли иностранных SPV с 90 % в 2012 г. до 20 % в 2020 г. Также на практике именно риск ликвидации или банкротства специально созданного юридического лица все еще остается высоким из-за непроработанности законодательной базы. Это ведет к необходимости планирования резервных путей сохранения обособленности пула и защиты его целостности. От этого риска больше всего могут пострадать инвесторы, которые потеряют доход по купонам и могут потерять вложения за счет снижения стоимости самих ценных бумаг.

Основными инвесторами в ипотечные ценные бумаги в Российской Федерации являются страховые компании, паевые инвестиционные фонды, НПФ или их управляющие компании, коммерческие банки, крупные юридические лица и частные инвесторы. Как правило, на рынке в свободном обращении находится небольшая часть выпущенных ИЦБ, а большая часть еще на стадии планирования сделки имеет своего покупателя. Можно сказать, что это один из индикаторов недостаточной развитости российского рынка секьюритизации и отсутствия рыночных механизмов конкуренции. Аналогично с международной практикой – основными инвесторами по итогам последних 5 лет стали НПФ и коммерческие банки.

При рассмотрении современной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации, отчетливо видно дублирование функций (Таблица 9) некоторыми элементами инфраструктуры и ключевыми субъектами.

Таблица 9

**Сопоставление дублируемых функций между элементами рынка
и его инфраструктурой**

| Элемент инфраструктуры | Дублируемые функции | Ключевой субъект рынка |
|------------------------------------|--|---------------------------------------|
| Платежный/ расчетный агент | 1) оценка активов, выступающих в качестве обеспечения; 2) осуществление досрочного погашения выпуска ценных бумаг, обеспеченных ипотечным покрытием; 3) сбор периодических платежей от заемщиков | |
| Гарант Трасти | 1) Передача собранных средств лицу, собственнику прав требований по ипотечным кредитам или его представителю; 2) поддержание обеспечительных счетов для налоговых и страховых выплат; 3) сбор просроченных платежей; 4) принятие мер, направленных на снижение потерь, при необходимости – инициация и проведение процедуры обращения взыскания на заложенное имущество | Банк-оригинатор |
| - | 1) разработка и внедрение единых стандартов оценки заемщика и выдачи ипотечных кредитов; 2) мониторинг рынка ипотечного кредитования | ДОМ.РФ Банк России |
| Спецдепозитарий Платежный агент | 1) составление отчета об ипотечном покрытии | - |

Выявленная проблема дублирования функций наносит ущерб всем участникам рынка. Во-первых, стремление некоторых элементов и субъектов совместить множество функций в себе повышает риски для всей процедуры в целом, так как концентрирует ресурсы в одном месте. Во-вторых, специализация на конкретной функции позво-

ляет обеспечить более качественное выполнение этих функций. В-третьих, это приводит к необходимости учета различных тенденций на рынке, усложняя и без того непростую процедуру.

У ипотечного сектора российской экономики имеется огромный потенциал развития института секьюритизации, но в связи с действующими стандартами, структурой рынка и сильным влиянием различных факторов, рынок находится в состоянии стагнации или, другими словами, в ожидании функциональных и институциональных преобразований. В целом, объем задолженности по ипотечным кредитам по отношению к ВВП России составляет всего около 8 %, тогда как в странах ОЭСР он достигает 40–60 %. Для того, чтобы рынок ипотечного кредитования формировался на принципах конкуренции, инновационности и стабильности необходимо формирование развитой и полноценной инфраструктуры. С позиции возможного воздействия факторов, которые оказывают влияние на развитие ипотечного рынка в России, логично разделить их исходя из направления влияния на стимулирующие и замедляющие развитие.

Таблица 10

**Факторы, влияющие на развитие современного рынка секьюритизации
в России с позиции направления влияния**

| Замедляющие | Стимулирующие |
|---|--|
| Экономическая рецессия | Виды преобладающих кредитных продуктов |
| Недостаточный объем первичного рынка ценных бумаг | Интерес инвесторов к структурным выпускам |
| Деятельность Центрального Банка страны по регулированию ликвидности | Рост прямого кредитования банков Центральным банком Российской Федерации |
| Высокая стоимость проведения секьюритизации | Высокая стоимость финансовых ресурсов |
| Отсутствие судебной практики в отношении сделок секьюритизации | Появление специального законодательства о секьюритизации |

Кризисные явления, накапливающиеся в экономике, привели к формированию тенденции снижения реальных доходов населения, продолжающиеся шестой год (максимальное годовое снижение за последние 8 лет зарегистрировано в августе 2016 года – 8,3 %, а во втором квартале 2020 года достигло отметки в 8 % в квартальном

выражении). Произошедшее рекордное снижение доходов в совокупности с ростом безработицы (лишь подтверждает опасения рынка относительно последствий пандемии коронавируса. В результате это будет способствовать постепенному увеличению роста просроченной задолженности, дефолтов и ухудшению качества ипотечного портфеля банков. При этом основой надежности ипотечных активов общепризнано является сохранение и в перспективе рост стоимости заложенной недвижимости.

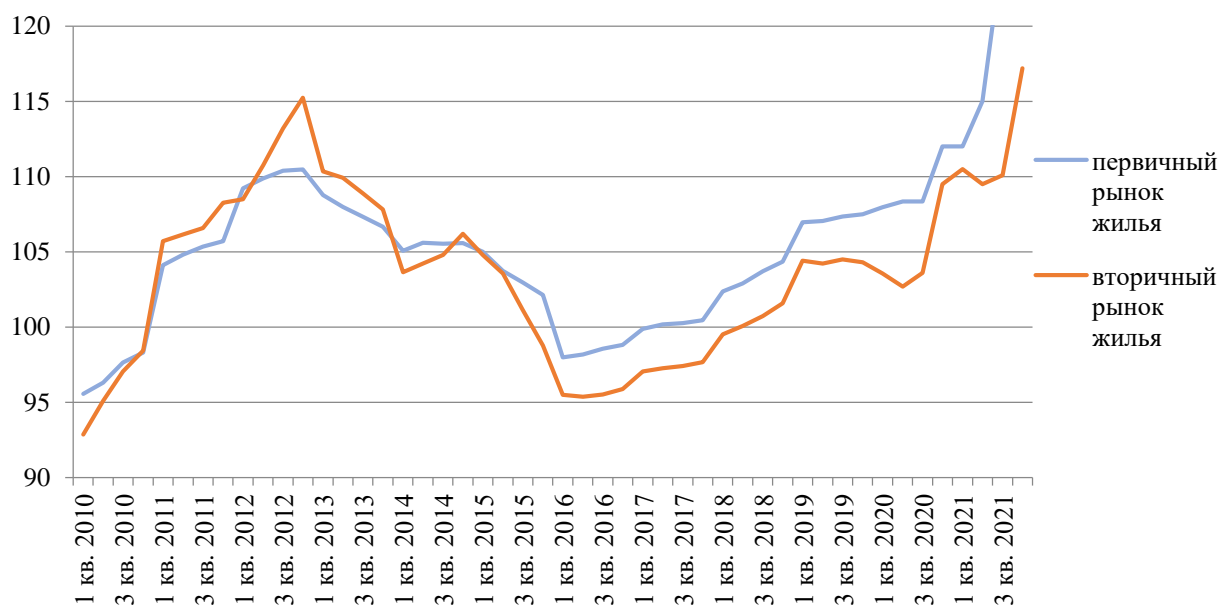


Рисунок 9 – Индекс стоимости жилья, в % к предыдущему году

Стоимость заложенного при ипотечном кредитовании имущества, по сути, является основным фактором надежности самих кредитов, так и выпущенных на их основе деривативов. Представленная на рисунке 8 тенденция подтверждает опасения относительно снижения стоимости заложенного имущества, которая может продолжиться. Смена тенденции к росту стоимости жилья в 2016 году обусловлена действием государственных программ по поддержке ипотечного кредитования, которые увеличивают спрос на рынке недвижимости. Очевидно, что введение такой меры поддержки экономики в условиях пандемии как льготное ипотечное кредитование покупки жилья на первичном рынке привело к уникальной ситуации разнонаправленности векторов стоимости жилья. В результате рост ипотечного кредитования новостроек вырос на 20 %, а вслед за этим и цены на такое жилье выросли на существенные 8 %, в то же время рост цен на вторичное жилье либо остановился, а в отдельных регионах вовсе

перешел в отрицательные значения. Соответственно, при прекращении действия этих программ или других причин снижения спроса на ипотеку, стоимость жилья с ощутимой вероятностью перестанет расти подобными темпами или вовсе снизится.

Необходимость привлечения внимания банков-оригинаторов к проблемам анализа цены заложенного имущества обуславливается текущей банковской практикой. Она заключается в установлении единой стоимости объекта залога на весь срок кредитования, хотя и принимается с изначальным дисконтом не менее 20 % от оценочной стоимости. Причина дисконта кроется в нормах федерального закона № 102 ФЗ «Об ипотеке» п. 2 ст. 54, где закреплено, что суд определяет начальную продажную цену при судебном порядке обращения взыскания в размере 80 % от рыночной стоимости, которая установлена в отчете об оценке. Закладывая в основу сделки надежность в виде обеспечения недвижимостью, банками не учитывается множество факторов, влияющих на её стоимость, особенно в долгосрочной перспективе.

