

МАГОМЕДОВ РУСЛАН МАГОМЕДОВИЧ

**СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АКТИВОВ, ОБЕСПЕЧЕННЫХ ИПОТЕЧНЫМИ
ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ**

специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва - 2010

Работа выполнена на кафедре «Финансы и кредит» Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации

Научный руководитель: кандидат экономических наук
Фрумина Светлана Викторовна

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Годин Александр Михайлович

доктор экономических наук, доцент
Куцури Георгий Николаевич

Ведущая организация: Российский государственный торгово-экономический университет

Защита состоится «16» февраля 2010 г. в 14.00 часов на заседании Совета по защите докторских и кандидатских диссертаций Д 226.003.01 при Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации по адресу: 109456, Москва, 4-й Вешняковский проезд, д.4, ауд. 113, тел. 371-06-11, 371-10-06.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Всероссийской государственной налоговой академии Министерства Финансов Российской Федерации.

Автореферат разослан «15» января 2010 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета,
кандидат экономических наук

В.М. Смирнов

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Во всем мире секьюритизация становится одним из главных инструментов финансирования коммерческих организаций, обеспечивающих привлечение дополнительных ресурсов путем продажи ценных бумаг, обеспеченных активами. И это представляется закономерным, поскольку именно благодаря секьюритизации у компаний и банков появляется возможность снизить нагрузку на капитал, привлекая дополнительные источники фондирования. 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, Л. Гуизо и др. главную причину разразившегося кризиса видят в механизме секьюритизации финансовых активов как таковом.

Несмотря на это подвергать сомнению жизнеспособность 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, поскольку секьюритизация на сегодняшний день является основным инструментом рефинансирования на российском рынке ипотечного кредитования. Приходится констатировать, что на сегодняшний день менее 5% рефинансированных ипотечных кредитов фондировано через выпуск ценных бумаг с использованием положений российского права. Подавляющее большинство сделок, даже в условиях кризиса, продолжает осуществляться в европейских странах, регулирование в которых является более совершенным и более приспособленным для проведения сделок подобного рода. К тому же, учитывая тот факт, что количество иностранных инвесторов, заинтересованных во вложениях в российские активы, значительно сократилось, проблема привлечения дополнительных источников финансирования обостряется.

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 регулятивного характера, способствующих совершенствованию процесса секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами в России.

Вышеотмеченное, а также существование ряда других актуальных и требующих научного обоснования проблем, обусловили выбор тематики и структуры исследования с целью обобщения существующего опыта управления процессом секьюритизации активов и выработки направлений, позволяющих активно использовать данный инновационный инструмент финансирования в России.

Особую актуальность приобретает выбор тематики исследования сегодня в условиях экономического кризиса, когда существует серьезная проблема привлечения долгосрочных финансовых ресурсов и определение роли государства в регулировании экономических процессов.

Степень разработанности проблемы.

Интерес научного сообщества к секьюритизации как инновационному инструменту финансирования способствовал публикации множества работ, посвященных роли секьюритизации в стабилизации финансовых показателей отдельно взятых финансовых институтов и раскрытию других ее преимуществ. Однако количество изданий, затрагивающих вопросы секьюритизации, ограничено, несмотря на чрезвычайную актуальность и интерес к этой проблеме со стороны российских финансистов.

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, И. Аксенова, В. Баклановой, И.Н. Рыковой, Н.В. Фисенко, А. Саркисянц, Л. Чепуриной.

Исследованию теоретико-методологических аспектов решения проблем инновационного финансирования посвящены работы таких западных специалистов как Х. П. Бэр, С.о Насаре-Азнар, О. Штекер, М. Визич и др.

Разработкам практического механизма привлечения инвестиций и моделям организации финансирования ипотечного жилищного кредитования в России, посвящены работы В. Аверченко, Э. Наумова, А.Н. Ужегова, М. Довгялло, А. Метелкина, А. Ткаченко, А.А. Туманова, В.К. Южелевского 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 российских и зарубежных ученых и исследователей: Л. Хейра, Г. Региной, Н. Логиновой, Л. Резвановой.

Вопросам законодательного регулирования секьюритизации активов посвящены работы таких известных западных экономистов, как Ж. Ж. В. Робе и П. Али. Среди российских правоведов и финансистов, исследующих проблему законодательного обеспечения секьюритизации, следует выделить труды Б.Д. Данзюрюн, Э. Джантухановой, О.М. Иванова, А. Казакова, А.Л. Морковкина, А. Некторова, Е. Николаевой, Е. Соколовой, Ю. Туктарова и др.

В сферу научного поиска также попали труды экономистов, рассматривающих причины возникновения и аспекты развития экономического кризиса: группы исследователей Всемирного банка, Института экономики переходного периода, М. Бланта, А. Гринспена, С. Вайна, В.Г. Немировского и других исследователей.

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.

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 активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами с учетом воздействующих на него в современных условиях рисков и поиск направлений, как со стороны регулирующих органов, так и со стороны основных участников сделок, способствующих активному развитию данного направления секьюритизации активов.

