Кучинский, Кирилл Александрович. Секьюритизация ипотечных активов: состояние и перспективы развития : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Кучинский Кирилл Александрович; [Место защиты: Гос. ун-т упр.].- Москва, 2010.- 193 с.: ил. РГБ ОД, 61 11-8/692

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Секъюритизация ипотечных активов в России и за рубежом: состояние и проблемы 12**

1.1. Ипотечное кредитование и проблема секьюритизации 12

1.2. Секьюритизация ипотечных активов: основные характеристики 28

1.3. Секьюритизация и глобальный финансовый кризис 45

1.4. Российский рынок ипотечных кредитов и секьюритизация ипотечных активов на современном этапе

1.4.1. Ипотечное кредитование в период кризиса 58

1.4.2. Секьюритизация в России 71

**Глава 2. Построение механизма секьюритизации ипотечных активов 79**

2.1. Законодательные аспекты развития секьюритизации ипотечных активов в России и соответствующая роль государства 80

2.2. Финансовая модель для анализа эффективности сделок секьюритизации 99

2.3. Риски сделок секьюритизации ипотечных активов в России и механизмы управления ими 109

**Глава 3. Вопросы практического применения механизма секьюритизации 119**

3.1. Ценные бумаги, используемые при секьюритизации ипотечных активов: анализ и структурирование 119

3.2. Использование финансовой модели для анализа эффективности сделок секьюритизации ипотечных активов 130

3.3. Перспективы развития российского рынка секьюритизации 138

Заключение 146

Библиография 160

**Введение к работе**

з

**Актуальность темы исследования**

Традиционно предполагалось, что компании имеют два источника долгового финансирования - фондовый рынок как источник долгосрочного финансирования (размещение ценных бумаг публичное или по закрытой подписке) и банковский рынок как источник кратко- и среднесрочного финансирования. Появление такого финансового инструмента в XX в., как секьюритизация, изменило устоявшуюся картину. С помощью данного инструмента стали удовлетворяться потребности многих участников финансового рынка в кратко-, средне- и долгосрочных финансовых ресурсах.

Появление и распространение указанного инструмента - пример того, как в последние десятилетия разрабатывались и внедрялись в мировую и российскую практику, в том числе в банковскую, новые, инновационные финансовые инструменты. К числу таких наиболее востребованных в последние годы инструментов можно отнести и секьюритизацию ипотечных активов. Этот инструмент дал своеобразный импульс развитию финансовых рынков в России.

Влияние секьюритизации в целом и ипотечных активов в частности на финансовую среду нельзя недооценивать. Природа данного относительно нового оригинального финансового инструмента и особенно практика его применения в разных странах к самым различным активам требуют фундаментального осмысления. До недавнего времени общепризнанным считалось, что секьюритизация обладает массой достоинств и способна решать многие важные для субъектов экономики проблемы. При этом, однако, почти никто не обращал внимание на ее недостатки, которые, как показал опыт, все таки имеют место.

Последнее стало понятно с началом в 2007-2008 годах мирового финансового кризиса, который, как известно, зародился в одном из сегментов ипотечного рынка США, где лопнул «пузырь» на рынке низкокачественных ипотечных кредитов (sub-primes), и распространился на другие классы активов и другие сегменты финансового рынка, а потом уже поразил экономики других стран.

Причины финансовых кризисов всегда многообразны и обычно являются достаточно стандартными, как правило, повторяются от кризиса к кризису. Тем не менее любая из этих стандартных причин системного кризиса может «сработать» в разных странах и в разные периоды особенным образом. И тогда, видимо, можно с определенной долей условности говорить о возникновении новой причины кризиса. В случае рассматриваемого глобального кризиса такой новой причиной стали недостаточно продуманные финансовые инновации в банковской сфере.

Уже после начало кризиса развернулась дискуссия по вопросу о том, почему и какие конкретные факторы послужили «спусковым механизмом» кризиса. Большинство экспертов обоснованно делает упор на комбинации ряда микро- и макроэкономических факторов.

Среди факторов нового типа едва ли не основную роль сыграла модель расширения кредита, основанная на создании и распространении новых сложных финансовых инструментов («originate-and-distribute» lending model), применявшаяся в последние годы многими финансовыми институтами. Согласно данному подходу, банки выдавали кредиты главным образом для того, чтобы продать их другим финансовым институтам, которые из них формировали пулы и выпускали ценные бумаги, обеспеченные активами (процесс секьюритизации). Данные инструменты (дери-

вативы) с неопределенной стоимостью, низколиквидные по определению, в свою очередь выступали базой для новых структурированных инструментов.

Проявившаяся первоначально в США ситуация во многом была обусловлена поспешными инновациями в области финансовых инструментов, негативный потенциал которых при слабом регулировании, неэффективном риск-менеджменте и злоупотреблениях со стороны высших менеджеров плохо понимали и рынокги регулирующие органы. В силу этого новые сложные финансовые инструменты, включая секьюритизацию активов рынка ипотечных кредитов, «помогли» финансовому кризису разрослись до коллапса.

Исключительно важным оказался и другой фактор кризиса - провалы в регулировании. Конкретно имеется в виду бездействие американских (и не только) органов регулирования в отношении финансовых дериватов на основе ипотечных кредитов, бездействие, обеспечившее «зеленую улицу» широкому вхождению в практику бесконтрольных финансовых инноваций. По сути речь шла о вольном или невольном введении финансовыми институтами при попустительстве денежных властей в заблуждение широкой публики относительно достоинств новых финансовых инструментов, что равнозначно финансовому мошенничеству.