Вместе с этим для российского рынка характерно преобладание классических кредитных продуктов. Они подразумевают аннуитетный платеж на протяжении всего срока существования кредита, первоочередность выплаты процентов по кредиту в структуре ежемесячного платежа, не имеют первоначального дисконта процентной ставки, которая фиксирована на всем протяжении действия кредитного договора. Такие кредитные продукты наиболее выгодны с точки зрения кредитора. Во-первых, отсутствует какой-либо первоначальный дисконт (процентной ставки или первоначального взноса). Во-вторых, кредит быстрее амортизируется за счет большей доли процентных выплат в платеже, то есть заемщик в первую очередь выплачивает кредитору проценты за пользование кредитом и только спустя половину срока кредитного договора начинает скорее гасить основной долг. Зачастую это является причиной отказа от желания рефинансировать кредит под более низкую ставку в другом банке, так как сумма основного долга заемщика практически не снижается на протяжении нескольких лет выплат кредита и становится экономически невыгодно переоформлять ипотечный кредит в другом банке даже под сниженную ставку. Именно с такой ситуацией столкнулось множество заемщиков в нашей стране в 2018–2019 годах, когда ставки по ипотечным кредитам значительно снизились, но из-за необходимости вновь проводить оценку залога, уплату комиссий и т.д. при рефинансировании кредита в другом банке многие заемщики отказались от этой возможности. Таким образом, применение классических схем кредитования банками гарантирует некоторый запас прочности банковского сектора в условиях экономической рецессии.

Еще одним замедляющим фактором является низкая степень развития и объема рынка ценных бумаг. Сопоставление объемов капитализации фондовых бирж разных стран позволяет определить разницу в развитии этого сегмента экономики. Для определения уровня Российской Федерации рассмотрим объемы капитализации фондовых бирж стран-лидеров. В совокупности 10 крупнейших бирж мира формируют около 77 % от капитализации всего мирового фондового рынка или 65,6 трлн долл. При этом Московская биржа к концу 2019 г. занимает 22 место из 81 крупнейших бирж мира с капитализацией около 732 млрд долл.

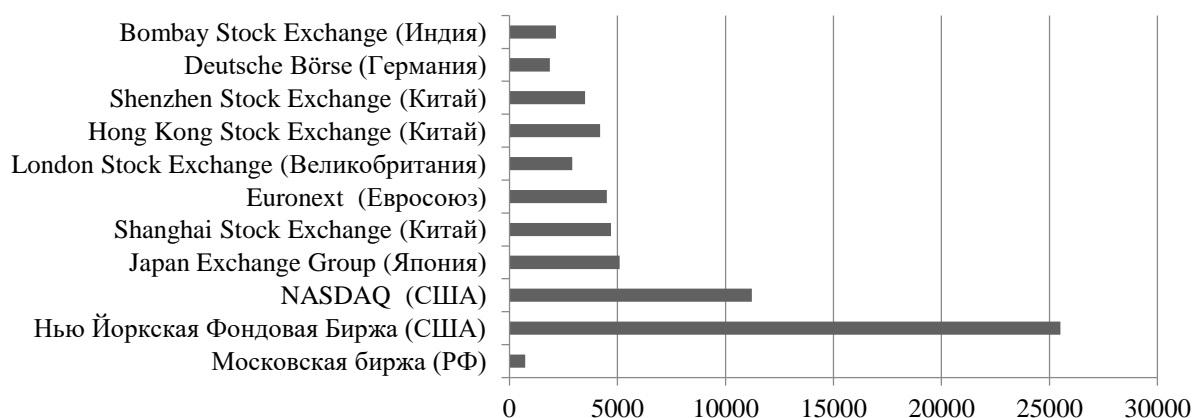


Рисунок 10 – Объемы капитализации фондовых бирж, в млрд долл.

Необходимость привлечения мелких частных инвесторов на финансовый рынок проявилась достаточно давно. Такая категория инвесторов позволит сделать рынок более устойчивым к внешним воздействиям и увеличит капитализацию рынка. Это возможно при использовании нескольких каналов: информационное обеспечение (доступность и структурированность информации об инструментах инвестирования); финансовое посредничество (приемлемые условия оказания услуг посреднического характера для неквалифицированных инвесторов); разнообразие инвестиционных продуктов (с разным минимальным порогом инвестирования и соотношением риска и доходности); защита прав частных инвесторов (отлаженный алгоритм и доступная структура органов по защите прав на финансовом рынке). Указанные меры действительно могут способствовать расширению рынка, но остается под сомнением утверждение об устойчивости рынка при увеличении на нем неквалифицированных инвесторов. При этом по-прежнему предложение качественных инвестиционных инструментов на отечественном рынке ценных бумаг серьезно ограничено несколькими крупными эмитентами (Рисунок 11).

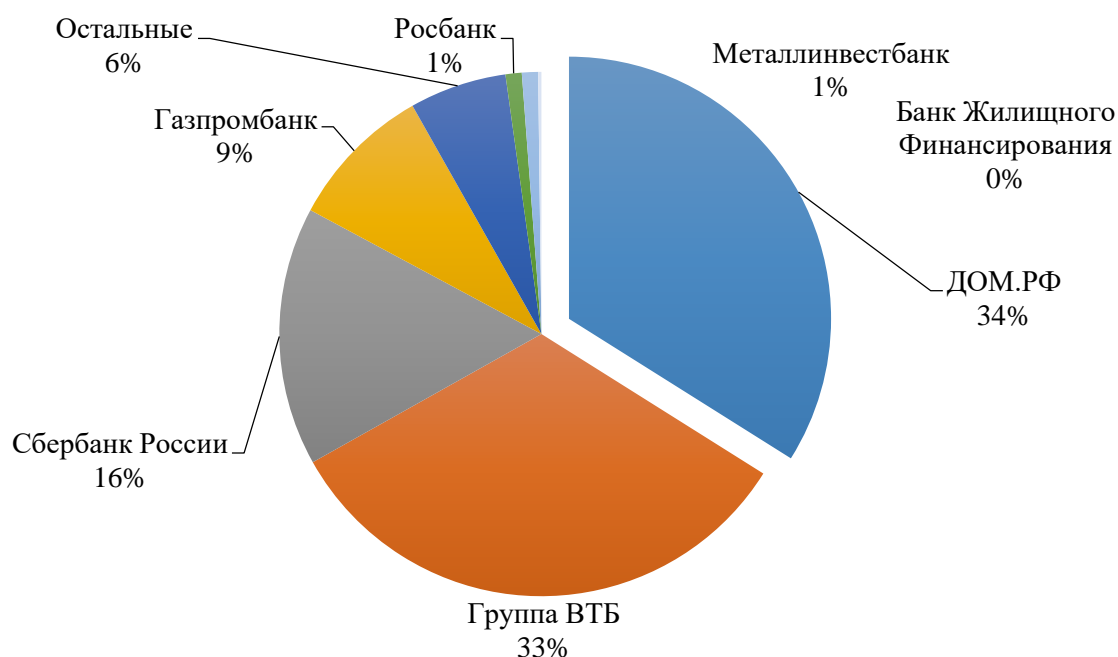


Рисунок 11 – Крупнейшие оригинаторы по объему секьюритизированных активов по итогам 2021 года

По этой причине любой проводимый выпуск ценных бумаг на таком рынке неизбежно привлекает внимание всех инвесторов. Это приводит к тому, что инвесторы не могут позволить пропустить ни один выпуск таких ценных бумаг с высокой надежностью, но с приемлемой доходностью.

Еще одним фактором является деятельность Центрального банка страны по абсорбированию и поддержанию ликвидности. Наблюдаемый рост прямого кредитования банков под обеспечение поручительств и активов со стороны ЦБ приводит к снижению потребности банков в поиске иных средств фондирования. Банк России, как и центральные банки других развивающихся стран, в период мирового финансового кризиса применял меры по косвенному кредитному смягчению, используя собственные инструменты предоставления ликвидности. В настоящее время Банк России продолжает в значительной степени полагаться на данные инструменты. Он активно ссужает денежные средства коммерческим банкам в виде кредитов под нерыночные активы и поручительства, в том числе на длительные сроки.

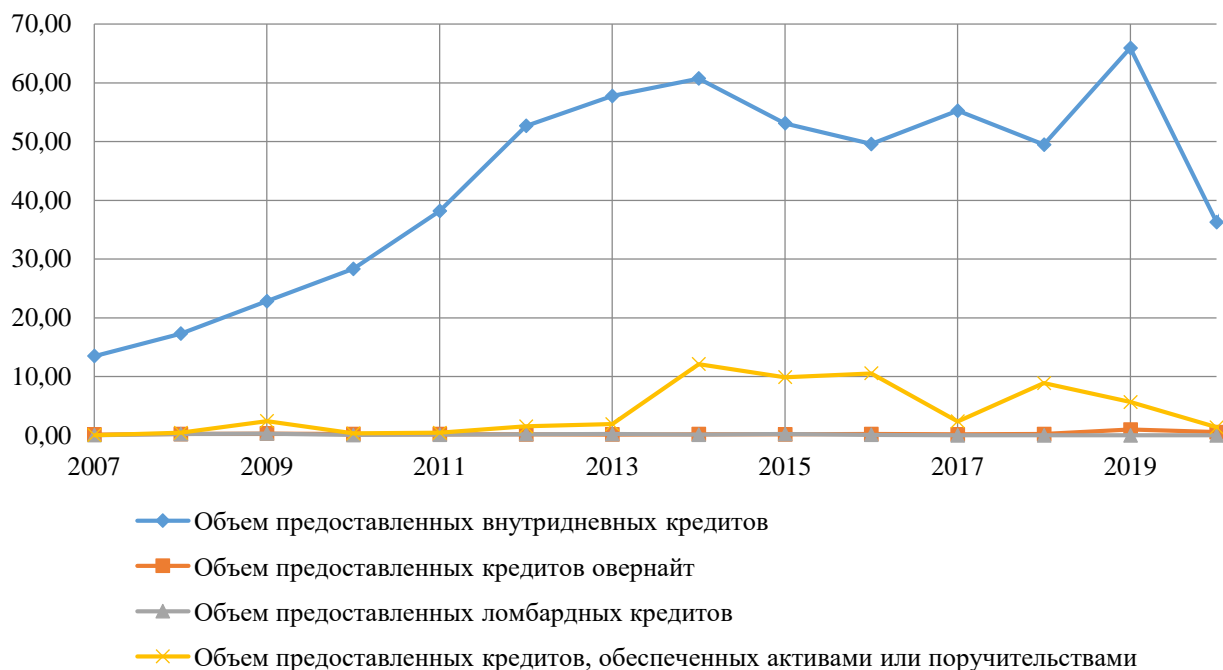


Рисунок 12 – Объемы операций кредитования Банка России, в трлн руб.