Отечественной наукой также не решена задача построения адаптированной к современным экономическим условиям модели секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами, способствующей привлечению на рынок внутренних 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 являются сделки секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами.

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

Методологическая основа исследования.

Исследование базируется на методологических и теоретических положениях, содержащихся в трудах отечественных и иностранных ученых, научных разработках международных организаций, посвященных исследованию процессов секьюритизации, формированию 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 процессов 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 кредитования, 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 и Института экономики переходного периода. Кроме того, автор использовал материалы и документы Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК), Аналитического Центра по ипотечному кредитованию и секьюритизации, научные монографии, 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, originатора, 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 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 originатора и сократить издержки проведения сделки.

Теоретическая значимость настоящего исследования заключается в систематизации понятийной базы, развивающей существующую совокупность теоретических разработок в области определения рисков сделок секьюритизации, а также в обобщении значительного массива данных

в области регулирования процесса секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами.

Результаты исследования, относящиеся к развитию теоретических концепций формирования модели секьюритизации, определению и группировке методов рефинансирования ипотечного кредитования с учетом передачи рисков, имеют **практическую направленность** и предложены в целях широкого использования при структурировании сделок секьюритизации активов с участием российских originаторов. Предлагаемые меры государственного регулирования процесса секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами, направлены на устранение диспропорций на российском рынке, позволяют решить основной блок проблем, ограничивающих развитие данного инновационного инструмента финансирования и могут быть использованы в практике государственного управления процессом секьюритизации активов и рефинансирования ипотечных кредитов.

Апробация результатов исследования. Основные выводы и предложения диссертационной работы докладывались и обсуждались на ряде межвузовских конференций: V Международной научно-практической конференции «Динамика научных исследований – 2009»; Международной научно-практической конференции «Мировая экономика и социум: от кризиса до кризиса».

Внедрение результатов исследования было осуществлено в АКБ «Северный Народный Банк» (ОАО) при разработке модели секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами, способствующей расширить круг участников сделки и сократить сопутствующие риски при привлечении дополнительных источников финансирования ипотечных программ.

Основные положения и результаты исследования используются в учебном процессе Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации при чтении дисциплин

«Рынок ценных бумаг», «Деньги, кредит, банки», «Управление банковскими рисками».

По теме диссертации опубликовано 8 научных работ, в том числе три статьи в изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией (ВАК), общим объемом 3,6 п.л., в том числе 3,5 – лично авторские.

Структура и объем исследования. Цели, задачи и логика проведения исследования определили следующую последовательность изложения материала:

Введение

Глава 1. Теоретические аспекты секьюритизации активов

1.1. Основные концепции секьюритизации активов

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 активов 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

Диссертация содержит 180 страниц машинописного текста, в том числе 10 таблиц, 36 рисунков, список использованной литературы, включающий 153 наименования, 4 приложения.

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ

Систематизированы риски, присущие сделкам секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами и разработана их классификация, основанная на определении состава участников сделки, включающая риски originатора, риски заемщика, риски специализированного юридического лица и риски инвестора.

Изучение концепций секьюритизации позволило сформулировать выводы, согласно которым секьюритизация является важным инструментом развития экономики. Используя данный инновационный инструмент, можно решить задачи снижения стоимости заемного финансирования, снижения долговой нагрузки на баланс компании, диверсификации источников финансирования, повышения эффективности использования капитала, снижения рисков, повышения ликвидности и повышения инвестиционной привлекательности компании.

Однако, несмотря на особую актуальность изучения секьюритизации и множеству публикаций, затрагивающих проблему ее развития в современных условиях, вопросам риск-менеджмента сделок уделено недостаточно внимания, что затрудняет применение секьюритизации в практике российских банков. Это послужило основанием для предложения классификации рисков, присущих сделкам секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами. Рассматриваемая в работе классификация основана на определении секьюритизации в общем виде как единстве четырех основных составляющих, включающих действия заемщика, originатора, специализированного юридического лица (спецюрлица) и инвесторов. В соответствии с выделенным классификационным признаком были сгруппированы риски, учитывающие всю совокупность отношений, возникающих при сделках подобного рода.

Так, к рискам заемщика предлагается отнести риск дефолта заемщика, риск изменения процентных ставок; к рискам originатора - риск невозврата кредита, риск досрочного погашения кредита, риск дефолта originатора; к

рискам спецюрлица - риск дефолта спецюрлица, документационные риски, правовые риски и к рискам инвестора - риск изменения процентных ставок, правовые риски и документационные риски (рис. 1).