Таким образом, мировой финансовый кризис в драматичной форме поставил перед наукой и практиками финансового рынка вопрос о том, как в дальнейшем следует относиться в рамках экономической теории к явлению, известному как секъюри-тизация, целесообразно ли продолжать практически применять данный скомпрометированный кризисом финансовый инструмент, и если применять, то какую или какие его модели, при каких условиях, ограничениях, как регулировать этот процесс. В силу этого тема настоящей диссертации является весьма актуальной.

Состояние разработанности вопроса

За рубежом выходило множество статей и книг большого числа авторов, посвященных вопросам ипотечных активов, вопросам, связанным с секьюритизацией ипотечных активов и развитием на основе данного финансового инструмента рефинансирования коммерческих кредитных организаций.

В целом можно считать, что зарубежные авторы по традиции интересуются в первую очередь относительно частными «технологическими» вопросами, связанными с практическим применением инструмента секьюритизации, уделяя выяснению ее природы несравненно меньше внимания. Иными словами, актуальной для науки задачей остается строгое определение содержания процесса секьюритизации.

В работах многочисленных российских авторов, посвященных секьюритизации ипотечных активов в России и/или за рубежом, также освещаются многие вопросы развития и становления рассматриваемого инструмента. Однако эти работы носят в основном вторичный характер.

При этом иностранных и российских авторов, рассматривавших секьюритизацию финансовых активов в целом и ипотечных активов в частности до кризиса, безусловно объединяет почти единодушное толкование данного инструмента как одного из наиболее эффективных инновационных способов привлечения финансирования, дающего экономике страны возможность пользоваться ресурсами как внутреннего, так и международного финансовых рынков. Несравненно меньше пишут о недостатках механизма рефинансирования через секьюритизацию. Такая позиция представляется по меньшей мере односторонней.

С учетом этого имеющие хождение в литературе определения сути секьюритизации в целом и ипотечных активов (кредитов) в частности нельзя признать безу-

пречными, они оставляют без ответов некоторые связанные с рассматриваемыми процессами вопросы. Чтобы ответить на них и предложить более обоснованное определение исследуемого инструмента, необходимо детальнее рассмотреть сами процедуры секьюритизации.

Отдельные авторы отмечали одно-два конкретных непринципиальных недостатка секьюритизации. Между тем требуется внести ясность в вопрос о том, какими внутренними изъянами обладают механизмы секьюритизации, которые при определенных обстоятельствах могут приводить к крайне нежелательным последствиям, как это и случилось в последние годы (глобальный финансовый кризис). То есть необходимо выяснить, какие риски, прежде всего для финансового рынка в целом, внутренне присущи операциям секьюритизации, и как противостоять таким рискам.

Требуют дальнейшей разработки многие другие вопросы, связанные с нормативно-правовым регулированием, выбором оптимальной модели (моделей) секьюритизации и практической организацией операций (сделок) секьюритизации.

**Цели и задачи диссертационного исследования**

**Целью** настоящей диссертационной работы является выяснение объективного содержания практически применяющихся моделей секьюритизации финансовых активов, их достоинств и недостатков, связанных с ними рисков и на этой основе определение перспектив развития секьюритизации ипотечных активов в России как инструмента привлечения долгосрочного финансирования.

Для достижения указанной цели исследования в работе ставятся и решаются, в частности, следующие **основные задачи:**

1. изучить практический опыт сделок секьюритизации и особенности их проведения в других странах и в России до и в ходе глобального финансового кризиса;
2. выяснить положительные и отрицательные содержательные моменты инструмента секьюритизации, выявить риски, связанные с проведением сделок секьюритизации и предложить методы их снижения;
3. проанализировать законодательные и иные нормативно-правовые основы ведения операций секьюритизации в России, выявить их слабые места и возможности усиления;
4. рассмотреть возможные методы и механизмы оценки эффективности сделок секьюритизации ипотечных активов в России;
5. оценить возможности применения моделей для оценки эффективности сделок секьюритизации ипотечных активов в России;

6) определить перспективы развития секьюритизации ипотечных активов в  
России в ближайшие годы.

**Объектом исследования** являются сделки секьюритизации ипотечных активов в России (на сегодняшний момент проведено всего 18 таких сделок).

**Предметом исследования** являются финансовые, правовые, организационные и иные механизмы формирования, осуществления и развития сделок секьюритизации ипотечных активов на российском рынке ценных бумаг.

**Теоретическую и методологическую базу исследования** составили разработки, концепции и гипотезы, содержащиеся в работах российских и зарубежных ученых и представленные в современной экономической литературе по проблемам анализа, прогнозирования и развития сделок секьюритизации в России и за рубежом.

В ходе исследования использовался анализ перспектив развития сделок секьюритизации ипотечных активов в России, регрессионный анализ, финансовые модели для оценки эффективности сделок секьюритизации ипотечных активов.

**Информационной базой исследования** послужили публикуемые Банком России данные о деятельности в рассматриваемой сфере российских банках, других компаний - организаторов сделок секьюритизации ипотечных активов в России, а также сведения, публикуемые на специализированных интернет-сайтах, освещающих проблемы развития ипотечного кредитования в России и секьюритизации ипотечных активов (, , и др.).

В ходе исследования автор опирался на относящиеся к рассматриваемой проблематике законодательные акты Российской Федерации (федеральные законы об ипотечных ценных бумагах, о банках и банковской деятельности, о несостоятельности кредитных организаций, о залоге недвижимости и др.). Были также изучены соответствующие нормативно-правовые акты регулирующих органов в области ипотечного кредитования и секьюритизации ипотечных активов.