Вместе с этим, Центральный банк Российской Федерации проводит политику расширения ломбардного списка в сторону ценных бумаг, обеспеченных активами, что создает предпосылки к росту популярности данных ценных бумаг. Ранее Центральный Банк с осторожностью относился к подобным ценным бумагам, тому виной кризис 2008 года, но в настоящее время российское законодательство в области секьюритизации имеет жесткие требования ко всем участникам сделки секьюритизации, обеспечению и иным элементам, что приводит к высокой надежности выпускаемых ценных бумаг, по мнению Банка России.

Жёсткое законодательное регулирование имеет и негативные последствия, такие как дороговизна всей сделки секьюритизации. Для проведения сделки требуется задействовать множество субъектов как отечественного, так и зарубежного финансового рынка. Высокая квалификация персонала и международное признание отдельных элементов инфраструктуры (рейтинговые агентства, страховые компании) обходятся originatorам недешево, но необходимы для повышения кредитного рейтинга выпускаемых ценных бумаг. В структуре расходов также существенны дополнительные издержки, связанные с привлечением обслуживающих институтов (ипотечные, расчетные и платежные агенты, депозитарии, аудиторские и бухгалтерские компании и т.д.). Общий объем всех дополнительных расходов в общей сумме может превысить

доход, полученный от сделки, и даже привести к отрицательному экономическому эффекту. По этой причине, по расчетам ДОМ.РФ, мелким и средним банкам с объемом кредитного пула менее 300 млн руб. следует рассмотреть вариант объединения сформированных пулов и проведения мультиоригинаторной сделки.

Одновременно с этим на рынке финансовых ресурсов в нашей стране сложилась ситуация высокой стоимости финансовых ресурсов. По мнению Центрального банка Российской Федерации, причиной дорогих денег в стране является высокая инфляция. Но причина не так однозначна и можно предположить, что ситуация противоположна: высокая стоимость ресурсов поддерживает рост инфляции. Физические и юридические лица, имеющие временно свободные денежные средства, хотят разместить их по ставке не ниже инфляции, иначе они просто обесценятся, следовательно, финансовым посредникам приходится создавать необходимые условия для привлечения этих средств. Данная проблема стоит перед экономикой Российской Федерации довольно давно, но до 2014 года крупным финансовым компаниям удавалось нивелировать ее при помощи обращения на зарубежные финансовые рынки за более дешевыми финансовыми ресурсами. После введения санкций западными государствами в отношении России, финансовые корпорации лишились доступа к иностранным финансовым ресурсам, что привело к серьезному ухудшению их финансовой устойчивости. В целях поддержания устойчивости финансовой системы страны, государством было принято решение о докапитализации банков через облигации федерального займа на сумму 804 млрд руб. В программе могли участвовать только системообразующие банки с капиталом не менее 25 млрд руб. и с долей кредитов физическим лицам не более 50 % от активов (без учета ипотеки), а также банки, подпавшие под санкции Запада. Данная мера до сих пор вызывает неоднозначную реакцию экономического сообщества. Возникает справедливый вопрос – почему в поддержке нуждаются крупнейшие финансовые институты, в то время как малые и средние банки стабильно функционируют в новых условиях. Иными словами, такие действия противоречат рыночному механизму деятельности банковского сектора. Другие долгосрочные и относительно недорогие источники финансирования в Российской Федерации практически отсутствуют. Эта проблема особенно актуальна для увеличения объемов ипотечного кредитования. В сложившейся ситуации именно секьюритизация дает возможность банкам привлечь долгосрочные финансовые ресурсы.

Завершает список факторов, оказывающих влияние на развитие современного рынка секьюритизации ипотечных активов, специальное законодательство о секьюритизации, причем, данный фактор является и стимулирующим, и замедляющим для отечественного рынка. Так, 1 июля 2014 г. в Российской Федерации вступили в силу сразу несколько федеральных законов, вносящих важнейшие поправки в действующее законодательство, связанное с финансовым рынком. Первый из них еще на этапе разработки был озаглавлен как законопроект о секьюритизации. Но, так как данный закон не ограничивается только сделками секьюритизации, появление совершенно новых для российского законодательства правовых инструментов дает основательный толчок развитию и иных финансовых инструментов, в том числе применяемых при реализации сделок в области проектного финансирования.

Одновременно замедляющим фактором является отсутствие судебной практики в отношении сделок секьюритизации. Это приводит к недоверию как оригинаторов, так и инвесторов к новой законодательной базе и отсутствию данных об эффективности процедуры секьюритизации с точки зрения снижения кредитного риска оригинатора, связанного с переданными в обеспечение активами, в свете требований к достаточности капитала и необходимости соответствия другим нормативам.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Перечислите и охарактеризуйте этапы развития рынка секьюритизации в России.
2. Назовите причины низкой доли активов, подвергаемых секьюритизации.
3. Нарисуйте схему взаимодействия участников при проведении классической, балансовой и синтетической секьюритизации. Объясните их особенности.
4. Какова роль ДОМ.РФ в развитии рынка ипотечной секьюритизации? Опишите его функции и направления деятельности.
5. В чем заключается деятельность ипотечного агента при проведении сделки секьюритизации?
6. Приведите пример замедляющих и стимулирующих факторов, влияющих на развитие современного рынка ипотечной секьюритизации в настоящее время.
7. Объясните разницу между аннуитетным платежом и дифференцированным и какое влияние эти виды платежей оказывают на механизм сделки секьюритизации.
8. Назовите крупнейших оригинаторов по объему секьюритизированных активов. Объясните с чем связано их лидерство на рынке.

9. Рассмотрите различия между различными типами инвесторов. Каковы сравнительные достоинства и недостатки каждого типа инвесторов?

10. Перечислите сильные и слабые стороны различных аналитических инструментов анализа ипотечных ценных бумаг.

11. Предположим, что базовая кривая доходности облигации с годовым купоном, которая торгуется по номинальной стоимости, имеет следующий вид:

| | | | | |
|-------------------------|---|-----|---|-----|
| Срок погашения (лет) | 1 | 2 | 3 | 4 |
| Доходность (%) | 6 | 6,5 | 7 | 7,3 |

а) рассчитайте кривую доходности для бескупонных облигаций и срочную кривую доходности;

б) проведите сдвиг базовой кривой доходности на 100 базисных пунктов вверх и повторно рассчитайте кривую доходности для бескупонных облигаций и срочную кривую доходности.

ГЛАВА 6

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Институциональная инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации имеет своей основной целью обеспечение благоприятных условий проведения процедуры секьюритизации. Она представляет собой комплекс организаций, между которыми возникают отношения по поводу кредитования, инвестиций и передачи рисков. Инструментами институциональной инфраструктуры являются нормативно-правовое регулирование, правила и нормы функционирования, задаваемые институтами, а также управляющая подсистема. Именно институтам отводится важная роль в обеспечении конкурентоспособности рынка. Институциональная инфраструктура как самостоятельная иерархичная система объединяет в себе множество взаимосвязанных элементов и условно может быть представлена на рисунке 13.

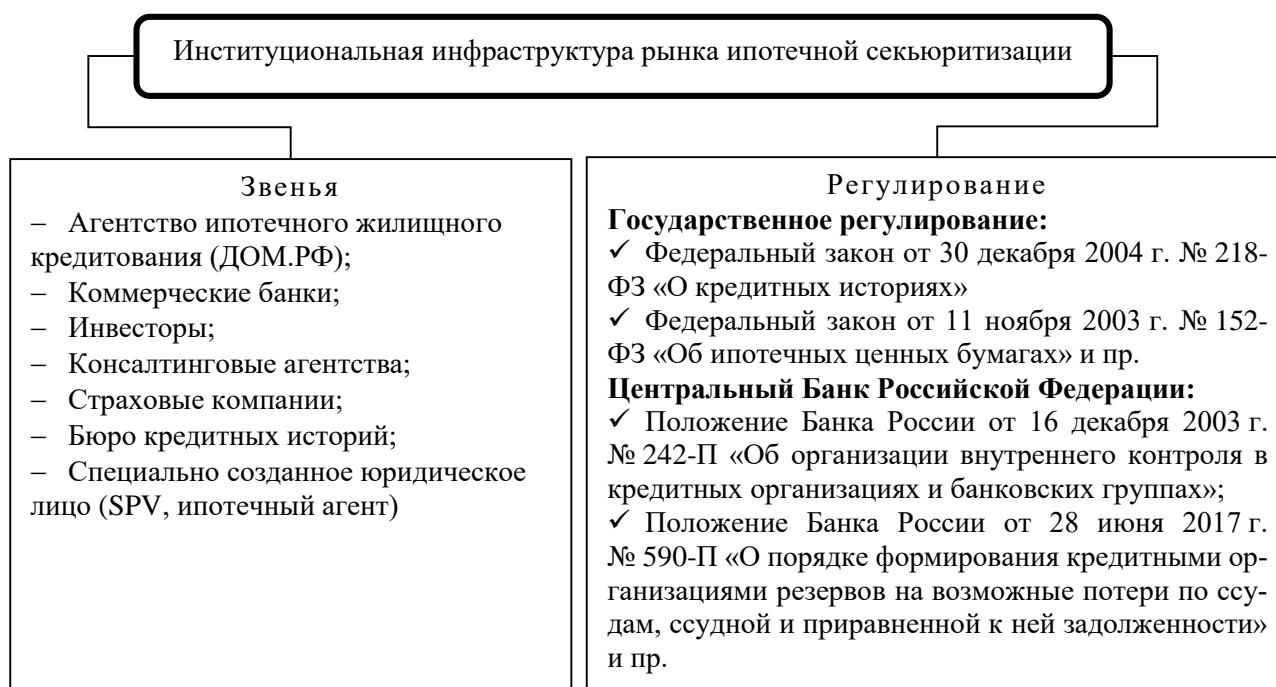


Рисунок 13 – Институциональная инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации

Формирование институциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации происходит под влиянием выбранной модели развития ипотечного кредитования. Ориентация на американскую систему ипотечного кредитования проявилась главным образом в создании государственного ипотечного агентства для развития вторичного рынка ипотечных кредитов – Агентства ипотечного жилищного кредитования (ДОМ.РФ). Следует отметить, что операции по развитию данной инфраструктуры в ретроспективе носили эпизодический характер. Так, можно выделить основные мероприятия по развитию институциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в России, представленные в таблице 11.