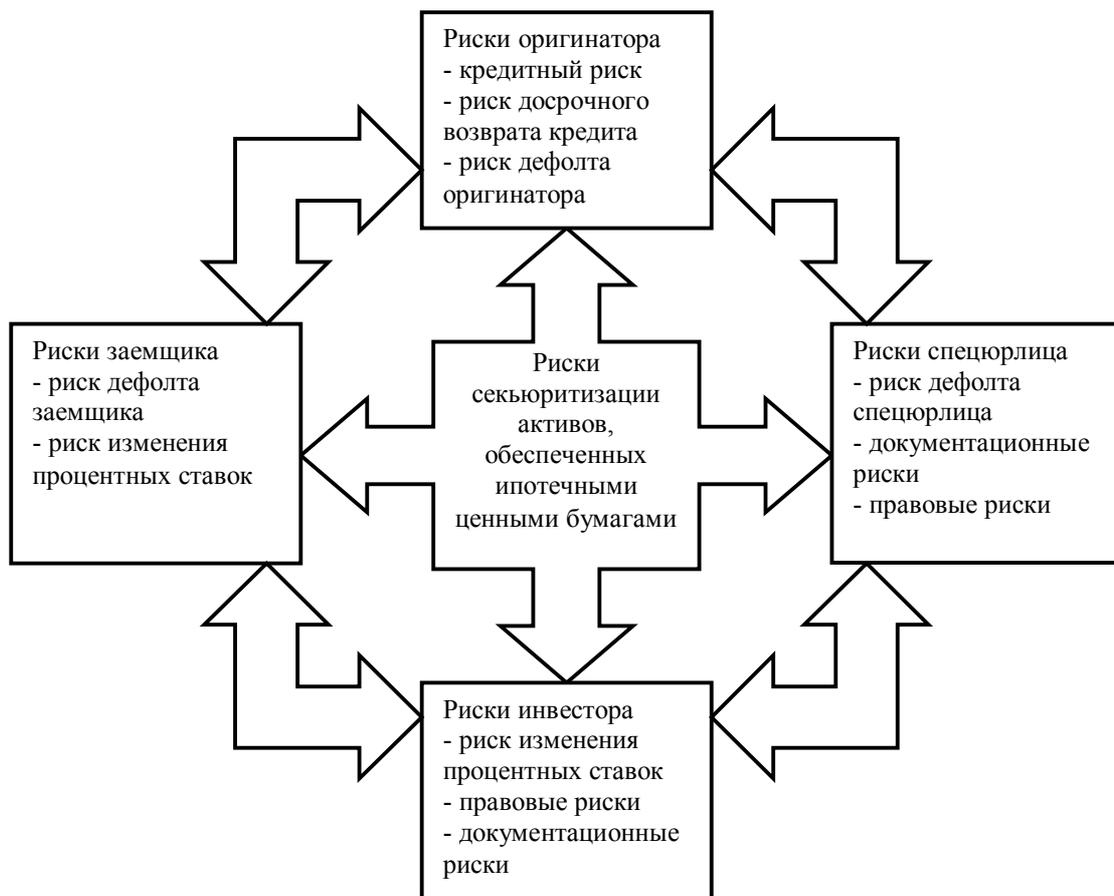


Рисунок 1. Классификация рисков секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами.

При исследовании различных комбинаций перечисленных рисков, было определено, что существующие на сегодняшний день в российской практике модели секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами, подвержены их масштабному воздействию. Это усложняет развитие данного инструмента финансирования и обуславливает необходимость поиска путей минимизации отмеченных рисков, в том числе и путем разработки новой модели секьюритизации. Причем необходимо отметить, что нашей задачей являлось выявление основных рисков в соответствии с предлагаемой классификацией, и были указаны только риски, присущие сделкам секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами, в отношении которых участники сделки могут занять активную позицию. Подробный же анализ всех существующих видов рисков,

присущих секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами, возможен только в процессе конкретной сделки.

Однако в рамках действующего законодательства, регламентирующего проведение сделок секьюритизации, не представляется возможным проводить секьюритизацию локального характера, ориентированную на российского инвестора и, соответственно, минимизировать характерные для подобных сделок риски.

Проведенный в диссертации анализ показал, что в настоящее время российское право регулирует осуществление сделок секьюритизации активов, обеспеченных ипотекой в рамках Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах», Федерального закона «О рынке ценных бумаг», Федерального закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)» и др. (рис. 2).

