Магомедов Руслан Магомедович. Секьюритизация активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Магомедов Руслан Магомедович; [Место защиты: Всерос. гос. налоговая акад. М-ва финансов РФ].- Москва, 2010.- 183 с.: ил. РГБ ОД, 61 10-8/1180

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические аспекты секьюритизации активов 12

1.1. Основные концепции секьюритизации активов 12

1.2. Принципы и механизмы секьюритизации активов обеспеченных ипотечными ценными бумагами

1.3.Структурирование денежных потоков при секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами

Глава 2. Анализ практики регулирования секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами

2.1. Анализ европейского опыта регулирования процесса секьюритизации активов

2.2. Анализ государственного регулирования секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами в Российской Федерации

2.3.Анализ методов рефинансирования программ ипотечного кредитования, используемых в российской практике

Глава 3. Направления совершенствования регулирования секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами в России

3.1. Современная структура российского рынка секьюритизации и ее особенности

3.2. Совершенствование системы государственного регулирования секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами

3.3. Разработка модели секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами, адаптированной к российским условиям

Заключение

Список использованной литературы

Приложения

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Во всем мире секьюритизация становится одним из главных инструментов финансирования коммерческих организаций. И это представляется закономерным, поскольку именно благодаря секьюритизации компаниям и банкам предоставляется возможность снизить нагрузку на капитал, привлекая дополнительные источники фондирования путем продажи ценных бумаг. Однако ипотечный кризис США и последовавший за ним мировой финансовый кризис, поставили под сомнение целесообразность практического применения сделок секьюритизации. Более того, ряд финансистов, например Р. Врэй, Т. Боери и Л. Гуизо, главную причину разразившегося кризиса усматривают в механизме секьюритизации финансовых активов как таковом.

Несмотря на это подвергать сомнению жизнеспособность механизма секьюритизации и видеть в самой финансовой инновации основную причину возникших проблем, считаем необоснованным; вместе с тем необходимость переоценки рисков, связанных с секьюритизацией активов, является, на наш взгляд, очевидным. В этой связи время возникшего временного промежутка относительного затишья должно быть использовано для переосмысления проблем и усовершенствования регулирования сделок секьюритизации, проводимых национальными финансовыми институтами.

Секьюритизация на сегодняшний день является основным инструментом рефинансирования на российском рынке ипотечного кредитования, который остро нуждается в современном законодательстве, регулирующем сделки секьюритизации активов, обеспеченных и ипотечными ценными бумагами в том числе. Менее 5% ипотечных кредитов из общего объема рефинансируемой через выпуск ценных бумаг ипотеки было фондировано с использованием положений российского законодательства. Подавляющее большинство сделок, даже в условиях кризиса, продолжают осуществляться в европейских странах, законодательство которых является более совершенным и более удобным для

проведения сделок подобного рода. Однако, учитывая тот факт, что количество заинтересованных иностранных инвесторов в современных экономических условиях значительно сократилось, российским банкам необходимо искать новые источники финансирования.

В этой связи актуальной научной проблемой, имеющей важное  
макроэкономическое значение, является поиск новых путей  
рефинансирования ипотечных кредитов, адаптированных к современным  
экономическим условиям и разработка комплекса мер государственного  
регулирования, способствующих совершенствованию процесса

секьюритизации.

**Степень разработанности проблемы.**

Интерес научного сообщества к данной технике финансирования способствовал опубликованию множества работ, посвященных роли секьюритизации в стабилизации финансовых показателей отдельно взятых финансовых институтов, и раскрытию других ее преимуществ. Однако количество русскоязычных изданий, затрагивающих вопросы секьюритизации, ограничено, несмотря на чрезвычайную актуальность и заинтересованность со стороны российских финансистов. Так вопросам законодательного регулирования секьюритизации активов посвящены работы Жан Жоб де Вриз Робе и Поль Али. Среди российских правоведов и финансистов, исследующих проблему законодательного обеспечения секьюритизации, следует выделить труды Данзюрюн Б.Д., Джантухановой Э., Иванова О.М., Казакова А., Морковкина А.Л., Некторова А., Николаевой Е., Соколовой Е., Туктарова Ю. и др.