Таблица 11

Мероприятия по развитию институциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации

| Звено инфраструктуры | Период | Мероприятия | Итог |
|--|---------------|--|--|
| Агентство ипотечного жилищного кредитования (ДОМ.РФ) | 1997 г. | Создание государственного ипотечного агентства | Слабая связь работы Агентства с потребностями рынка и целями его создания |
| Агентство ипотечного жилищного кредитования (ДОМ.РФ) | с 2015 г. | Расширение функционала и роли в инфраструктуре | Появление мультиоригинаторной площадки для секьюритизации ипотечных активов, увеличение объемов рефинансирования ипотечных кредитов, разработка адекватной модели развития рынка |
| Коммерческие банки | 2003–2008 гг. | Принятие закона № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» | Вызвало бурное развитие секьюритизации и переориентацию рынка на ипотечные активы |
| | 2013 г. | Принятие закона № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ», т.н. «закон о секьюритизации» | Скорее закрепило и разъяснило необходимые рынку принципиальные моменты, но не привело к развитию институтов инфраструктуры |

| Звено инфраструктуры | Период | Мероприятия | Итог |
|---------------------------------------|---------------|---|--|
| Инвесторы | 2012 г. | Включение ипотечных ценных бумаг в ломбардный список Банка России; Попытка увеличения прозрачности сделок | Основными инвесторами в инструменты рынка ипотечной секьюритизации являются коммерческие банки. Иные группы инвесторов по-прежнему считают сделки непрозрачными |
| Консалтинговые агентства | 2008–2012 гг. | Политика сокращения расходов организаторов сделки привела к росту потребности в сторонних специализированных организациях | Разрастание дублирующих друг друга компаний с низким качеством предоставляемых услуг и спровоцировало смену тенденций и создание оригинаторами собственных подсистем |
| Страховые компании | с 2013 г. | Принятие закона № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ в связи с передачей Центральному банку РФ полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков» | До 2019 года можно отметить отсутствие конкретной стратегии развития данного института, что затем сменилось «чисткой рынка», результаты которой пока скорее приводят к регрессу институциональной инфраструктуры |
| Бюро кредитных историй | 2005 г. | Принятие закона № 218-ФЗ «О кредитных историях» | Настоящее развитие бюро получило только в последние пять лет, когда БКИ стали оказывать аналитические услуги на основе накопленной информации. Уровень функциональности до сих пор остается незначительным из-за разрозненности информации и ее недостаточном объеме |
| Специально созданное юридическое лицо | 2003 г. | Принятие закона № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», которое | Это почти полный аналог западного Special Purpose Vehicle (SPV), из-за чего рынком было |

| Звено инфраструктуры | Период | Мероприятия | Итог |
|--|---------|---|---|
| (SPV, ипотечный агент) | | ввело понятие «ипотечный агент» | воспринято не как развитие, а как ответ на потребность в данном звене инфраструктуры |
| Специально созданное юридическое лицо (SPV, ипотечный агент) | 2013 г. | Принятие закона № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» и введение понятий «специализированное финансовое общество» и «специализированное общество проектного финансирования» | По-прежнему преимущественно используется форма ипотечного агента из-за недостаточного опыта применения специализированных обществ |

В настоящее время развитие рынка ипотечной секьюритизации происходит в условиях формирования нового правового поля, переориентации кредитных организаций в части поиска источника фондирования на внутреннем рынке и активной государственной поддержки ипотечного кредитования. Названные условия формируют современные тенденции и тренды рынка:

- 1) развитие мультиоригинаторных сделок ипотечной секьюритизации;
- 2) внедрение стандартов Простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации;
- 3) потребность в цифровизации процедуры секьюритизации.

Поскольку секьюритизация активов остается инновационным инструментом и вовлекает в процесс множество участников, стоимость проведения каждой сделки для оригинатора остается высокой. Фактически проводить секьюритизацию оказывается рентабельным только для крупных банков, имеющих достаточно большие ипотечные портфели, в то же время для средних и мелких банков секьюритизация экономически невыгодна.

Для устранения названной проблемы и других возможных затруднений была адаптирована разработанная за рубежом схема *мультиоригинаторной сделки секью-*

юртитизации, и она активно продвигается Агентством ипотечного жилищного кредитования в России. Смысл такой сделки в объединении нескольких (как минимум двух) originаторов для формирования единого пула закладных из выданных ими ипотечных кредитов. Схематично мультиоригинаторная сделка представлена на рисунке 14.

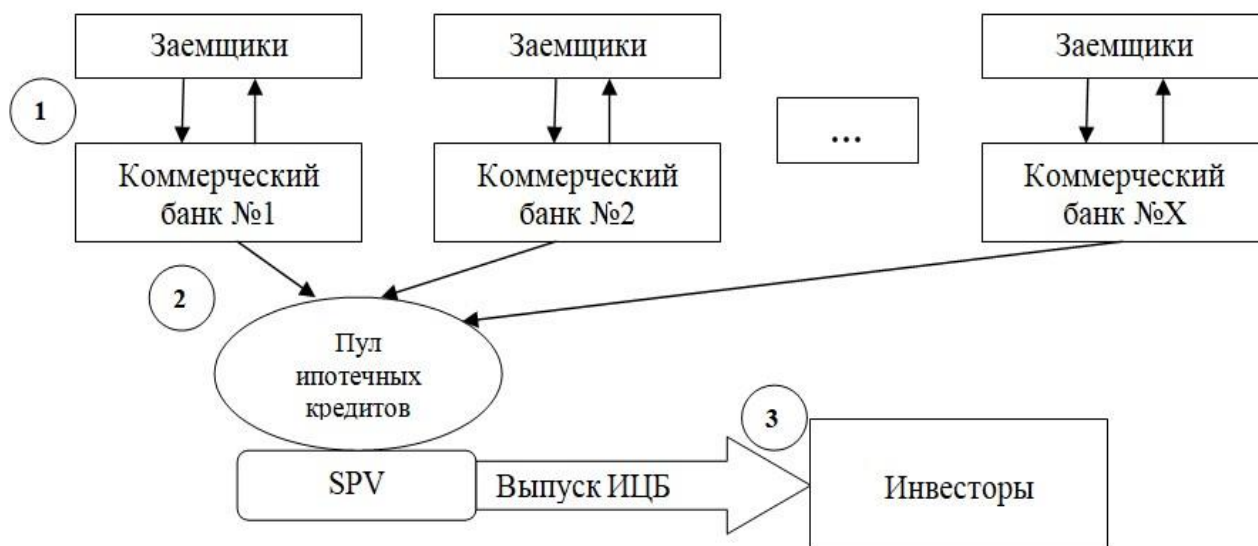


Рисунок 14 – Схема секьюритизации ипотечных активов на мультиоригинаторной основе

- 1 – выдача ипотечного кредита заемщикам и передача недвижимости в залог банку;
- 2 – формирование пула закладных из ипотечных кредитов, выданных участвующими originаторами;
- 3 – выпуск ипотечных ценных бумаг (ИЦБ), обеспеченных собранным пулом, и продажа их инвесторам.

Такой тип сделок весьма распространен в развивающихся странах, где один originator не способен предоставить интересный для рынка объем размещения (например, секьюритизация портфелей микрофинансовых организаций в Индии). На российском рынке инициатором внедрения таких сделок является Агентство по ипотечному жилищному кредитованию, которое активно применяет «Мультиоригинаторную платформу секьюритизации».

Главным преимуществом таких сделок является снижение стоимости проведения сделки за счет использования уже существующего SPV и разделения существенной доли затрат (до 50 %) между всеми сооригинаторами. К таким затратам относятся

услуги организатора сделки, услуги юридической, бухгалтерской и управляющей компании SPV. Исходя из оценок ДОМ.РФ и авторского сравнительного анализа уже осуществленных мультиоригинаторных сделок, снижение единовременных и текущих фиксированных затрат возможно от 20 до 50 %. Безусловно, такое снижение затрат значительно улучшает экономику сделки и делает ее более доступной. При этом такая платформа открывает возможность участия в сделках оригинаторам с небольшим кредитным портфелем. При тех же объемах сделка с одним оригинатором была бы исключительно убыточной. С точки зрения простоты сделки, мультиоригинаторная платформа также имеет явные преимущества. Такой проект основывается на использовании типовой документации и, следовательно, является менее сложным и более дешевым в администрировании. С другой стороны, видны и существенные недостатки платформы, такие как: 1) необходимость следовать установленным стандартам ДОМ.РФ в области оценки заемщика, выдачи кредита и т.д.; 2) зависимость от состояния других сооригинаторов как с точки зрения финансов, так и репутации; 3) снижение возможного максимального дохода оригинатора от сделки из-за необходимости оплаты услуг ДОМ.РФ.

Для инвестора такая платформа тоже предоставляет определенные преимущества. Во-первых, географическая диверсификация входящих в пул ипотечных кредитов снижает уровень кредитного риска пула закладных. Во-вторых, перераспределение рисков оригинаторов, что особенно актуально в условиях политики Банка России по сокращению числа кредитных организаций на рынке и ужесточению требований к капиталу. В-третьих, благодаря возможности участия в сделке оригинаторов даже с небольшим кредитным портфелем, значительно сокращается время накопления кредитного портфеля с необходимыми характеристиками. Это ведет к ускорению появления облигаций на рынке ценных бумаг.