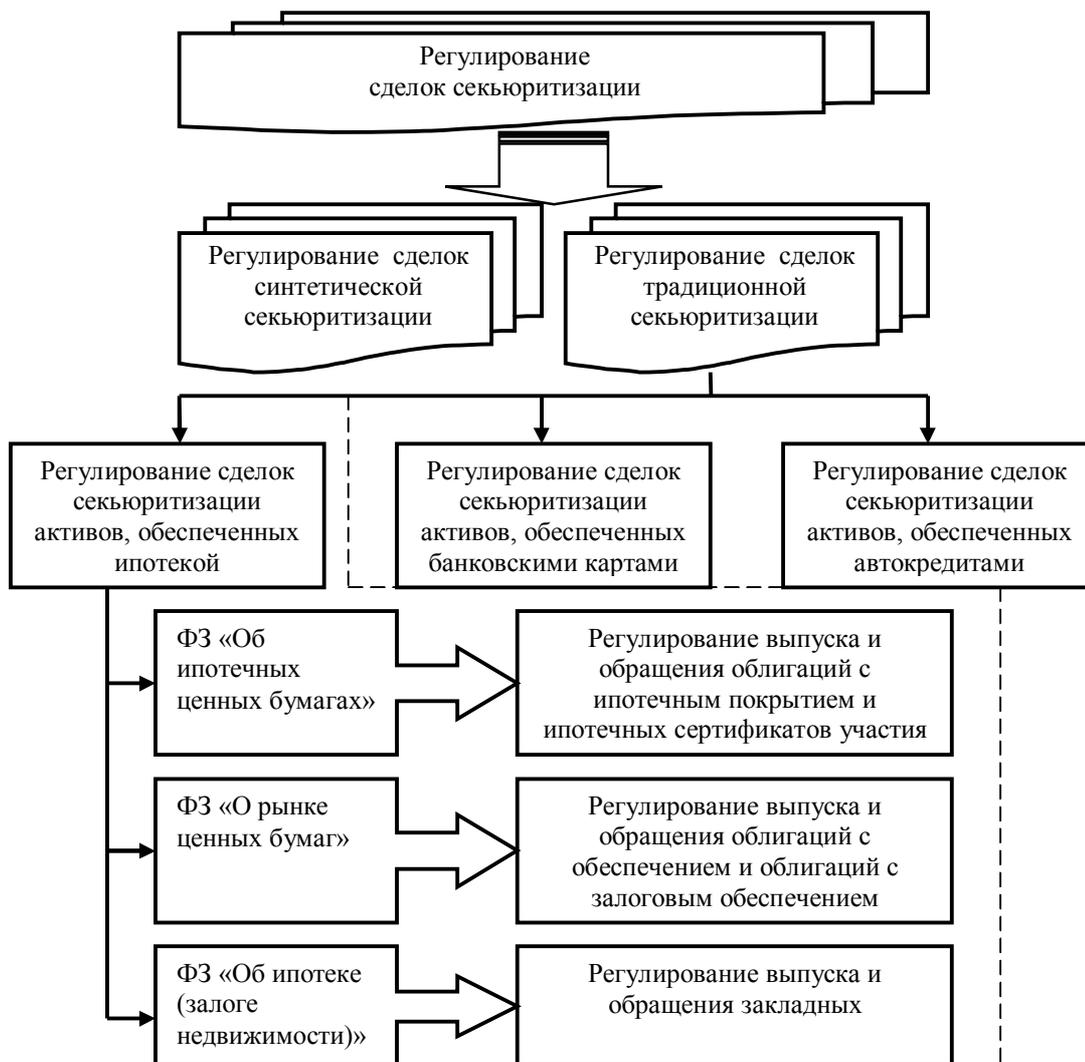


Рисунок 2. Регулирование сделок секьюритизации активов, обеспеченных ипотекой в Российской Федерации

Однако специальное правовое регулирование общей секьюритизации отсутствует, что ограничивает возможности проведения локальных сделок. Поэтому объективной необходимостью представляется предложение мер государственного регулирования, которые позволят с учетом выявленных рисков, разработать модель секьюритизации, наиболее адаптированную к современным российским условиям.

Предложен комплекс мер регулятивного характера, направленный на повышение привлекательности внутристрановой секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами, позволяющий решить спектр проблем, связанных с развитием рынка секьюритизации в России.

Анализ, проведенный в диссертационном исследовании, позволил определить, что основными препятствиями, стоящими на пути развития рынка секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами в России являются: недостаточный уровень развития внутренней инвестиционной базы; общая нехватка ликвидности на российских финансовых рынках и в банковском секторе; сохраняющиеся пробелы в законодательстве, и сопутствующая им неоднозначность толкования законодательной базы, необходимой для проведения секьюритизации; отсутствие юридических и налоговых прецедентов, позволявших количественно оценить существующие риски; недостаточность истории платежей по секьюритизированным активам на протяжении всего экономического цикла, особенно во времена экономического спада; ограниченный опыт и техническая база для проведения сделок по секьюритизации у оригинаторов и т.д.

В целях устранения отмеченных препятствий участниками ипотечного рынка, включая ипотечные банки, Агентства по ипотечному жилищному кредитованию, а также государственными органами и Центральным Банком в 2008 и 2009 годах был осуществлен ряд мероприятий. В частности, Центральный Банк включил в ломбардный список облигации с ипотечным

покрытием, в пользу которых выставлены гарантии бенефициаров (банков, инициировавших размещение таких облигаций), которым присвоен рейтинг необходимого уровня по международной шкале. Данные изменения делают возможным выпуск ценных бумаг эмитентами, не имеющими собственных кредитных рейтингов, и это может стимулировать банки на выпуск ипотечных бумаг, поскольку они смогут рассчитывать на спрос со стороны инвесторов.

Более того, в российское законодательство был введен институт депозитарного учета закладных, позволяющих передавать права на закладные путем записей по счетам депо в депозитории, аналогично порядку перехода прав по бездокументарным ценным бумагам. Введение системы депозитарного учета закладных позволяет обеспечить быструю и эффективную передачу большого количества закладных (пулов закладных) в процессе их рефинансирования, в том числе для целей их дальнейшей секьюритизации.