Работа выполнена в соответствии с пунктами 3.6, 3.7, 9.10, 9.17 Паспорта специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Научная новизна работы** определяется тем, что в диссертации практически впервые решен комплекс проблем теории и практики секьюритизации ипотечных и иных активов за рубежом и России с учетом уроков мирового финансового кризиса, сформулирован ряд основополагающих научных положений по вопросам секьюритизации финансовых активов, предложены практические рекомендации по использованию в российской экономике инструмента секьюритизации ипотечных активов.

**Основные научные результаты исследования,** определяющие личный вклад соискателя в разработку темы, состоят в выдвижении и обосновании следующих выводов и положений.

1. Выяснена объективная основа происхождения секьюритизации и ее место среди других инструментов решения проблем ипотечного кредитования.

Обосновано, что каждая из основных моделей ипотечного жилищного кредитования, выработанных мировой практикой, может реализовываться в большем или меньшем числе вариантов и подвариантов, в силу чего понятия «ипотека» и «ипотечное кредитование» оказываются недостаточно четкими.

Доказано, что проблема ипотечного жилищного кредитования имеет разный смысл для разных заинтересованных сторон. Для общества в целом - это прежде всего проблема объемов жилищного строительства в стране (регионе), качества жилья, его доступности по цене для средне- и слабообеспеченных слоев населения. Для банков она смотрится как проблема формирования в их пассивах значительных объемов надежных долгосрочных и недорогих ресурсов для кредитования. Однако у коммерческих банков «длинных» и больших ресурсов не бывает или бывает мало. Отсюда, сделан вывод, следует жесткая необходимость наличия работоспособных финансовых и иных инструментов, способных помочь в разрешении указанного противоречия - обеспечивать социально актуальное долгосрочное ипотечное жилищное кредитование при объективном недостатке у кредиторов - лиц с недостаточными доходами адекватных по суммам и срокам денежных ресурсов. Аргументируется, что секъюритизация - только один из механизмов такого рода, один из способов «удлинения» привлеченных средств и соответственно кредитов, в том числе жилищных ипотечных, используемый лишь в некоторых моделях ипотечного кредитования.

2. Классифицированы виды секьюритизации, выявлены недостатки данного  
инструмента, предложено новое определение секьюритизации.

Выделены два основных вида секьюритизации: традиционная (классическая, американская) и синтетическая (европейская), между которыми имеются серьезные различия. Доказывается, что первый вид секьюритизации - это внебалансовый способ рефинансирования, в значительной степени искусственный метод улучшения балансовых показателей банков-кредиторов, показателей рискованности их деятельности, т.е. по сути это метод перекладывания рисков с одного лица на другое -либо на специальный государственный институт, либо на специальное «подставное» юридическое лицо, и что при определенных условиях это обстоятельство само может стать источником рисков для финансовых рынков.

Выделены внутренние изъяны механизмов секьюритизации (прежде всего классической), которые при определенных обстоятельствах могут приводить даже к таким последствиям, как глобальный финансовый кризис. Сделан вывод о том, что операции секьюритизации - операции (сделки) достаточно рискованные, причем главным образом для финансового рынка в целом.

Определены также ключевые провалы в регулировании финансовых рынков в целом и процессов секьюритизации в частности.

С учетом сложившейся практики секьюритизации предложено следующее ее определение: «Секьюритизация активов - это процесс выпуска и обслуживания (обращения на вторичном рынке) разнообразных ценных бумаг, пользующихся спросом на рынке, на основе специально выделяемых групп нерыночных (неликвидных, недостаточно ликвидных) финансовых активов с целью обеспечения опосредованного таким способом фактического участия таких активов в экономическом обороте».

3. Определены основные риски секьюритизации и предложены механизмы  
управления ими.

Выделены комплексные группы рисков 1) риски секьюритизированных активов; 2) так называемые структурные риски («институциональные» риски и риски, связанные со сделками); 3) риски, связанные с ценными бумагами, обеспеченными залогом ипотечных активов.

Предложены механизмы (инструменты) для внутреннего управления указанными рисками: дополнительное обеспечение; субординация ценных бумаг (структурирование траншей); избыточный спред; структурная поддержка; резервные фонды и др.; для внешнего управления данными рисками: обеспечение ликвидности (кредитная поддержка); подтвержденные аккредитивы; страхование рисков активов и др.

4. Выделены три вида сделок секьюритизации, используемые российскими  
банками: 1) трансграничная секьюритизация; 2) локальная секьюритизация; 3) секь-  
юритизация с использованием механизма закрытых паевых инвестиционных фон  
дов, определены классы секьюритизированных активов. Сделан вывод о том, что  
российский финансовый рынок пока еще в небольшой мере заражен «токсичными»  
финансовыми инструментами, поскольку в стране было проведено мало сделок  
секьюритизации.

Сформулированы основные проблемы, сдерживающие дальнейшее развитие в стране ипотечного жилищного кредитования и секьюритизации ипотечных активов, Доказывается, что для целей стимулирования ипотечного кредитования и снижения рисков секьюритизации нужны новые для российской практики законодательно за-

крепленные механизмы контроля и регулирования соответствующих процессов. В работе предложены структурированные элементы таких механизмов.