Фундаментальные преобразования в экономической и политической  
жизни мирового сообщества, имеющие место в настоящее время, вызвали  
существенные изменения в структуре и способах финансирования компаний.  
Многие, достаточно успешно зарекомендовавшие себя в условиях  
стабильной экономики, способы фондирования оказались

невостребованными. Традиционные финансово-экономические задачи,

решаемые банковским сектором, стали решаться на рынке ценных бумаг. Смена направлений международных финансовых потоков, а также рыночных стратегий кредиторов и заемщиков стали одной из основных предпосылок поиска новых направлений привлечения средств в экономику.

Исследованию теоретико-методологических аспектов решения проблем инновационного финансирования посвящены работы таких западных специалистов как Ханс Питер Бэр, Сержио Насаре-Азнар, Отмар Штекер, Мирослав Визич и др.

Предпосылкам и условиям развития секьюритизации, мировому опыту, международным тенденциям и достижениям глобального рынка секьюритизации уделяется внимание в работах Э. Дэвидсона, Э. Сандерса, Л.-Л. Вольфа, А. Чинга, Аксенова И., Баклановой В., Рыковой И.Н., Фисенко Н.В., Саркисянц, А., Чепуриной Л.

Разработкам практического механизма привлечения инвестиций и моделям организации,финансирования ипотечного жилищного кредитования в России, посвящены работы^таких отечественных ученых, как В. Аверченко, Э. Наумова, А.Н. Ужегов, М. Довгялло, А. Метелкин, А. Ткаченко, А.А. Туманов, В.К. Южелевский и др.

Проблемам структурирования денежных потоков при секьюритизации активов, актуальным вопросам рефинансирования российского рынка капиталов с учетом основных инструментов рефинансирования ипотечных кредитов и механизму секьюритизации в системе рефинансирования ипотечного кредитования посвящены научные разработки таких российских и зарубежных ученых и исследователей как Лакхбир Хейр, Регина Г., Логинова Н., Резванова Л.М.

Работы отмеченных авторов послужили основой для проведения диссертационного исследования, вместе с тем они показали, что остаются менее разработанные или не затронутые в литературных источниках вопросы. Часть проблем теоретического, методического и организационно-

**6 .**

правового порядка остаются в форме открытых дискуссий, что подтверждает необходимость продолжения проведения исследований в данной сфере.

В частности, до настоящего времени в литературе не нашел своего отражения такой важный, с нашей точки зрения, вопрос, как риск-менеджмент сделок секьюритизации. Благодаря этому особую актуальность приобретает изучение вопроса развития российского рынка секьюритизации с учетом воздействующих на него в современных условиях рисков и поиск направлений, как со стороны государственных органов, так и со стороны непосредственных участников сделки, способствующих активному развитию сделок секьюритизации.

Отечественной наукой также не решена задача построения адаптированной к современным экономическим условиям модели секьюритизации, способствующей привлечению на рынок как внутренних, так и внешних инвесторов. Все это определяет актуальность выбранной темы диссертационного исследования и разрабатываемой проблемы.

Цель **диссертационного исследования**заключается в обосновании предложений привлечения на рынок ипотечного кредитования финансовых ресурсов, используя механизм секьюритизации, и выработка на этой основе практических рекомендаций.

Для достижения цели поставлены следующие **задачи:**

1. изучить концепции развития секьюритизации активов, на этой основе определить на теоретическом уровне и обосновать предпосылки возникновения данного инновационного инструмента финансирования и выделить основные преимущества и недостатки сделок секьюритизации активов в целях определения наиболее перспективных моделей ее применения;
2. определить основных участников сделки секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами и выявить присущие им риски;
3. обосновать особенности схем структурирования денежных потоков при сделках секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами;
4. провести анализ методов рефинансирования ипотечных кредитов и определить особенности структуры российского рынка секьюритизации;
5. проанализировать современное состояние законодательного обеспечения сделок секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами в России, выявить существующие проблемы и предложить направления их устранения;
6. разработать модель секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами, адаптированную к современным экономическим условиям.