Однако, несмотря на предпринятые антикризисные мероприятия, многие вопросы до настоящего времени остаются нерешенными. Для выхода из сложившейся проблемной ситуации считаем необходимым предложить меры регулятивного характера, которые мы разделили на меры по повышению внутреннего спроса на ипотечные ценные бумаги, включающие отмену требования по соблюдению банками норматива рисков на одного заемщика в сделках по секьюритизации ипотеки; расширение возможностей инвестирования средств страховых резервов в ипотечные ценные бумаги и расширение списка ценных бумаг, принимаемых к ломбардному кредитованию и меры по снижению издержек на выпуск ценных бумаг, которые в свою очередь включают разработку и внедрение новых механизмов страхования; возможность рефинансирования кредита с меньшим первоначальным взносом и совершенствование секьюритизации всех видов активов (рис. 3).

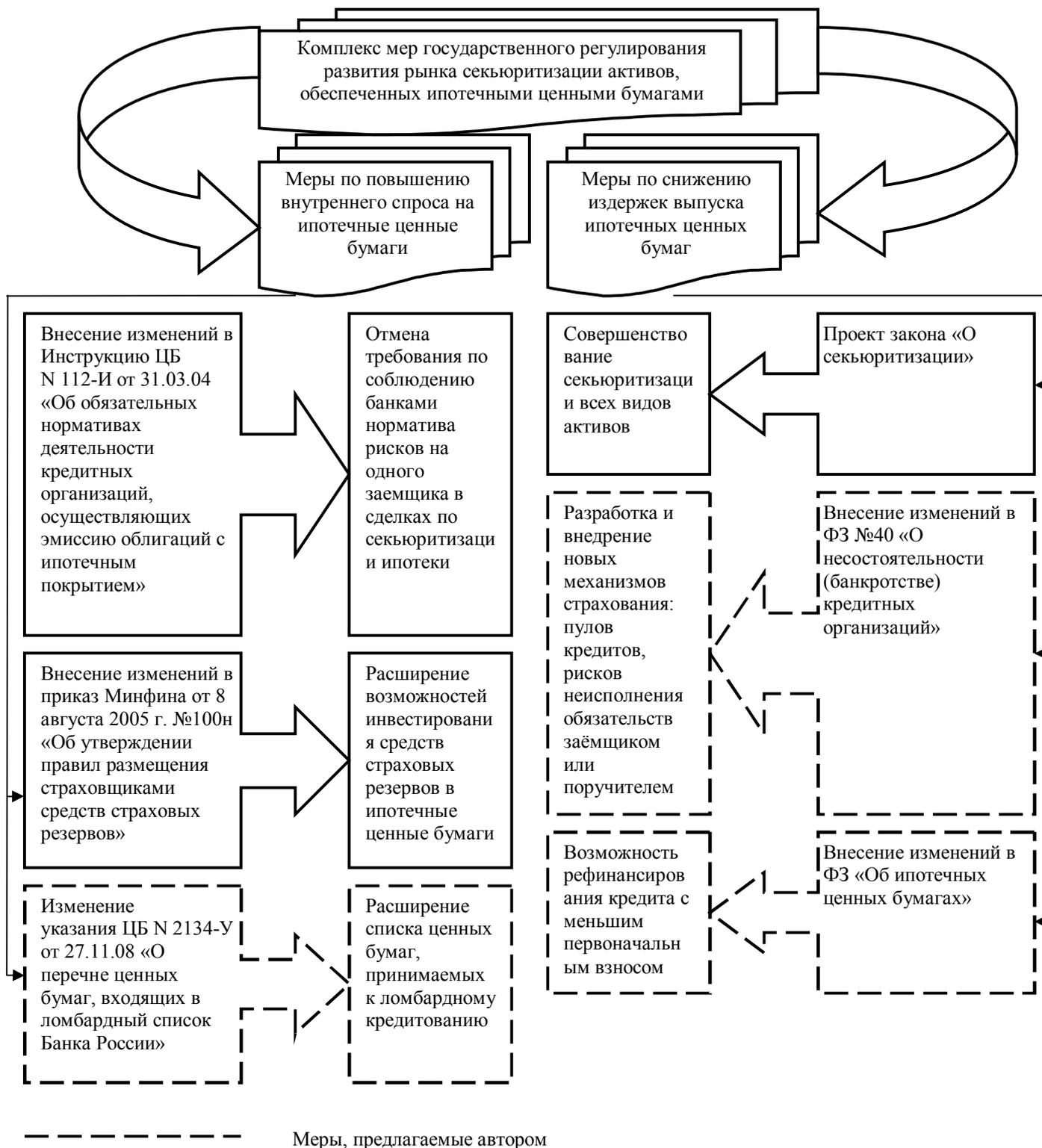


Рис. 3. Меры государственного регулирования российского рынка секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами

Предлагаемые меры позволят решить основные проблемы, связанные с развитием секьюритизации в России и будут способствовать ее дальнейшему прогрессивному развитию. А именно,

1. Отмена требования по соблюдению банками норматива рисков на одного заемщика (Н6) в сделках по секьюритизации ипотеки позволит облегчить мелким и средним банкам привлечение долгосрочных ресурсов через выпуск ипотечных облигаций.