Ставится вопрос о роли государства в налаживании законных и эффективных процессов секьюритизации. Выделены два необходимых направления соответствующей деятельности государства в условиях текущего кризиса, показаны условия, при которых они реализуемы,

5. Разработана и апробирована модель оценки эффективности (экономиче  
ской целесообразности) сделок секьюритизации ипотечного долга,

Аргументируется, что модель (стандартный набор трех групп аналитических показателей и процедуры их расчета и оценивания результатов) включает следующие важные параметры сделок: 1) анализ ипотечных ценных бумаг; 2) анализ обеспечения; 3) анализ потерь при взысканиях и существовании просроченных платежей, а также влияния просрочек и дефолтов на стоимость облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами; 4) оценка ликвидности.

Используя указанную финансовую модель, тестируются два осуществленных российскими организациями (ипотечными агентами АИЖК) выпуска облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами. На основе такого анализа сформулированы главные задачи, стоящие на современном этапе перед российским рынком секьюритизации ипотечных активов: создавать условий для выпуска обеспеченных облигаций; выбрать модель развития в стране секьюритизации ипотечных активов; изменить законодательства в целях его максимальной четкости и транспарентности; сочетать государственную и частную активности в поиске долгосрочных источников финансирования и снижения рисков.

6. Сделан вывод о том, что послекризисное дальнейшее развитие в россий  
ской экономике процессов секьюритизации нуждается в разработке соответствую  
щей концепции (возможно, в рамках более общего концептуального документа) и  
программы (плана) конкретных практических действий, способных реализовать идеи  
такой концепции.

**Практическая значимость** работы заключается в том, что основные научные положения, выводы и практические рекомендации, содержащиеся в диссертационной работе, могут использоваться в качестве научно-методической основы для:

- дальнейших углубленных исследований специалистами продолжающего ос  
таваться актуальным комплекса вопросов, связанных с ипотекой и секьюритизацией  
финансовых, в том числе ипотечных, активов;

- формирования регулирующими органами более взвешенных и эффективных для финансового рынка в целом и реальной экономики институциональных условий осуществления экономическими агентами операций (сделок) секьюритизации финансовых активов;

- построения коммерческими банками и другими участниками сделок секьюри  
тизации более надежных и эффективных механизмов подготовки и проведения таких  
сделок.

**Апробация и реализация результатов исследования**

Основные положения и выводы, содержащиеся в диссертационной работе, изложены автором в 2 опубликованных работах общим объемом в 0,9 п.л., докладывались и обсуждались на научном семинаре кафедры управления банковской деятельностью ГУУ. Автор имеет также 3 другие публикации по банковской тематике объемом в 1,5 п.л.

Практические результаты диссертационной работы используются в банке «Еврокредит», что подтверждается соответствующим документом.

**Структура работы.** Диссертационная работа состоит из введения, 3 глав, заключения, библиографии (112 пунктов) и приложений. Общий объем диссертации составляет 193 страницы, в том числе 159 страниц основного текста (без библиографии и приложений). Диссертация включает 25 таблиц, 3 схемы, 5 графиков, 3 диаграммы, 6 приложений.

## Секьюритизация и глобальный финансовый кризис

Величина риска невозврата ипотечного кредита оценивается по двум факторам - достаточности дохода заемщика для ежемесячных выплат в погашение кредита и по негативной части его кредитной истории. Величина второй составляющей риска может определяться по данным судебной практики, т.е. по тому, сколько требуется потратить времени и средств на выселение заемщика из заложенного жилья и на реализацию этого жилья. Кроме того, здесь имеет значение, удастся ли реализовать жилье за сумму большую, чем сумма кредита, выданная банком. Следовательно, величина этого риска зависит от доли, занимаемой кредитом в стоимости жилья. Чем больше эта доля, тем выше риск для банка.

Значимым при традиционной модели ипотечного кредитования оказывается процентный риск: т.е. риск неблагоприятного изменения процентных ставок на рынке. Поскольку ипотечные кредиты почти всегда долгосрочны (выдаются, как правило, на 5-15 лет, а в некоторых случаях - до 30 лет1), то вероятность такого изменения, процентных ставок всегда велика. Фактически единственный радикальный способ управления процентным риском в рамках рассматриваемой модели - применение переменных процентных ставок по ипотечным кредитам. Однако этот механизм очень рискован и в странах с неустойчивой экономикой его применение сильно затруднено, поскольку в результате его применения снижение процентного риска.мо-жет вести к увеличению кредитного риска (при.значительном увеличении выплат по кредиту они могут легко оказаться выше тех, которые посильны заемщику с его определенным собственным заработком).

Несмотря на все ее недостатки, традиционная модель широко используется в странах со стабильной экономикой. Она доминирует в Западной Европе, причем в некоторых странах (например, в Греции) никаких других моделей не существует вовсе. Распространенность этой модели в Европе связана с давними традициями использования там переменной процентной ставки.

В России банки, попытавшиеся в середине 1990-х гг. заняться ипотечным кредитованием, обнаружили, что у них нет возможности оценивать ни кредитный, ни процентный риски. Величину риска невозврата невозможно было оценить, поскольку значительная доля людей не регистрирует основную массу своих доходов и не имеет кредитной истории. Величину второй составляющей кредитного риска нельзя было оценить, так как не только неизвестно, сколько времени и средств надо затратить на выселение заемщика в случае дефолта, но и нет уверенности, что это вообще удастся сделать.