**Объектом диссертационного исследования**является сделки секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами.

**Предмет диссертационного исследования**составляют совокупность экономических отношений, возникающих в процессе взаимодействия субъектов сделки секьюритизации.

**Методологическая основа исследования.**Методология исследования  
опирается на обобщение ряда теоретических положений различных  
экономических школ, использование концепций отечественных и  
зарубежных исследователей по вопросам секьюритизации,

сложноструктурированных продуктов, ипотечных ценных бумаг. В процессе анализа изучаемых материалов и научной литературы- применялись общенаучные и частные методы экономико-статистического анализа, выборочного исследования, графический метод (диаграммы, таблицы, графики) и др.

Научно-практической основой диссертационного исследования является анализ теоретических и эмпирических работ посвященных изучению вопросов государственного регулирования секьюритизации, специфике развития секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными-

ценными бумагам в условиях кризиса, пересмотру структуры сделок секьюритизации и трансформации применяемых моделей.

При работе над диссертацией были использованы законодательные и нормативно-правовые акты Российской Федерации в области ипотечного кредитовании, рынка ценных бумаг, паевых инвестиционных фондов; данные профильных министерств и ведомств; материалы Центрального Банка Российской Федерации; данные Федеральной Службы государственной статистики; результаты исследований научного коллектива Института экономики города. Кроме того, автор использовал материалы и документы Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК), Аналитического Центра по ипотечному кредитованию и секьюритизации, экспертные оценки, тематические Интернет-ресурсы, информационные и аналитические материалы, характеризующие развитие секьюритизации в России, экспертные оценки и расчеты исследователей и практических работников.

**Научная новизна исследования.**Разработаны направления совершенствования процесса секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами, позволяющие привлечь дополнительные источники финансирования на рынок ипотечного кредитования в современных экономических условиях. В ходе исследования автором получены следующие результаты, обладающие научной новизной:

разработана классификация рисков, присущая сделкам секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами, основанная на определении секьюритизации как процесса взаимодействия четырех основных участников: заемщика, оригинатора, специализированного юридического лица, и инвесторов; в соответствии с подобным делением сформулированы риски, учитывающие всю совокупность отношений, возникающих при сделках подобного рода. Предлагаемая классификация способствует систематизации понятия присущих секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами рисков, что дает

возможность, учитывая их различные комбинации, предложить оптимальную для современных рыночных условий модель секьюритизации активов, способствующую их минимизации;

предложен комплекс мер регулятивного характера, реализованный в виде двух блоков (повышении внутреннего спроса на ипотечные ценные бумаги и снижении издержек выпуска ценных бумаг), учитывающий и разрешающий спектр проблем, связанных с развитием рынка секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами в Российской Федерации;

доказана целесообразность применения в условиях кризиса метода рефинансирования ипотечных кредитов, основанного на выпуске обеспеченных облигаций, позволяющих инвесторам получать доход в соответствии с условиями эмиссии благодаря согласованности поступлений и платежей, мониторингу обеспечения и наличию залогового реестра;

- разработана и обоснована модель секьюритизации активов,  
обеспеченных ипотечными ценными бумагами, адаптированная к  
современным экономическим условиям, основанная на сочетании выпуска  
облигаций с залоговым обеспечением и традиционной секьюритизации, что  
позволяет диверсифицировать риски оригинатора и сократить издержки  
проведения сделки.

**Теоретическая значимость**результатов настоящего исследования заключается в развитии организационно-экономического подхода к управлению процессом секьюритизации в России. Результаты исследования позволяют выделить современные тенденции формирования подходов к решению проблемы регулирования сделок секьюритизации на государственном уровне.

Результаты исследования, относящиеся к развитию теоретических концепций формирования модели секьюритизации, определению и группировке воздействующих на участников сделки рисков, группировке методов рефинансирования ипотечного кредитования с учетом передачи

рисков, имеют **практическую направленность**и предложены в целях широкого использования при структурировании сделок секьюритизации с участием российских оригинаторов. Предлагаемые меры государственного регулирования процесса секьюритизации направлены на устранение диспропорций на российском рынке, позволяют решить основной спектр проблем, ограничивающих развитие данного инновационного способа финансирования и могут быть использованы при разработке законодательных актов Российской Федерации, регулирующих процесс секьюритизации и рефинансирования ипотечных кредитов.