Несмотря на то, что платформа для мультиоригинаторных сделок была создана и впервые апробирована в конце 2013 г., сколько-нибудь значимую долю рынка они смогли занять только в 2016 году. Структура выпусков жилищных ИЦБ в 2013–2021 гг. представлена на рисунке 15.

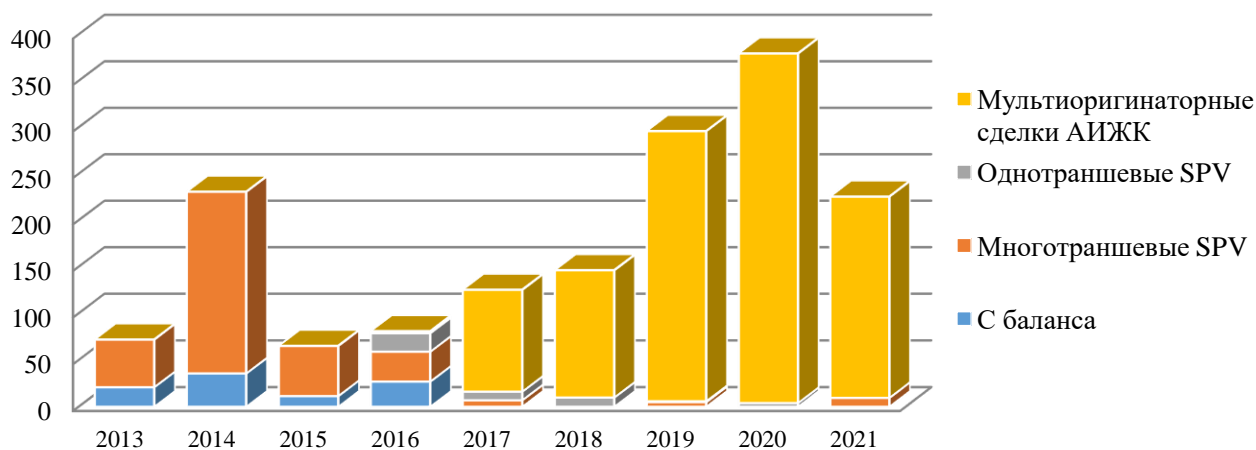


Рисунок 15 – Структура выпусков жилищных ИЦБ в 2013–2021 гг., в млрд руб.

Объем мультиоригинаторных сделок с 2017 года резко изменил структуру рынка. Но такая схема сделки формирует новые взаимосвязи внутри рынка и новые риски. Показательной является мультиоригинаторная сделка ПАО «ИнтехБанк» общим объемом 1 080 199 тыс. рублей, закрытая совместно с АИЖК в 2015 году. Интерес в этой сделке представляет набор рисков, с которыми столкнулись организаторы. Фактически при подготовке сделки были реализованы 4 из 6 учтенных в подготовке рисков (риск ухудшения экономической ситуации, риск смены организатора сделки, риск ненакопления пула, регуляторный риск) и один неучтенный (введение временной администрации в банке-оригинаторе). Первым сработал неучтенный в подготовке риск ухудшения экономической ситуации в конце 2014 года. Затем реализовался риск организатора, когда у АИЖК сменилась управленческая компания, и вслед за этим изменились требования к рискам по закладным. Следствием этого стала реализация риска контрагента (риск ненакопления пула), который не был способен предоставить нужный объем кредитов, подходящих новым требованиям. Это привело к отказу контрагента от участия в проекте, что незамедлительно спровоцировало рост постоянных издержек в два раза и лишило сделку преимуществ мультиоригинаторной платформы. И последним риском стал регулятивный риск, сработавший вследствие введения обновленных норм Базель III для оценки младших траншей, весовой коэффициент по которым увеличился в 12,5 раз. При этом, несмотря на реализацию практически всех заложенных в проект рисков, это не привело к дефолту по облигациям. Причина такой устойчивости кроется в качественном ипотечном покрытии и особой роли ДОМ.РФ.

Пул ипотечных кредитов генерировал стабильные и достаточные потоки платежей, которые позволили покрыть все возникающие затраты и оставить сделку в зоне доходности. ДОМ.РФ в свою очередь, являясь основным институтом развития рынка секьюритизации ипотеки, применяя собственные стандарты к оценке качества ипотечных кредитов и пока еще «вручную» проводя такие операции, прилагает все усилия для увеличения доступности инструментов мультиоригинаторной сделки. Такая платформа имеет широкие возможности применения не только в ипотечном кредитовании, но и при использовании других видов базовых активов. Совместная работа государственного агентства с участниками рынка позволяет быстрее и эффективнее устранять существующие проблемы проведения сделок секьюритизации. При этом накопление большего опыта позволит отказаться от «ручной» настройки сделок.

Одним из направлений популяризации секьюритизации является проект ДОМ.РФ «Фабрика ИЦБ» (с 04.06.2018 г. – ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент»). Фабрика ипотечных ценных бумаг – это инновационный механизм проведения секьюритизации на базе мультиоригинаторной платформы с сопровождением и поручительством АИЖК. Исключительной чертой фабрики является эмиссия только одностраншевых выпусков, несмотря на то, что за основу идеи был взят европейский опыт мультиоригинаторных сделок, основанных на принципе субординированности выпуска. Схема выпуска выглядит следующим образом: банк выдает ипотечные кредиты заемщикам и передает закладные по ним специально созданному ипотечному агенту, который, получив гарантию ДОМ.РФ и уплатив за это комиссию, в упрощенном порядке выпускает и регистрирует в Центральном банке Российской Федерации ипотечные ценные бумаги. Полученные ипотечные облигации банк может оставить у себя на балансе и использовать в сделках ломбардного кредитования, а может продать другим инвесторам, получив свободные денежные средства для рефинансирования своей деятельности.

Фабрика эмитирует исключительно одностраншевые выпуски по нескольким причинам. Во-первых, это быстрее по сравнению со временем, затрачиваемым на подготовку структурированного выпуска. Во-вторых, тем самым дается возможность присваивать таким бумагам пониженный коэффициент (20 % вместо 70 %) при расчете капитала банка, у которого они на балансе. В-третьих, формируется привлекательность для небольших банков с однородным кредитным портфелем, позволяя им использовать инструмент секьюритизации для рефинансирования ипотечных кредитов даже с

небольшим кредитным портфелем. Всё отмеченное имеет большое значение для поддержки конкуренции в банковском секторе, где ранее рассматриваемый инструмент был доступен только крупным банкам.

Заявленная высокая надежность таких деривативов обеспечивается по большей части качественным ипотечным покрытием. Именно процесс управления кредитным риском закладывает надежность сделки и выпускаемых ценных бумаг. Обеспечение высокого качества покрытия основывается на разработке единых стандартов для выдаваемых ипотечных кредитов, разработанных ДОМ.РФ. Однако идея о необходимости разработки таких норм получила распространение после пересмотра Базельским комитетом по банковскому надзору структуры секьюритизации в рамках новой редакции Базель III. Дальнейшее развитие секьюритизации, по мнению комитета, должно быть основано на внедрении стандартов *Простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации* (ППС-секьюритизации – simple, transparent and comparable securitisations, STC – Таблица 12).

Таблица 12

Критерии ППС-секьюритизации

| Критерий | Описание |
|-----------------------------------|--|
| Простота (simplicity) | Пул активов обязан быть однородным, а структура сделки не должна быть излишне сложной и иметь типовые решения |
| Прозрачность (transparency) | Для того чтобы иметь возможность всесторонне оценить риски, информация о пуле активов, структуре сделки, участниках обязана являться открытой и доступной |
| Сопоставимость (comparability) | Инвесторы должны иметь возможность сравнивать различные сделки секьюритизации в рамках одного класса активов. Сопоставимость должна указывать на особенности сделок, обусловленные различиями в регулировании в разных правовых порядках |

Российский регулятор активно разрабатывает регламент внедрения и перехода к таким сделкам, пытаясь адаптировать успешный зарубежный опыт. В настоящее время этот вопрос остается непроработанным с точки зрения Банка России, но дальнейшее совершенствование такой идеи является положительной тенденцией для всего рынка. Вышеозначенное является второй выделенной нами тенденцией современного рынка ипотечной секьюритизации в Российской Федерации. Цель внедрения

стандартов сделок заключается в присвоении выпущенным облигациям более низких коэффициентов рисков. Опыт ипотечного кризиса 2008 года учтен при присвоении весовых коэффициентов рисков, заложенных в сложных структурах секьюритизации. Однако подобные заявления вызывают сомнения и создают впечатление попеременной смены диаметрально противоположных точек зрения на степень необходимого регулирования (от высоких требований к капиталу и ужесточения коэффициентов к послаблениям, а затем – наоборот). У российских сделок и прежде преобладала в основном простая структура, что теперь должно стать основанием для применения понижающих коэффициентов риска и уменьшения нагрузки на капитал держателей таких бумаг. В 2016 году ДОМ.РФ разработало на основе рекомендаций комитета свои стандарты ипотечного кредитования, которые представлены в документе «Единый стандарт ипотечного кредитования АО «АИЖК». Требования к кредитам разделены на следующие группы:

1. Требования к параметрам ипотечных кредитов. Кредиты должны выдаваться только в рублях, на срок от 36 до 360 месяцев. Предметом ипотеки может являться как уже построенное жилье или земельный участок, так и имущественные права требования участника долевого строительства к застройщику.

2. Требования к заемщикам и залогодателям. Требования к заемщикам ограничивают возраст от 21 до 65 лет (погашение долга ранее достижения 65 лет); гражданство Российской Федерации; наличие регистрации на территории России; трудовой стаж на последнем месте работы более полугода, общий – от двух лет; стабильный доход.

3. Требования к предмету ипотеки. Недвижимое имущество должно находиться на территории Российской Федерации, быть подключено к централизованным или автономным системам жизнеобеспечения и иметь износ не более 70 %. Коэффициент Кредит/Залог определяется согласно выбранному ипотечному продукту (как правило, не более 0,8).