Банки нашли способ решить проблему кредитного риска за счет замены кредитования на аренду с правом выкупа. В этом случае квартира оформлялась в собственность не физическому лицу-заемщику, а дочерней компании банка. Заемщик заключал с ней договор аренды квартиры с правом выкупа. После того как он выплачивал ежемесячными арендными платежами указанную в договоре сумму, он получал квартиру в собственность. Если же он прекращал выплаты, то квартира оставалась в собственности дочерней компании банка. Назвать эту систему ипотечным кредитованием можно только с большой натяжкой. Кроме того, она так и не получила большого распространения из-за высоких рисков заемщика. Если дочерняя компания ликвидировалась, то заемщик лишался квартиры независимо от того, какую долю ее стоимости он уже погасил «арендными платежами».

Традиционная модель стала возникать в современной России первоначально в основном за счет поддержки американского правительства, которое выделило средства на создание фонда «США - Россия» (в дальнейшем - банк «ДельтаКре-дит»). Из этих денег часть была направлена в программу, предоставляющую российским банкам средства на выдачу ипотечных кредитов. Средства предоставляются на срок 10 лет и только в случае, если заемщик может подтвердить, что ежемесячные выплаты по кредиту не превысят 35% его официальных доходов. Кроме того, заемщик должен оплатить не менее 20% стоимости квартиры из собственных средств. Круг заемщиков оказывается достаточно узким.

Банки получают по этой программе долгосрочные ресурсы и не несут процентного риска. На банках остается только кредитный риск, величина которого остается не вполне определенной. Банки обычно компенсируют неопределенность либо за счет предоставления кредитов только сотрудникам компаний - клиентов банка, либо за счет тщательной проверки каждого заемщика (биография, связи, хобби и т.д.).

Около 20% общего объема ипотечного кредитования в Западной Европе осуществляется за счет принципиально иной модели, в которой в качестве источника средств используются не депозиты (вклады), а ресурсы организаций, действующих на фондовом рынке и заинтересованных в инвестировании в долгосрочные активы. Для получения средств этих инвесторов банки продают на фондовом рынке ипотечные облигации (закладные). Ипотечные облигации - это по сути банковские облигации, обеспеченные конкретными активами - ипотечными кредитами и соответственно заложенной по этим кредитам недвижимостью. В случае банкротства банка эти активы выделяются и используются для гашения обязательств банка перед держателями таких облигаций. Действуют специальные банковские нормы, регулирующие соответствие стоимости заложенного имущества и объема выпущенных ипотечных облигаций. Например, в Германии и в Австрии сумма задолженности по ипотечным облигациям не должна превышать 60% стоимости заложенного имущества. В Дании эта доля составляет 80%1.

В большинстве европейских стран заниматься ипотечным кредитованием за счет выпуска ипотечных облигаций, вправе только строго ограниченное число банков. Почти все такие банки узко специализированы на этом виде, бизнеса: Именно эти банки принято называть ипотечными.

Несмотря на свою долгую историю, модель ипотечных облигацийдостаточно мало распространена. Но она традиционна для Дании, Швеции и Германии. При этом в Дании практически все ипотечные кредиты финансируются за счет выпуска ипотечных облигаций, в Швеции - около 70%. На немецком рынке ипотечные облигации занимают около 20%.

В некоторых европейских странах (Великобритании, Ирландии, Бельгии, Греции, Италии) данная модель вообще не применяется. В других европейских странах она используется, но в очень малых объемах.

В России для реализации рассматриваемой модели ипотеки был принят Закон № 152-ФЗ от 11.11.2003 г. «06" ипотечных ценных бумагах», а Банк России разработал Инструкцию № 112 от 31.03.2004 г. «Об обязательных нормативах кредитных организаций, осуществляющих эмиссию облигаций с ипотечным по крытием». Однако внедряется модель в отечественную практику с большими трудностями.

Суть этой модели заключается в том, что банк, выдав ипотечный кредит, быстро продает его специальной организации, именуемой кондуитом. Кредит при этом уходит с баланса банка и переходит на баланс кондуита. С момента продажи банк не несет никаких рисков по этому кредиту и в сущности может про него просто забыть. Если по кредиту возникнет дефолт, то убытки будет нести кондуит.

Кондуит - обычно государственная или гарантируемая государством организация - собирает купленные кредиты в пулы и продает их инвесторам (как крупным, например, пенсионным фондам, страховым компаниям, так и мелким инвесторам, желающим разместить свои средства под процент более высокий, нежели дают за банковские депозиты) в виде MBS (mortgage backed securities) - ценных бумаг, обеспеченных ипотекой1. Тем самым данная организация проводит так называемую секъюритизацию ипотечных кредитов с использованием ресурсов, привлекаемых на фондовом рынке посредством специальных ипотечных облигаций2 (о се къюритиза-ции см. далее). При этом кондуит дает инвестору гарантию своевременной выплаты основного долга и процентов по этим ценным бумагам, т.е. страховку от кредитного риска.

## Ипотечное кредитование в период кризиса

Россия вот уже много лет пытается модернизировать экономику, при этом секьюритизация ипотечных активов может выступать как один из двигателей перемен в странах с развивающейся экономикой и развивающимися финансовыми инструментами. Поэтому модернизация законодательной и рыночной инфраструктур имеет важное значение. Сделки секьюритизации относятся к достаточно сложным инструментам, поэтому необходима особая правовая среда для развития подобных инструментов. Такие параметры, как прозрачность, гибкость и интегрированность правовых систем в развивающихся странах иногда не достигаются, что снижает эффективность сделок секьюритизации и требует реформирования систем.