2. Расширение возможностей инвестирования средств страховых резервов в ипотечные ценные бумаги будет способствовать решению важных задач обеспечения значительного роста спроса на ипотечные ценные бумаги и обеспечение более высокой доходности инвестирования страховых компаний.

3. Расширение списка ценных бумаг, принимаемых к ломбардному кредитованию, позволит покупателям после их приобретения заложить бумаги в Центральный Банк и поддержать свою ликвидность.

4. Принятие закона «О секьюритизации» будет способствовать обеспечению возможности секьюритизации различных видов активов (не только ипотечных кредитов) и усовершенствованию отдельных норм законодательства, действие которых будет распространяться и на эмиссию ипотечных ценных бумаг.

5. Разработка и внедрение новых механизмов страхования: пулов кредитов, рисков неисполнения обязательств заёмщиком или поручителем позволят банку формировать пул однородных ипотечных кредитов, передать их на баланс специального юридического лица, отделяя риски этого пула от собственных операционных рисков и застраховать этот пул активов.

6. Исключение из закона «Об ипотечных ценных бумагах», жесткого ограничения отношения суммы кредита к стоимости залога, которое на сегодняшний день составляет не более 70%, расширит возможности банков по рефинансированию ипотечных кредитов с меньшим первоначальным взносом.

Доказано, что в целях привлечения ресурсов на рынок ипотечного кредитования целесообразно использовать метод балансового рефинансирования ипотечных кредитов, основанный на выпуске

обеспеченных облигаций, проявивших наибольшую устойчивость в условиях кризиса.

Как известно, секьюритизация является одним из методов рефинансирования, однако, до настоящего времени недостаточно востребованным. В связи с этим, особую актуальность приобретает определение методов рефинансирования, получивших наибольшее распространение в России в период экономической нестабильности.

Анализ проводимых сделок рефинансирования ипотечных кредитов в Российской Федерации позволил определить, что в большей части способы, используемые для рефинансирования российских ипотечных кредитов, основаны на продаже актива и реже на залоге актива. Это позволило нам предложить разделение доступных для российских кредиторов методы рефинансирования на балансовые и внебалансовые. Причем к балансовым методам рефинансирования ипотечных кредитов считаем целесообразным отнести: выпуск банками облигаций с ипотечным покрытием и выпуск облигаций с залоговым обеспечением, а к внебалансовым - продажу закладных; выпуск агентских облигаций с ипотечным покрытием; выпуск ипотечных сертификатов участия; рефинансирование с привлечением паевых инвестиционных фондов; рефинансирование через трансграничную секьюритизацию с учреждением спецюрлица за рубежом (рис. 4).

Проанализировав основные методы рефинансирования ипотечных кредитов, регламентируемые российским законодательством, мы можем констатировать, что в настоящее время в России сложилась сложная ситуация в области рефинансирования ипотечных кредитов. Значительно осложняет существующую проблему зависимость российских банков от иностранных инвесторов. Практика показывает, что сегодня российские банки ограничены в доступе к западным долговым рынкам в связи с чем спрос на ипотечные ценные бумаги значительно сократился.



Рис. 4. Методы рефинансирования ипотечных кредитов

Практически повсеместной стала тенденция переноса на неопределенный период уже запланированных сделок секьюритизации или их замещения. Отчасти заменой им стали сделки прямой продажи активов или размещения на внутреннем рынке капитала. Распределение сделок секьюритизации по объемам секьюритизированных пулов по годам представлено на рисунке 5.

Несмотря на достаточно большое разнообразие методов рефинансирования, основная доля в российской практике приходится на рефинансирование ипотечных кредитов путем продажи закладных. Одним из существенных преимуществ данного метода является простота в применении. Однако он обладает рядом недостатков, к которым можно отнести отсутствие регулярности или случайный характер в проведении сделок, по той причине, что у владельца активов нет никаких гарантий относительно объемов и сроков проведения следующей сделки, а так же

цены реализации. Поэтому, в контексте вышеизложенного можно утверждать, что данный способ рефинансирования не способен в полном объеме удовлетворять интересам участников рынка ипотечного кредитования. Кроме этого метод рефинансирования путем продажи закладных не позволяет создать устойчивый механизм рефинансирования для мелких и средних кредиторов на рынке, которые концентрируются на выдаче и обслуживании ипотечных кредитов, что особенно актуально в современных условиях.