## Основные концепции секьюритизации активов

Глобализация мировой экономики и либерализация мировой политики, привела к значительному росту экономик многих стран, ранее почти не участвовавших в мировом товарообороте. Покупательная способность их населения увеличилась, и, соответственно, увеличился спрос на потребляемые ими товары и услуги. Одновременно новое богатство позволило самим государствам и национальным бизнесам начать модернизацию своих экономик. Обе тенденции резко повысили спрос на сырье разных типов, что, в свою очередь, привело к росту цен, т.е. к инфляции.

Развивающиеся страны пожелали вложить избыточные доходы в сверхнадежные финансовые инструменты. Спрос на них увеличивался по мере не только роста благосостояния населения этих государств, но и накопления средств в пенсионных системах развитых стран. Кроме того, снижалась задолженность корпоративного сектора развитых стран и самих развивающихся государств. Иначе говоря, количество качественных заемщиков снижалось, а спрос на долговые инструменты увеличивался [51].

Отмеченное усиление глобализации мировой финансовой системы, рост объема трансграничных операций, замещение осуществления кредитных сделок сделками международного финансового посредничества на рынке ценных бумаг стало свидетельством изменения парадигмы банковской системы [52]. Крупные заемщики, в попытках рефинансирования существующих обязательств и решения задачи привлечения дополнительных источников финансирования, стали обращаться к инвесторам, готовым предоставлять заемные средства, не прибегая к банковским услугам путем продажи ценных бумаг. Таким образом, у кредитоспособных компаний появилась возможность привлекать финансирование непосредственно на рынке капиталов.

Для международных инвесторов, обладающих значительным количеством свободных денежных средств, рост предложения ценных бумаг оказался выгодной инвестиционной альтернативой банковским вкладам. Следовательно, традиционные финансово-экономические задачи, решаемые банковским сектором, стали решаться на рынке ценных бумаг, минуя банки. В подобных условиях границы между рынками денег, кредита и капитала стали размываться. Смена направлений международных финансовых потоков, а также рыночных стратегий кредиторов и заемщиков стали одной из основных предпосылок возникновения секьюритизации. В этих условиях банки перестали выступать кредиторами и нести соответствующие риски, а оказались промежуточным звеном в прямых отношениях, складывающихся на рынке обращаемых долговых обязательств. Таким образом, секьюритизация представляет собой перемещение финансирования с рынка кредитов на денежный рынок и рынки капитала, путем замены кредитного финансирования схемами, основанными-на выпуске ценных бумаг.

## Анализ европейского опыта регулирования процесса секьюритизации активов

Особенность европейского рынка ипотечного кредитования — это многогранность, многообразие форм кредитующих организаций, кредитных программ, схем рефинансирования.

Говоря о первичном рынке кредитования, следует отметить, что в разных странах применяются разные сроки ипотечного кредитования, в каждой стране разработаны свои инструменты для рефинансирования ипотечного кредитования. В Европе практически отсутствуют 30-летние ипотечные кредиты с фиксированной ставкой с возможностью досрочного погашения без штрафных санкций. Большинство ипотечных кредитов имеет переменную ставку либо процентная ставка фиксируется на небольшой срок, по истечении которого она переустанавливается. Как правило, в большинстве случаев предусматривается штраф за досрочное погашение.

Более короткий период фиксации процентной ставки вызывает потребность в рефинансировании ипотечных кредитов либо посредством секьюритизации, либо посредством выпуска обеспеченных облигаций.

Сложившаяся картина дерегулирования на первичном рынке является результатом определенного дерегулирования ипотечного рынка внутри каждой страны. Процесс стандартизации кредитов вообще не существует в силу их разнообразия.