Как уже отмечалось в начале главы 1 диссертации, правовую базу ведения российскими банками операций ипотечного кредитования и секьюритизации помимо иных норм банковского законодательства и-актов Центрального банка, относящихся к организациив коммерческих банках кредитного процесса в целом, составляет целый пакет законов и иных нормативных правовых актов, в который входят:

А отдельные нормы части I Гражданского кодекса РФ (далее также - ГК РФ или ГК) (ст. 131 «Государственная регистрация недвижимости», ст. 164 «Государственная регистрация сделок», отдельные статьи главы 17 «Право собственности и другие вещные права на землю» и главы 18 «Право собственности и другие вещные права на жилые помещения», 3 «Залог» главы 23 «Обеспечение исполнения обязательств», в том числе ст. 334 «Понятие и основания возникновения залога»; «Об особенностях ... регистрации договоров участия в долевом строительстве, прав, ограничений (обременении) прав на объекты недвижимого имущества в связи с долевым строительством объектов недвижимого имущества» (утверждена приказом № 82 от 9.06. 2005 г.); «О порядке ... регистрации ипотеки объектов недвижимого имущества» (утверждена приказом №213 от 15.06.2006 г.); «Об особенностях внесения записей в Единый государственный реестр прав на недвижимое имущество и сделок с ним при ... регистрации прав на объекты недвижимого имущества, являющиеся общим имуществом в многоквартирном доме, предоставления информации о зарегистрированных правах общей долевой собственности на такие объекты недвижимого имущества» (утверждена приказом № 29 от 14.02.2007 г.). В Законе «Об ипотеке (залоге недвижимости)» (далее также - Закон об ипотеке) следует отметить следующие особенности залога недвижимости по сравнению с обычным залогом и иные присущие именно ипотеке характеристики.

1. В случае ипотеки залогодателем может быть сам должник по обязательству, обеспеченному ипотекой, или лицо, не участвующее в этом обязательстве (третье лицо). При этом имущество, на которое установлена ипотека, остается у залогодателя в его владении и пользовании (ст. 1).

2. Залог земельных участков, предприятий, зданий, сооружений, квартир и другого недвижимого имущества может возникать лишь постольку, поскольку их оборот допускается федеральными законами (ст. 1).

3. Ипотека может быть установлена в обеспечение обязательства по кредитному договору, по договору займа или иного обязательства, в том числе обязательства, основанного на купле-продаже, аренде, подряде, другом договоре, причинении вреда, если иное не предусмотрено в федеральном законе (ст. 2).

4. Требования, которые могут обеспечиваться ипотекой (ст. 3): - ипотека обеспечивает уплату залогодержателю основной суммы долга по кредитному договору или иному обеспечиваемому ипотекой обязательству полностью либо в части, предусмотренной в договоре об ипотеке; - ипотека, установленная в обеспечение исполнения кредитного договора или-договора займа с условием.выплаты процентов, обеспечивает также уплату кредитору (заимодавцу) причитающихся ему процентов за пользование кредитом (заемными средствами); - если в договоре не предусмотрено иное, то ипотека обеспечивает также уплату залогодержателю сумм, причитающихся ему: 1) в возмещение убытков и/или в качестве неустойки (штрафа, пени) вследствие неисполнения, просрочки исполнения или иного ненадлежащего исполнения обеспеченного ипотекой обязательства; 2) в виде процентов за неправомерное пользование чужими деньгами; 3) в возмещение судебных издержек и иных расходов, вызванных обращением взыскания на заложенное имущество; 4) в возмещение расходов на реализацию заложенного имущества.

При этом если в договоре не предусмотрено иное, то ипотека обеспечивает требования залогодержателя в том объеме, какой они имеют к моменту их удовлетворения за счет заложенного имущества. В случаях, когда залогодержатель в соответствии с условиями договора об ипотеке или в силу необходимости обеспечить сохранение имущества, заложенного по этому договору, вынужден нести расходы на его содержание и/или охрану либо на погашение задолженности залогодателя по связанным с этим имуществом налогам, сборам или коммунальным платежам, то возмещение залогодержателю таких необходимых расходов обеспечивается за счет заложенного имущества (ст. 4).

Имущество, которое может быть предметом ипотеки (ст. 5): по договору об ипотеке может быть заложено недвижимое имущество, указанное в ст. 130 ГК РФ, права на которое надлежащим образом зарегистрированы, в том числе: 1) земельные участки, за исключением земельных участков, указанных в ст. 63 Закона об ипотеке1; 2) предприятия, здания, сооружения и иное недвижимое имущество, используемое в предпринимательской деятельности; 3) жилые дома, квартиры и части жилых домов и квартир, состоящие из одной или нескольких изолированных комнат; 4) дачи, садовые дома, гаражи и другие строения потребительского назначения; 5) воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания и космические объекты. При этом: - здания, в томчисле жилые дома и иные строения; включая не завершенные строительством объекты недвижимого имущества, возводимые на земельном участке, и сооружения, непосредственно связанные с землей, могут быть предметом ипотеки при условии соблюдения правил ст. 69 Закона об ипотеке2;

## Финансовая модель для анализа эффективности сделок секьюритизации

Частным случаем ABS являются ипотечные ценные бумаги (ИЦБ), в англоязычной литературе называемые MBS (mortgage-backed securities), Другими словами, ИЦБ представляют собой долговые ценные бумаги эмитента, рефинансируемые с помощью обязательств по одному или нескольким ипотечным кредитам.