4. Требования к страховому обеспечению. Страхование должно быть осуществлено в соответствии с требованиями законодательства, т.е. предмет залога должен быть обязательно застрахован, а личное страхование заемщиков остается добровольным, но отказ от него может привести к росту ставки ипотечного кредита. Агентством предлагается воспользоваться услугами определенного перечня страховых компаний, который размещен на их сайте.

5. Требования к процедуре андеррайтинга заемщика. Анализ проводится на основе личных данных заемщика (залогодателя), данных о трудовой деятельности заемщика, его доходах и постоянных расходах, данных о кредитной истории, активах и обязательствах.

6. Требования к ипотечной сделке. Среди особенностей можно выделить требования к разнице между оценочной стоимостью согласно отчету об оценке и стоимостью по договору приобретения, которая не должна превышать 15 %.

Следует отметить, что в российском законодательстве и в практике АИЖК параметры ППС-секьюритизации применимы только к ипотечным сделкам, хотя в исходном документе подразумевается использование этой системы для всех видов активов. Распространение идеи об универсализации других видов секьюритизации будет инициировано в первую очередь банковским сообществом и потребует новых преобразований и без того нестабильного правового поля. Для решения этой проблемы необходимо включить возможные риски в анализ регулятивного риска процесса секьюритизации.

Главным опасением инвесторов относительно внедрения универсальных стандартов является непонимание того, кто будет признавать сделку соответствующей ППС-стандартам, кто будет собирать информацию и контролировать ее соответствие стандартам на протяжении всего срока обращения бумаг на рынке. Существуют серьезные проблемы в своевременности раскрытия информации о таких выпусках, их юридической сложности и больших объемах данных, которые необходимо анализировать. Пока указанные проблемы не будут решены структура и объем инвесторов в такие бумаги будет значительно ограничен.

Третьей тенденцией, оказывающейся продолжением общеэкономического тренда, является *потребность в цифровизации* процедуры секьюритизации. Уникальные события 2020 года, связанные с карантинными мерами в период пандемии коронавируса, невероятно актуализировали вопрос создания цифрового пространства для всех сфер экономики. Если ранее переход в дистанционный формат взаимодействия и цифровой способ хранения информации воспринимался скорее как желание ускорить бизнес-процессы, то в новых реалиях это стало объективной необходимостью для самой возможности функционирования этих бизнес-процессов. Так, в период самоизоляции банки остановили около 10–20 % ипотечных сделок, во-первых, по желанию клиентов, а, во-вторых, из-за нового режима работы многофункциональных центров.

В результате значительного спроса на ипотеку после снятия части карантинных мер, очевидно, выиграли кредитные организации, имеющие развитую систему электронного взаимодействия с клиентами и застройщиками. Потребность в цифровизации существует на каждом этапе сделки. Попытки перевода некоторых операций в онлайн-системы предпринимаются с трех сторон – государства, ДОМ.РФ и коммерческих банков.

С позиции государства создается единая база недвижимости «Росреестр», доступная в сети Интернет по адресу <https://rosreestr.ru/site/>. В перспективе такая база создаст широкие возможности для ускорения и облегчения сделок секьюритизации. В том числе на базе этого реестра уже внедрен механизм электронной закладной. Вступившие в силу с 1 июля 2018 года изменения в федеральный закон от 16.07.1998 № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» ввели новый порядок обращения закладных по ипотечному кредитованию с использованием цифровых технологий. Так, законодательно понятие электронной закладной определено следующим образом: «закладная является именной документарной ценной бумагой или бездокументарной ценной бумагой, права по которой закрепляются в форме электронного документа, подписанного усиленной квалифицированной электронной подписью, который хранится в депозитории». Приоритетным направлением в рамках объединения единого цифрового пространства должно быть построение взаимодействия между банками-оригинаторами с Росреестром, страховыми компаниями и оценщиками. С учетом использования электронной закладной новый формат передачи и хранения данных сократит время формирования пула в несколько раз и снизит транзакционные издержки. Помимо преимуществ для банков и заемщиков, эта мера в действительности – шаг к снижению стоимости секьюритизации и увеличению эффективности взаимодействия институтов инфраструктуры.

Заинтересованность банков в развитии полностью цифровой площадки онлайн-кредитования связана в первую очередь со снижением затрат и ускорением всей процедуры. Дополнительно побуждать банки к внедрению новых технологий станет растущая конкуренция за качественного ипотечного заемщика. По сути, при переходе к онлайн-кредитованию банки, не внедрившие такую платформу, будут вынуждены сотрудничать с более рисковыми заемщиками, которые не смогли получить одобрение через онлайн-платформу. Нельзя однозначно утверждать, что уровень просроченной задолженности в современных условиях не имеет причин для роста. А также, основываясь на опыте 2008 года, у банков может вновь появиться желание увеличить свой кредитный портфель за счет менее кредитоспособных заемщиков.

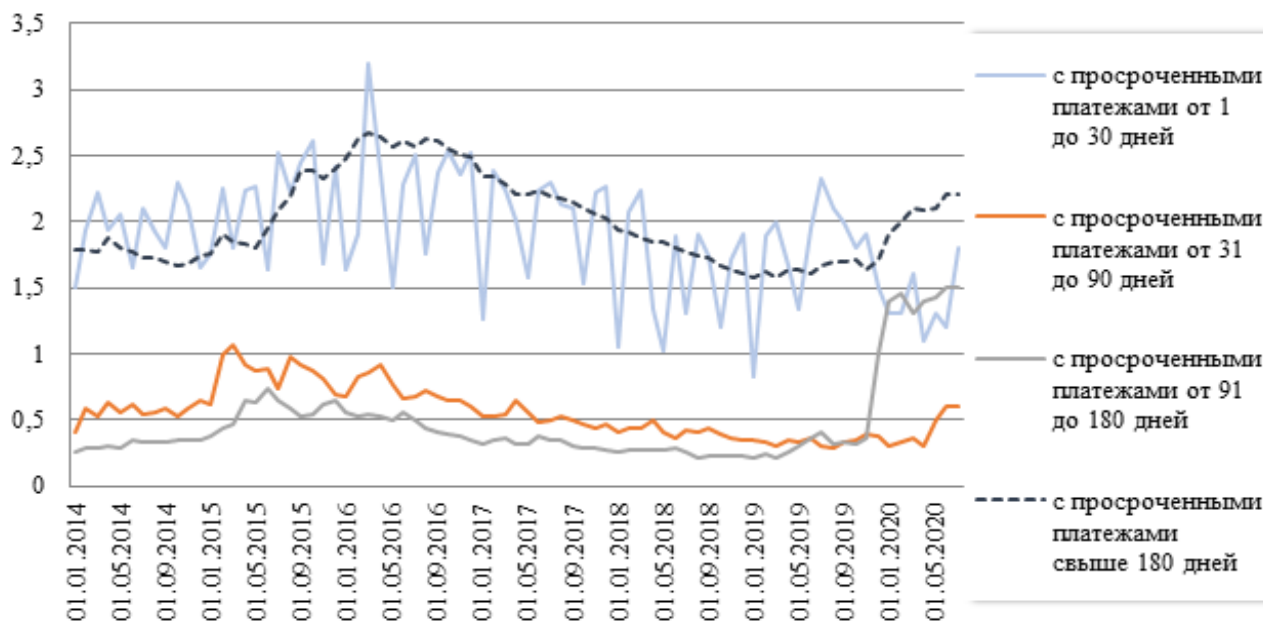


Рисунок 16 – Группировка задолженности по ипотечным жилищным кредитам по срокам задержки платежей, в % к общей сумме задолженности

Однако пока скорость внедрения цифровых технологий такова, что речь идет лишь о стандартных ситуациях, не требующих дополнительных документов и процедур, как, например, с использованием материнского капитала. Стоит привести в качестве примера сервис «Домклик» от Сбербанка России, который стимулирует заемщиков использовать онлайн-платформу скидками по процентной ставке. Цифровая модель предусматривает перевод в электронную форму не только самой ипотеки, но и сопутствующих услуг (электронная регистрация прав собственности, услуги юристов, риелторов и пр.)

ДОМ.РФ в свою очередь, наравне с банками, выстраивает платформу онлайн-кредитования, включающую полный комплекс услуг для дистанционной выдачи ипотечного кредита. Цифровизация ипотеки легла в основу мер по восстановлению экономики, разработанных Правительством Российской Федерации, и согласно плану должна осуществиться к 2022 году. Пока преждевременно говорить о высокой популярности такого формата у заемщиков, но при этом невозможно продолжать прежнюю деятельность на рынке ипотечного кредитования и игнорировать потребность в постепенном переходе к цифровому формату.

Трансформация этапа выдачи ипотечных кредитов отразится на последующем процессе секьюритизации портфеля таких кредитов следующим образом:

1) увеличится скорость отбора и формирования кредитного портфеля за счет ускорения процесса выдачи;

2) снизится стоимость всей сделки за счет автоматизации учета и передачи закладных, сведений об оценке недвижимости и пр.;

3) улучшится эффективность взаимодействия институтов инфраструктуры ипотечной секьюритизации. Совершенствование затронет не только количественную сторону, но и качественную – потерять или испортить электронную закладную практически невозможно, что имеет значение при таких долгосрочных кредитах как ипотека.

Однако, все перечисленные преимущества, как и сама электронная закладная, актуальны, по большей части, только для небалансовой схемы секьюритизации. Для иных схем ее преимущества практически не имеют значения, так как закладные остаются у банка-оригинатора и можно говорить о преимуществах этой системы исключительно на этапе выдачи ипотечного кредита, а не на проведении самой секьюритизации.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Какие элементы инфраструктуры относятся к институциональным?

2. Назовите основные нормативно-правовые акты, регулирующие институциональную инфраструктуру рынка ипотечной секьюритизации в РФ.

3. Какая модель ипотечного кредитования оказала наибольшее влияние на формирование институциональной инфраструктуры в России?

4. Объясните критерии и особенности Простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации.