Что касается источников рефинансирования европейского ипотечного рынка, следует отметить, что наиболее общей формой рефинансирования ипотечного кредитования является использование депозитов. Эксперты Европейской ипотечной федерации оценивают объем- рефинансирования, осуществляемого через депозитные механизмы, в размере более 50%. Другой формой рефинансирования является заимствование средств от другого финансового института (около 10%). Ипотечные долговые бумаги составляют порядка 20%, а контрактные сбережения приблизительно 10%. С помощью секьюритизации в 2007 году рефинансировалось 10% рынка.

С учетом того, что ипотечным долговые бумаги, выпускаемые кредитными организациями, являются новым и, по сути, не изученным на практике инструментом рефинансирования на российском рынке, представляется интересным изучение опыта регулирования обеспеченных облигаций и секьюритизации в Европе, на рынке которых данные техники рефинансирования начали использоваться намного раньше.

Исследование зарубежного опыта развития секьюритизации свидетельствует, что Европа вслед за США является вторым по размеру рынком секьюритизации активов. Проведенный анализ показал, что первая европейская сделка была проведена в Великобритании в середине 80-х гг. ХХв. Однако причина возникновения европейского рынка секьюритизации объясняется не низкой эффективностью финансовых посредников и не экономической необходимостью, а с одной стороны инициативой американских инвестиционных банков, которые активно продвигали соответствующие концепции, а с другой - процессом усиления Европейского союза в 1990-х гг., который поставил многие европейские правительства перед проблемой финансирования государственных компаний и необходимостью снижения балансовой задолженности.

Относительно низкие темпы развития секьюритизации в Европе можно объяснить тем, что в некоторых странах до недавнего времени существовали правовые барьеры для проведения сделок секьюритизации активов, часть которых в период с 2000 по 2005 гг. были устранены в связи с принятием соответствующего законодательства.

## Современная структура российского рынка секьюритизации и ее особенности

Возникновение и последовательное развитие рынка секьюритизации в России стало логичным продолжением потребности в капитале для финансирования роста банковских активов. Осуществление сделок по секьюритизации как одного из наиболее сложных механизмов привлечения долгового финансирования показало, что финансовые рынки России вышли на очередной этап.

Однако затронувший нашу страну экономический кризис затруднил поступательное развитие секьюритизации. Проблемы в секторе высокорискованных ипотечных кредитов в США оказали сильное негативное влияние на весь мировой финансовый рынок. Рост недоверия между участниками рынка привел к кризису ликвидности в мировой финансовой системе. Инвесторы стали избавляться от ценных бумаг, хоть как-то связанных с ипотекой, средства портфелей начали перераспределяться в пользу более надежных активов. В этих условиях одним из наиболее пострадавших от ипотечного кризиса в США оказался мировой рынок секьюритизации.

Кризисные явления достаточно быстро перекинулись с американского на другие рынки, в том числе рынки развивающихся стран. Например, объем размещения секьюритизированных облигаций в Европе в III кв. 2007 года сократился до 89,5 млрд евро со 164,8 млрд евро в предыдущем квартале. В некоторой степени эти проблемы затронули и российский рынок. В условиях снижения интереса инвесторов и роста процентных ставок некоторые российские эмитенты были вынуждены отложить запланированные ранее размещения секьюритизированных облигаций.

Вместе с тем, как по количественным, так и по качественным параметрам, рынки секьюритизации России и западных стран заметно отличаются. Поэтому делать выводы о неизбежном повторении в России всех кризисных явлений, свойственных западным рынкам, не совсем корректно.

В сложившихся условиях одним из способов создания в России рынка более длинных денежных ресурсов мог бы стать выпуск ценных бумаг, обеспеченных активами внутри страны. Но пенсионные фонды, страховые компании и паевые инвестиционные фонды, которые способны инвестировать в такие ценные бумаги, не достаточно активно отреагировали на данную возможность. К основным причинам, порождающим недостаточную заинтересованность внутристрановых инвесторов в развитие секьюритизации, по нашему мнению, можно отнести следующие:

1. Недостаток опыта работы с подобным классом активов;

2. Законодательные ограничения;

3. Недостаточное развитие моделей для оценки рисков и наработанных процедур налогового и управленческого учета этих ценных бумаг.