При этом сам механизм секьюритизации ипотечных активов, как тоже было показано, представляет собой непосредственный выпуск ипотечных ценных бумаг, обеспеченных пулом ипотечных активов с подобными характеристиками и условиями кредитования. Такие бумаги, выпущенные в процессе сделок секьюритизации ипотечных активов, можно понимать и как переводные ипотечные ценные бумаги (passhrough securities).

С ИЦБ связаны некоторые специфические моменты, которые необходимо иметь в виду при работе с ними. Например, периоды и суммы выплат по ИЦБ зависят от погашений заемщиками по ипотечным кредитам; держатель ИЦБ вынужден нести специфический риск досрочного погашения ипотечного кредита; инвестор не может сказать, сколько он получит по ипотечной ценной бумаге, а следовательно, срок до погашения данных бумаг тоже не определен.

Следствием этих особенностей выступает такой человеческий фактор, как неопределенность, непредсказуемость возможного поведения заемщиков ипотечных кредитов, что вызывает дополнительные трудности в структурировании сделок секьюритизации1. Указанный фактор активно действует в ситуации, когда события человеческой жизни переплетается с механизмами функционирования финансовых рынков2

Существует много моделей для анализа различных ценных бумаг, в частности ипотечных, которые выпускаются при сделках секьюритизации ипотечных активов. Определенный интерес представляет следующий метод анализа ипотечных ценных бумаг, предлагаемый сотрудником одного из российских банков3. Автор метода предлагает разделить анализ таких бумаг на следующие 4 стадии (табл. 3.1).

На первом этапе выделяется некий массив факторов, которые в той или иной степени могут повлиять на результаты анализа. В числе таких факторов будет, например; процентная ставка; Можно рассмотреть различные модели движения процентных ставок: динамика ставок подчиняется определенному правилу или закону, или просто не меняется в течение какого-то периода времени. Ещё одним специфическим.фактором, который может повлиять только при инвестировании в ипотечные ценные бумаги, является сам человек, точнее, обстоятельства его жизни, которые влияют на платежеспособность клиентов - заемщиков по ипотечным кредитам. Здесь также выделяются риски, которые могут быть связаны с различными сценариями развития событий.

На втором этапа следует изучить сами ипотечные активы, используемые в качестве обеспечения ипотечных ценных бумаг, т.е. изучить факторы, влияющие на потоки платежей заемщиков по ипотечным кредитам. Здесь важно оценить, в частности, вероятность нежелательного досрочного возврата кредитов, в том числе вызванного дефолтом заемщика, и, следовательно, вероятность убытков, которые могут последовать от предыдущих событий и повлиять на исполнение обязательств по выпущенным ипотечным ценным бумагам. Например, можно ввести временные ограничения на досрочный возврат ипотечного кредита, или предусмотреть штрафные санкции, если заемщик преждевременно возвращает ипотечный кредит.

Третий этап представляется наиболее сложным, так как при рассмотрении структуры доходов и расходов размер выплат по ипотечным ценным бумагам зави 122 сит от многих параметров, сценариев развития событий, в частности от досрочных возвратов, убытков и пр. При этом на данном этапе необходимо рассчитать поток платежей по ипотечным ценным бумагам. Здесь учитываются все отчеты и результаты анализов на предыдущих этапах.

Очень сложно определить особенности рыночного «поведения» ипотечных ценных бумаг, меняющегося под влиянием разнообразных факторов, так как сам ипотечный кредит - это, как правило, уникальный финансовый инструмент со своими специфическими характеристиками, к тому же платежи по таким кредитам не подчиняются какому-то логическому математическому правилу. Правила распределения полученных платежей по ипотечным кредитам среди различных траншей или классов ипотечных бумаг также иногда чрезвычайно сложны.

Последний этап предполагает получение (формулирование) неких обобщенных показателей, с помощью которых можно сделать вывод о том, какие бумаги котируются по более высоким ценам, а какие нет1, и почему так происходит. Основное внимание уделяется таким показателям, как доходность, стоимость и риски.

Доходы по ипотечным ценным бумагам - это представленные в определенных пропорциях возвращенные основные суммы ипотечных кредитов и уплаченные заёмщиками проценты за такие кредиты в соответствии с кредитными договорами. Эти суммы распределяются между траншами ипотечных ценных бумаг, что особенно важно при различных видах бумаг. При этом фиксированные процентные платежи являются наиболее распространенным вариантом, размер процентного платежа пропорционален остатку задолженности.

Рассмотрим на примерах некоторых видов ипотечных ценных бумаг, используемых при сделках секьюритизации, как распределяются потоки основной суммы (ОС) и процентов:

Ипотечные ценные бумаги с последовательным погашением (sequential bonds). ОС сначала идет на погашение старших траншей и лишь затем - следующих по рангу. Подобные ипотечные бумаги сходны с обычными корпоративными долговыми бумагами (облигациями), так как период выплат основного долга по кредиту существенно сокращен. Возврат ОС происходит в конце срока обращения.

## Использование финансовой модели для анализа эффективности сделок секьюритизации ипотечных активов

В итоге анализа разных схем секьюритизации выделены следующие ее характерные признаки. В ходе секьюритизации выпускаются ценные бумаги. Именно данный при знак был положен в основу образования самого термина «секьюритизация». Но чтобы из множества выпускаемых ценных бумаг выделить те, которые связаны именно с секьюритизациеи, требуется знание и других внутренне присущих ей признаков.