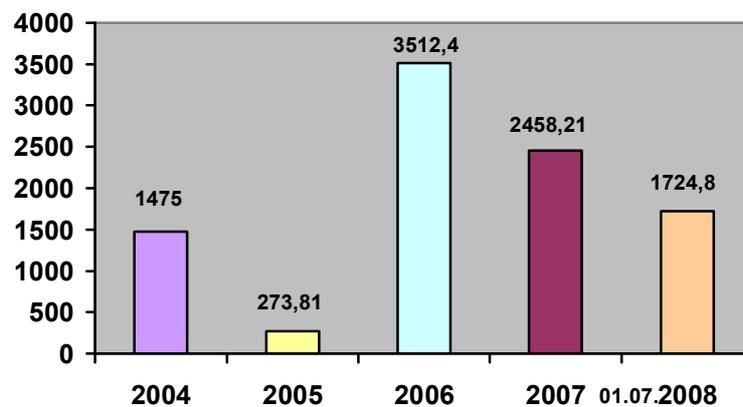


Рисунок 5. Распределение сделок секьюритизации по объемам секьюритизированных пулов по годам, млн долл.

Анализируя зарубежный опыт развития ипотечного кредитования, мы пришли к выводу о том, что несмотря на значительные проблемы в развитии секьюритизации, усугубившиеся современным кризисом, и отсутствие единого европейского законодательства, регулирующего процесс секьюритизации, значительное распространение в европейских странах получили обеспеченные облигации, которые оказались наиболее устойчивыми к кризисным явлениям, поскольку они позволяют инвесторам получить платеж (основного долга и процентов) в срок и в соответствии с условиями эмиссии даже в случае банкротства эмитента благодаря согласованности поступлений и платежей, мониторингу обеспечения, наличию залогового реестра и специального администратора на случай банкротства и надлежащего обеспечения, включая и избыточное

обеспечение. Самым близким аналогом европейских обеспеченных облигаций в нашей стране являются облигации с залоговым обеспечением.

Таким образом, несмотря на достаточно большое разнообразие методов рефинансирования, налицо падение темпов роста объемов сделок секьюритизации активов на рынке ипотечного кредитования, что обуславливает необходимость поиска новых путей повышения спроса на сделки подобного рода.

Разработана модель секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами, адаптированная к современным кризисным условиям, позволяющая задействовать в процесс секьюритизации мелкие и средние коммерческие банки и обеспечивающая дополнительные гарантии участникам сделки.

На основе выделенных в диссертационном исследовании балансовых и внебалансовых методов рефинансирования ипотечных кредитов, нами был проведен анализ их практического применения и определено, что наибольшая привлекательность проводимой сделки достигается за счет комбинирования отмеченных методов, поскольку это обеспечивает диверсификацию способов фондирования и предполагает меньший риск для нуждающейся в финансировании компании. Данное обоснование послужило основанием для разработки модели секьюритизации, основанной на сочетании выпуска облигаций с залоговым обеспечением, целесообразность выпуска в условиях экономической нестабильности которых подтверждена опытом выпуска инструментов подобного рода в европейских странах и традиционной секьюритизации (рис. 6).

Основное отличие предлагаемой модели от ранее существовавших заключается в том, что для совершения сделки объединяются несколько мелких или средних кредитных организаций, выпускающих облигации с залоговым обеспечением в целях их последующей секьюритизации. Учитывая то, что процесс секьюритизации очень капиталоемок и накладывает значительную нагрузку на бюджет originатора, он остается

невостребованным для мелких и средних банков. Проведенный в диссертационном исследовании анализ позволил определить возможные предварительные и текущие расходы при подготовке сделки секьюритизации, которые представлены в таблице 1.