5. Что такое мультиоригинаторная сделка секьюритизации? Нарисуйте схему взаимодействия участников и опишите функционал каждого. Назовите преимущества и недостатки такой схемы финансирования.

6. Перечислите наиболее актуальные направления цифровизации ипотечной секьюритизации в России.

7. Вычислите изменения в потоке платежей, которые произойдут при падении процентных ставок на 100 базисных пунктов по ипотечным кредитам со сроками 15 лет и 30 лет. Вычислите также приведенную стоимость возникающей экономии средств.

| Срок погашения (лет) | Остаток задолженности (руб.) | Процентная ставка (%) | Платеж (руб.) | Новая процентная ставка (%) | Платеж (руб.) | Приведенная стоимость при новой ставке (руб.) |
|----------------------|------------------------------|-----------------------|---------------|-----------------------------|---------------|---|
| 15 | X | 8 | | | | |
| 30 | X | 8 | | | | |
| 30 | 1 000 000 | 8 | | | | |
| 30 | 1 000 000 | 12 | | | | |
| 30 | 1 000 000 | 5 | | | | |
| 30 | 500 000 | 8 | | | | |
| 30 | 2 000 000 | 8 | | | | |

8. В чем заключается различие между внутренними и внешними механизмами повышения кредитного качества? Если тип секьюритизируемых кредитов имеет стабильные характеристики частоты дефолтов заемщиков на протяжении длительного времени, применение какого механизма повышения кредитного качества можно рекомендовать: внутреннего или внешнего?

9. В случае если секьюритизируемый пул кредитов достаточно сложен для адекватной оценки участниками рынка, в чем заключается преимущества использования внешних механизмов повышения кредитного качества?

10. Если процентная ставка снижается на 50 базисных пунктов, то по какому из двух кредитов вероятнее ожидать досрочного возврата: размером 1 млн. руб. или размером 5 млн. руб. Примите постоянные издержки рефинансирования равными для обоих кредитов.

11. Какой механизм используют рейтинговые агентства для сравнения рейтингов различных классов активов? Каким образом можно сравнить вероятности дефолта для различных типов сделок с разными типами покрытия?

Глава 7

ФУНКЦИОНАЛЬНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Отечественный рынок секьюритизации, в отличие от западных, имеет сравнительно недолгую историю в отличие от западных. Заимствование идей секьюритизации логично повлекло за собой и попытку адаптации опыта других стран в построении функциональной инфраструктуры.

Функциональная инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации понимается нами как совокупность звеньев системы, способствующих успешной реализации процесса секьюритизации. Особенность функциональной инфраструктуры заключается в ее деятельности по снабжению участников рынка сигналами. При этом в настоящее время внутри российской инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации не имеется четкого обособления функций между элементами, что порождает неясность и неэффективность деятельности функциональной инфраструктуры. Схематично функциональная инфраструктура представлена на рисунке 17.

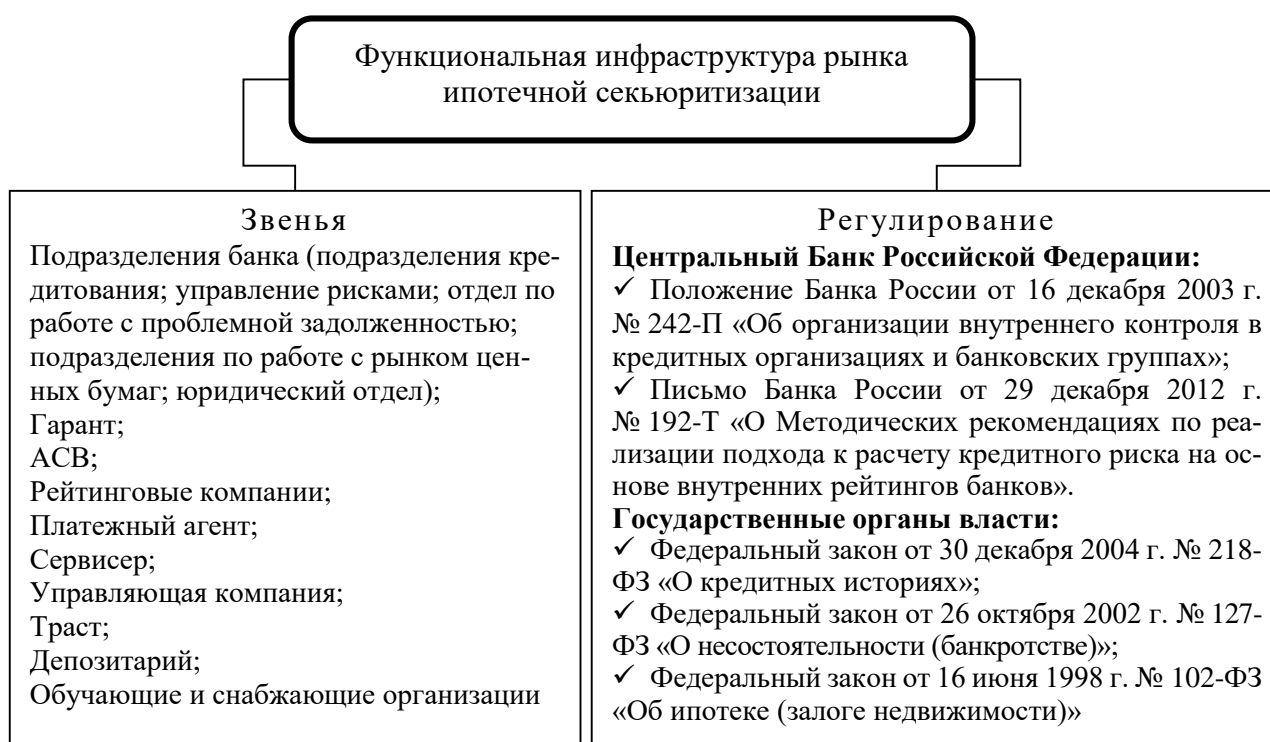


Рисунок 17 – Функциональная инфраструктура рынка ипотечной секьюритизации

Представленную инфраструктуру можно также разделить на подсистемы исходя из основной их роли в процессе ипотечной секьюритизации следующим образом:

- гарантирующая подсистема: АСВ, траст, гарант. Задачей этой подсистемы является обеспечение инвесторов некоторыми гарантиями при нарушениях сделки;

- обслуживающая подсистема: служба организации работы с рынком ценных бумаг, платежный агент, сервистер, управляющая компания, депозитарий. В виду долгосрочности сделок по секьюритизации ипотечных активов необходимо уделять особое внимание выбору обслуживающих организаций. Довольно часто в сделке ипотечной секьюритизации планируются дублирующие по функционалу организации;

- подсистема снабжения: обучающие и снабжающие организации (кадры, программное обеспечение, повышение квалификации, внедрение новых технологий и т.д.). Самая динамичная и быстроразвивающаяся подсистема, которая призвана вносить инновации в инфраструктуру;

- подсистема контроля и управления рисками: кредитные подразделения банка; управление рисками; отдел по работе с проблемной задолженностью; юридический отдел, рейтинговые компании. Наиболее важная подсистема с точки зрения функционирования рынка ипотечной секьюритизации. Основной задачей данных субъектов инфраструктуры является сигнализация об изменениях во внешней и внутренней среде, которые могут привести к финансовым или репутационным потерям.

Главная функция инфраструктуры состоит в объединении и обеспечении взаимодействия участников рынка в рамках единой системы. Правила и формы организации, порядок, виды, условия осуществления сотрудничества в рамках рынка формируют институциональную инфраструктуру. Стремительно меняющиеся потребности рынка ипотечной секьюритизации носят все более сложный и многофункциональный характер. Трансформация рынка требует развития инфраструктуры и появления новых институтов, способствующих формированию современной и наполненной обслуживающей системы.

Правовое поле ипотечной секьюритизации представляет собой неотъемлемую часть инфраструктуры и находится в постоянном взаимодействии с каждым элементом рынка и его инфраструктурой в целом. При этом, как и правовое поле влияет на институты инфраструктуры, так и институциональная инфраструктура воздействует на правовое поле. С одной стороны, контрольно-надзорные органы должны учитывать потребности инфраструктуры рынка и решать возникающие проблемы при помощи реализации своих полномочий. Так и с другой стороны – для корректной работы системы

все участники должны соблюдать нормы и требования в сформированном правовом поле. Последствиями нарушения данного баланса является возникновение рисков и потребности в трансформации существующих институтов.

Поскольку одним из компонентов инфраструктуры является правовое поле, мы утверждаем, что все элементы инфраструктуры находятся непосредственно в зоне реализации регулятивного риска, формирование и усиление которого строится на влиянии некоторых факторов. Их условно можно разделить на эндогенные и экзогенные.

К эндогенным факторам формирования риска можно отнести: отсутствие адекватной структуры персонала и иерархии; игнорирование принципа законопослушания в деятельности организации; назначение на управляющие должности специалистов, не владеющих необходимыми навыками или привлечение иностранных специалистов, не имеющих достаточных знаний о внутристрановой специфике; отсутствие контроля за изменениями правового поля организации.

К экзогенным факторам относятся: независимость и неподконтрольность специализированных органов банковского надзора; установление противоречивых регулятивных требований между различными надзорными структурами (ЦБ РФ, Минфин РФ, ФНС, Минэкономразвития РФ, АСВ, МЧС, ФСО, ФСБ, суды, архитектурные, трудовые, пожарные санитарные, экологические и иные службы и инспекции) и между уровнями правовой инфраструктуры (ЦБ РФ/Минэкономразвития РФ; АСВ/Минфин РФ; МЧС/ФСБ и т.д.); внедрение неадаптированного зарубежного опыта в методики, рекомендации и основания для принятия решений надзорными органами.