Выплаты по выпускаемым в ходе секьюритизации1 ценнымбумагам осуществляются из средств, поступающих от заранее определенных активов. На роль источника платежа подходят далеко не все активы, а только те, что представляют собой либо денежные требования, либо ценные бумаги, удостоверяющие их. Здесь под денежными требованием понимается право одного субъекта (кредитора) получить от другого субъекта (должника) определенный объем денег в качестве платы за предоставление имущества, выполненные работы или оказанные услуги. При этом предпочтение отдается тем денежным требованиям, средства во исполнение обязательств по которым поступают регулярно, и возможно установить, какой объем средств поступит от них за все время их существования.

Между ценными бумагами, выпускаемыми в ходе секьюритизации, и активами, вовлеченными в процесс их обслуживания, существует тесная связь. Она проявляет себя, в частности, при установлении таких параметров ценных бумаг, как срок обращения и объем эмиссии. Главным ориентиром при определении срока, на который выпускаются ценные бумаги, служат сведения о периоде времени, в течение которого от некоторых заранее определенных активов будут поступать средства, а при определении суммы эмиссии - сведения о планируемом их объеме за данный период. При этом устанавливаются ограничения на отклонение от заданного ориентира как в одну, так и в другую сторону.

В итоге предложено следующее по сути новое определение рассматриваемого явления: секьюритизация активов - это процесс выпуска и обслуживания (обращения на вторичном рынке) разнообразных ценных бумаг, пользующихся спросом на рынке, на основе специально выделяемых групп нерыночных (неликвидных или недостаточно ликвидных) финансовых активов (дебиторской задолженности) с целью обеспечения опосредованного таким способом фактического участия таких активов в экономическом обороте.

Данное определение (в части, говорящей об операциях с неликвидными или недостаточно ликвидными активами) отражает суть той реальной практики секью-ритизации, которая послужила спусковым механизмом американского, а затем и мирового финансового кризиса. Это означает, что секьюритизация может и должна получить иное определение при другой практике ее проведения, т.е. при использовании в этом процессе иных, более качественных финансовых инструментов. Однако такая практика еще должна сложиться.

В широком (нестрогом) смысле секьюритизацией можно назвать любую структурированную сделку, в ходе которой регулярные потоки1 платежей, возникающие при обслуживании разнообразных финансовых активов, преобразуются в обязательства, выраженные в форме обращающихся, ценных бумаг, обеспечением которых служат те же самые активы. Виды задолженности, которые могут быть секьюритизированы, многочисленны и ограничены только воображением участников и законодательной базой, в рамках которой проводятся такие операции.

Причины финансовых кризисов всегда многообразны и обычно являются достаточно стандартными, повторяющимися от кризиса к кризису. В то же время-любая из стандартных причин системного кризиса (комбинации ряда макро- и микроэкономических факторов) может «сработать» в разных странах и- в разные периоды особенным образом, нестандартно. И тогда можно с определенной долей условности говорить о возникновении новой причины кризиса. В случае текущего глобального кризиса такой общей новой причиной стали недостаточно продуманные финансовые инновации в банковской сфере. Осознание этого обстоятельства можно считать важным достижением современной экономической и управленческой мысли.

Модель расширения кредита, основанная на создании и распространении новых сложных финансовых инструментов, применявшаяся в этот период многими финансовыми институтами, способствовала усугублению проблемы. Согласно данному подходу, банки выдавали кредиты главным образом с целью продать их дру 153 гим финансовым институтам, которые из них формировали пулы и выпускали ценные бумаги, обеспеченные активами (процесс секьюритизации). Данные инструменты (деривативы) с неопределенной стоимостью, низколиквидные по определению, в свою очередь выступали базой для новых структурированных инструментов. При этом создаваемые и торгуемые активы казались менее рискованными, чем были на самом деле. Секьюритизация привела к накоплению на балансах финансовых организаций сложных и трудно оцениваемых активов.

Секьюритизация и глобализация привели к усилению взаимозависимости между финансовыми институтами как внутри стран, так и между государствами.

Возрос финансовый леверидж. Финансовые институты пополняли свои портфели за счет заемного капитала. Это увеличивало их зависимость от капита-лоотдачи и во многом определялось оптимизмом и недооценкой рисков.

Кризис в финансовом секторе рыночно наиболее развитых стран причинно связан также с конфликтом интересов у ведущих операторов финансовых рынков и отсутствием действенного механизма их личной ответственности за свои действия, в чем наглядно проявляется настроенность данных рынков исключительно на спекулятивные операции в ущерб всей,остальной экономической жизни:

Другой важный фактор - провалы в регулировании. В США ситуация во многом была обусловлена поспешными инновациями в области финансовых инструментов, негативный потенциал которых при слабом регулировании, неэффективном риск-менеджменте и злоупотреблениях со стороны высших-менеджеров плохо, понимали и рынок, и регулирующие органы. В силу этого новые сложные финансовые инструменты, включая секьюритизацию активов рынка ипотечных кредитов, «помогли» финансовому кризису разрослись до коллапса.

По сути речь шла о вольном или невольном введении финансовыми институтами при попустительстве денежных властей в заблуждение широкой публики относительно достоинств новых финансовых инструментов, что равнозначно финансовому мошенничеству.

Проанализированы состояние и проблемы секьюритизации ипотечных-активов в России. Выделены три вида (типа, варианта) сделок секьюритизации, используемых российскими банками: 1) трансграничная секьюритизация; 2) локальная секьюритизация; 3) секьюритизация с использованием механизма закрытых паевых инвестиционных фондов, определены классы секьюритизированных активов. Сделан вывод о том, что российский финансовый рынок пока еще в небольшой