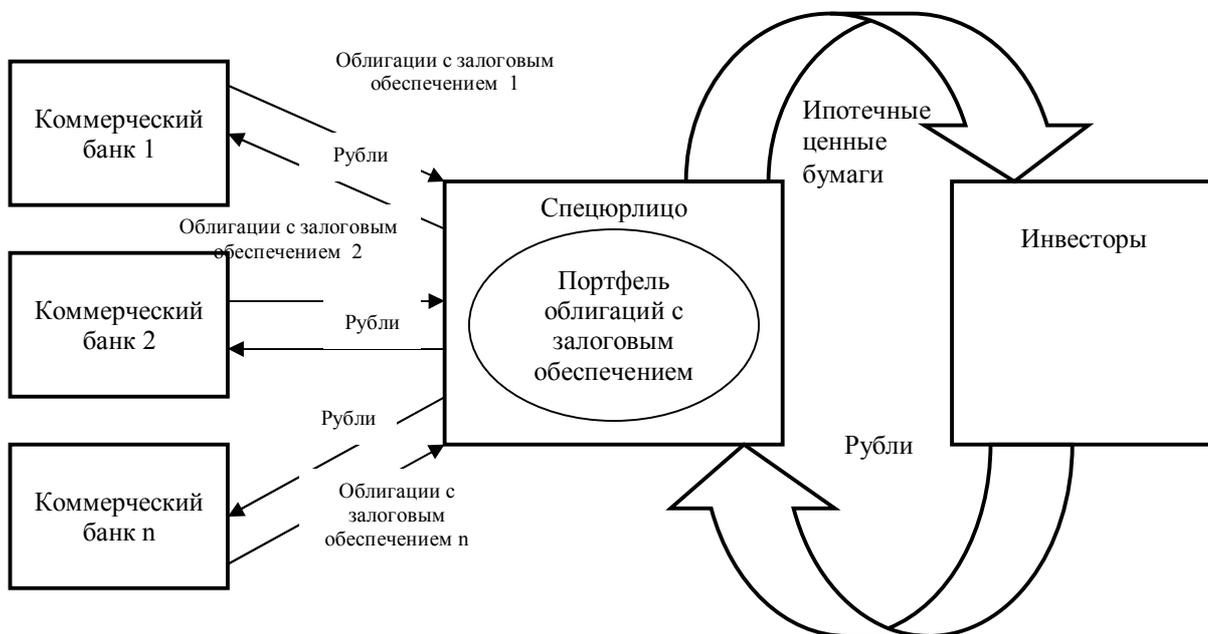


Рисунок 6. Модель секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами

Предлагаемая же нами модель предполагает распределение всех издержек, связанных со сделкой, между участниками. То есть, применение разработанной модели позволит привлекать дополнительные источники финансирования, используя сделки секьюритизации не только крупным, но и средним коммерческим банкам.

Кроме снижения издержек, модель способствует диверсификации рисков originатора и выпуску сложноструктурированных продуктов, гарантированных облигациями с залоговым обеспечением при которых значительно повышается привлекательность самой секьюритизации.

При такой модели фондирования кредитным организациям предоставляется возможность диверсифицировать риски. Поскольку при выпуске облигаций с залоговым обеспечением сами облигации сохраняются на балансе кредитной организации эмитента, следовательно, и все риски, связанные с досрочным погашением и невозвратом ипотечного кредита

остаются на кредитной организации. Однако при секьюритизации ипотечных облигаций, риски переходят на инвесторов, поскольку секьюритизация сама по себе является методом внебалансового рефинансирования.

Таблица 1.
Традиционные расходы на проведение сделки секьюритизации, рублей

	Нижнее значение	Верхнее значение
Предварительные расходы		
Плата за юридические услуги	8 750 000	15 500 000
Оплата аудиторов	700 000	1 750 000
Вознаграждение рейтинговому агентству	2 б.п.	4 б.п.
Выплаты андеррайтеру	25 б.п.	200 б.п.
Спецюрлицо	1 750 000	1 750 000
Организатор	3 500 000	1 750 000
Оплата листинга	175 000	1 050 000
Текущие расходы (ежегодно)		
Оплата аудиторов	3 500 000	700 000
Вознаграждение рейтинговому агентству	700 000	700 000

Таким образом, владельцы облигаций приобретают двойное обеспечение – самого эмитента (являющегося субъектом специального регулирования банковской деятельности, включая специальный контроль и требования в отношении собственных средств) и активы в покрытии.

Следовательно, введение предлагаемой модели, позволяющей диверсифицировать риски originатора и значительно снизить издержки, выпуская при этом сложноструктурированные продукты, гарантированные облигациями с залоговым обеспечением, значительно повысит привлекательность секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами.

* * *

В результате исследования проблем формирования в Российской Федерации рынка секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами, разработан пакет предложений по совершенствованию мер государственного регулирования и предложен метод внебалансового рефинансирования, способствующий привлечению коммерческими банками дополнительных ресурсов в целях обеспечения развития ипотечного кредитования. Предложенные меры позволят решить вопросы привлечения

дополнительных источников финансирования на рынок ипотечного кредитования, используя механизм секьюритизации.

Публикации по теме диссертации:

Статьи в журналах из перечня ВАК Минобрнауки России

1. Магомедов Р.М., Фрумина С.В. Реструктуризация ипотеки: вопросы регулирования // Аудит и финансовый анализ. 2009. №5. – 0,5 п.л., в том числе лично автором – 0,4 п.л.

2. Магомедов Р.М. Секьюритизация активов как инновационная техника финансирования // Аудит и финансовый анализ. 2009. №5. – 0,5 п.л.

3. Магомедов Р.М. Секьюритизация активов в условиях современного кризиса // Аудит и финансовый анализ. 2009. №6. – 0,7 п.л.

Другие научные издания

4. Магомедов Р.М. К вопросу о секьюритизации ипотеки // ВГНА. Сборник научных статей аспирантов и соискателей. М.:ВГНА, 2008. №2. – 0,3 п.л.

5. Магомедов Р.М. Преимущества выпуска ипотечных ценных бумаг в условиях кризиса // Сборник научных статей аспирантов и соискателей Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации. 2009. №2. – 0,3 п.л.

6. Магомедов Р.М. Актуальные вопросы реструктуризации ипотечных кредитов // Динамика научных исследований – 2009. Сборник статей V Международной научно-практической конференции. Днепропетровск, 2009. – 0,3 п.л.

7. Магомедов Р.М. Особенности развития российского рынка секьюритизации // Финансовый вестник. 2009. №10. – 0,6 п.л.

8. Магомедов Р.М. Приоритетные направления развития инновационных форм финансирования // Мировая экономика и социум: от кризиса до кризиса. Сборник статей Международной научно-практической конференции. Саратов, 2009. – 0,4 п.л.