Проявление названных факторов требует серьезных усилий со стороны банков-оригинаторов для противодействия и минимизации последствий реализации рисков. К таким последствиям для рынка ипотечной секьюритизации следует отнести:

- материальные: необходимость досоздания резервов для соответствия всем нормативным требованиям, оплата дополнительных юридических консультаций, отказ от включения в пул активов определенных кредитных договоров (к примеру, с первоначальным взносом менее 30 %, с процентной ставкой ниже определенного порога и т.д.);
- финансовые: потери организаторов сделки от уплаты штрафов, отказ от сделки из-за невозможности соответствия требованиям, нарушение потока платежей, вынужденное досрочное погашение выпуска, полный дефолт транша/выпуска/SPV/банка-оригинатора;

- моральные: появление заведомо ложных сведений о параметрах сделки, подмена понятий и смешение информации;

- репутационные: потеря инвестиционной привлекательности выпущенных ценных бумаг, отказ контрагентов или участников инфраструктуры от сотрудничества.

Проблема изменчивости правового поля секьюритизации в России, определенно, еще долгое время будет оставаться наиболее актуальной для институтов инфраструктуры.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Какие элементы инфраструктуры можно отнести к функциональной?

2. Перечислите звенья функциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации и опишите их функции.

3. Какова главная функция инфраструктуры?

4. Какова роль регулятивного риска инфраструктуры? Перечислите эндогенные и экзогенные факторы, влияющие на него. Какие последствия реализации регулятивного риска?

5. Каким образом Агентство по страхованию вкладов участвует в процессе секьюритизации ипотечных активов?

6. В чем особенность функциональной инфраструктуры рынка ипотечной секьюритизации?

7. Какие еще подсистемы банка-оригинатора могут быть задействованы в проведении сделки секьюритизации?

8. Ипотечное агентство ДОМ.РФ имеет интернет сайт, который содержит ценную информацию о его деятельности и перспективах. Задание состоит в том, чтобы определить объем приобретенных агентством ипотечных кредитов в последние годы, а также объемы выпущенных ипотечных ценных бумаг. Полученные результаты оформите в виде таблицы Excel и нарисуйте диаграмму, демонстрирующую динамику объемов приобретения ипотечных кредитов и выпусков ИЦБ.

9. Рассмотрим кредит сроком на 30 лет, купонной ставкой 8,5 % и начальным размером 200 тыс. долл. Разбейте месячные платежи на доли, соответствующие процентным платежам и возврату основного долга, и заполните пустые ячейки в таблице. В этом упражнении вы можете вычислить остаток заложности по кредиту двумя различными способами. Уменьшайте величину остатка, вычитая суммы, ежемесячно выплачиваемые в погашение основного долга, либо примените формулу для расчета

остатка задолженности. Используйте оба способа. Данные за первый месяц уже внесены в таблицу.

| Месяц | Остаток задолженности на конец периода, руб. | Возврат основного долга, руб. | Процентные платежи, руб. |
|-------|--|-------------------------------|--------------------------|
| 0 | 200 000, 00 | | |
| 1 | 199 878, 84 | 121, 16 | 1 416, 67 |
| 2 | | | |
| 3 | | | |
| 4 | | | |
| 5 | | | |
| 6 | | | |

10. Дайте количественную оценку влияния частичных досрочных возвратов на срок жизни кредита, решая уравнение

$$\text{Платеж} = \frac{\text{Сумма долга} * \text{Купон} / 1200}{1 - \left(1 + \frac{\text{Купон}}{1200}\right)^{-\text{оставшийся срок}}}$$

для оставшегося до погашения срока. Вычислите оставшийся до погашения срок ипотечного кредита с характеристиками, указанными в предыдущем упражнении. Предположите, что заемщик досрочно возвращает 2 тыс. долл. в первый месяц. Каким будет оставшийся до погашения срок в этом случае? Теперь предположим, что заемщик досрочно возвращает 100 тыс. долл. в первый месяц. Как изменится оставшийся до погашения срок?

11. Пусть возраст ИПЦ составляет 3 месяца и коэффициент досрочных возвратов (CPR) равен 1 %. Какова эквивалентная ставка PSA?

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

Законодательные и нормативные акты

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30 ноября 1994 г. № 51-ФЗ).
2. Федеральный закон от 16 июня 1998 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)».
3. Федеральный закон от 07 августа 2001 г. № 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма».
4. Федеральный закон от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».
5. Федеральный закон от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».
6. Положение Банка России от 16 декабря 2003 г. № 242-П «Об организации внутреннего контроля в кредитных организациях и банковских группах».
7. Федеральный закон от 30 декабря 2004 г. № 218-ФЗ «О кредитных историях».
8. Федеральный закон от 30 декабря 2004 г. № 218-ФЗ «О кредитных историях»
9. Приказ ФСФР РФ от 01 ноября 2005 г. № 05-60/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности специализированных депозитариев ипотечного покрытия и Правил ведения реестра ипотечного покрытия».
10. Письмо Банка России от 29 декабря 2012 г. № 192-Т «О Методических рекомендациях по реализации подхода к расчету кредитного риска на основе внутренних рейтингов банков».
11. Федеральный закон РФ от 23 июля 2013 г. № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ в связи с передачей Центральному банку РФ полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков».
12. Приказ Минэкономразвития России от 25 сентября 2014 г. № 611 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка недвижимости (ФСО № 7)».
13. Положение Банка России от 6 августа 2015 г. № 483-П «О порядке расчета величины кредитного риска на основе внутренних рейтингов».

14. Положение Банка России от 28 июня 2017 г. № 590-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности».

15. Федеральный закон от 25 ноября 2017 г. № 328-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

16. Положение Банка России от 4 июля 2018 г. № 647-П «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение».

17. Проект Федерального закона от 28 февраля 2019 г. № 655479-7 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ».

18. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 23 марта 2019 г. № 510-р «Об утверждении Методики формирования индекса качества городской среды».

Учебная и периодическая литература

1. Andreades, A. M. A History of Greek Public Finance / A. M. Andreades // Translated by Carroll Brown. Cambridge: Cambridge University Press. – 1933. – Vol. 1. – PP. 159-161.

2. Frankel, T. The Law of Cross-border Securitization: Lex Juris / T. Frankel // Duke Journal of Comparative and International Law. – 2002. – Vol. 12. – PP. 475-492.

3. Lyttkens, C. H. Institutions, Taxation, and Market Relationships in Ancient Athens / Centre for Labour Market Policy Research: Växjö University. March, – 2009. – 489 p.

4. Schwarcz, S. L. The Universal Language of Cross-border Finance / S. L. Schwarcz // 8 Duke Journal of Comparative & International Law. – Durham, N. C. : Duke university School of law. – 1998. – Vol. 8, № 2. – PP. 235-254.

5. Александрова, Н. В. Понятие и виды секьюритизации / Н. В. Александрова // Финансы и кредит. – 2007. – № 5 (245). – С. 26-30.

6. Бабицева, Ю. А. Банковское дело. Справочное пособие / ред. Ю. А. Бабицева. – М.: Экономика, 2016. – 397 с.

7. Барейша, И. Секьюритизация: причины успеха / И. Барейша // Рынок ценных бумаг. – 2004. – № 4. – С. 57-61.
8. Белозёров, С. А. Исторические формы современного механизма секьюритизации активов / С. А. Белозёров, А. А. Лупырь // Вестник СПбГУ. Серия 5: Экономика. 2010. № 2.
9. Бланк, И. А. Основы инвестиционного менеджмента / И. А. Бланк. – Киев.: Эльга-Н, Ника-Центр, 2001. – 448 с.
10. Бэр, Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х. П. Бер / Пер. с нем. М.: Волтерс Клувер, 2007. – 405 с.
11. Вриз Роббе, Ж. Ж. Секьюритизация и право / Ж. Ж. Вриз Роббе, П. Али. Пер. с англ. М.: Волтерс Клувер, 2008. – С. 32.
12. Галанов, В. А. Рынок ценных бумаг : учебник для академического бакалавриата / В. А. Галанов, Н. И. Берзон [и др.] / Под общей редакцией Н. И. Берзона. – 5-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательство Юрайт, 2019. – 514 с.
13. Иванов, В. В. Теории кредита / В. В. Иванов, А. В. Канаев, Б. И. Соколов, И. В. Топровер. – СПб.: Изд. С.-Петербур. ун-та, 2007. – 408 с.
14. Иванов, В. В. Теории кредита / В. В. Иванов, А. В. Канаев, Б. И. Соколов и др. СПб.: Изд. С.-Петербур. ун-та, 2007. – С. 218.
15. Лаврушин, О. И. Банковское дело : учебник / О. И. Лаврушин, Н. И. Валенцева и др. / Под ред. О. И. Лаврушина. – 12-е изд., стер. – М. : Кнорус, 2016. – 800 с.
16. Разумова, И. А. Ипотечное кредитование: учеб. пособие / И. А. Разумова. – 2-е изд. – Питер, 2009. – С. 104.
17. Роуз, П. С. Банковский менеджмент : Предоставление фин. услуг : Пер. с англ. / П. С. Роуз. – М. : Акад. нар. хоз-ва : Дело, 1995. – 743 с.
18. Русанов, Ю. Ю. Банковский менеджмент: учебник / под ред. Ю. Ю. Русанова. – М. : Магистр : ИНФРА-М, 2015. – 480 с.
19. Туктаров, Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды / Ю. Туктаров // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 16. – С. 45-51.
20. Шварц, С. Л. Алхимия секьюритизации активов / С. Л. Шварц // Журнал «Закон». – № 12. – 2008. – С. 217-226.

Севостьянова Софья Александровна

**ИНФРАСТРУКТУРА КАК ЧАСТЬ РЫНКА ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Учебное пособие

Электронное издание

Процессор Intel® или AMD с частотой не менее 1.5 ГГц
Операционная система семейства Microsoft Windows или macOS
Оперативная память 2 ГБ оперативной памяти
Пространство на жестком диске 904 КБайт

Дополнительные программные средства: Программа для просмотра PDF
Издательско-полиграфический центр ВИУ РАНХиГС
г. Волгоград, ул. Герцена, 10