

## **СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ПОРТФЕЛЕЙ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ В РОССИИ: ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ**

Развитие рынка секьюритизации<sup>1</sup> активов в последнее время имеет огромное значение для мировых рынков капитала. Благодаря данному финансовому инструменту появились новые классы долговых инструментов, а потребности многих участников финансового рынка в кратко-, средне- и долгосрочных финансовых ресурсах были удовлетворены. Посредством секьюритизации originаторы<sup>2</sup> получили возможность эффективно реализовать активы, улучшать финансовые показатели и получать финансирование на благоприятных условиях. Для инвесторов секьюритизация дала возможность делать вложения в активы, которые иначе были бы им недоступны, а также существенным образом расширила предложение облигаций, имеющих высокий рейтинг.

До недавнего времени общепризнанным считалось, что секьюритизация обладает массой достоинств и способна решать многие важные для субъектов экономики проблемы. При этом в тени оставались ее недостатки.

В 2007-2008 гг. разразился мировой финансовый кризис, зародившийся в одном из сегментов ипотечного рынка США, где лопнул «пузырь» на рынке низкокачественных ипотечных кредитов<sup>3</sup>. Кризис распространился на другие классы активов и сегменты финансового рынка США, а потом и других стран.

Среди основных факторов, приведших к ипотечному кризису, едва ли не основную роль сыграла модель расширения кредита, основанная на создании и распространении сложных финансовых инструментов, применявшаяся многими финансовыми институтами. Согласно данному подходу банки выдавали кредиты для того, чтобы продать их другим финансовым институтам, которые из них формировали пулы и выпускали ценные бумаги, обеспеченные активами (процесс секьюритизации). Данные

инструменты (деривативы) с неопределенной стоимостью, низколиквидные по определению, выступали базой для новых структурированных инструментов.

Исключительно важным оказался другой фактор кризиса — провалы в регулировании. Конкретно имеется в виду бездействие американских (и не только) органов регулирования в отношении финансовых деривативов. По сути речь шла о финансовом мошенничестве, т.е. о введении в заблуждение широкой публики относительно достоинств новых финансовых инструментов при попустительстве денежных властей

Тем не менее, несмотря на уроки, которые преподал кризис относительно секьюритизации, данный инструмент является по-прежнему востребованным и актуальным, что подтверждают нарастающие объемы ипотечного кредитования и секьюритизации ипотечных активов.

Прежде всего уточним экономическую природу рассматриваемого понятия. Впервые термин «секьюритизация» появился в 1977 г. в журнале *Wall Street Journal*<sup>4</sup>. Именно этот термин глава ипотечного департамента *Salomon Brothers* Л. Раниери предложил использовать в статье об андеррайтинге первого выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам (*mortgage-backed securities, MBS*)<sup>5</sup>.

Несмотря на бурное развитие данного рынка в США, единого, принятого всеми определения секьюритизации так и не появилось. В данном контексте является показательными мнение западных исследователей секьюритизации Берри и Франса: «Возможно, только в Лондоне в настоящее время существует 279 определений секьюритизации»<sup>6</sup>.

Наиболее общим является понимание секьюритизации активов как процесса рефинансирования каких-либо активов компании, генерирующих стабильный денежный поток, путем преобразования этих активов в ликвидную форму посредством выпуска ценных бумаг, платежи по которым обеспечены переданными активами. В дальнейшем из денежного потока, порождаемого уступленными активами, выплачиваются проценты и

погашается основной долг по ценным бумагам. Выпускаемые эмитентом ценные бумаги относятся к разновидности инструментов объектного финансирования, при которой кредит предоставляется, исходя из имущественной ценности и доходности обеспечения. Подобный эффект, как правило, достигается благодаря изолированию секьюритизируемого актива от компании-оригинатора посредством продажи актива (т.н. действительная продажа) специально созданной проектной компании (SPV).

Выделяют два базовых типа секьюритизации активов: традиционную и синтетическую<sup>7</sup>. Главное различие между ними в совершении или несовершении сделки по продаже (отчуждении) соответствующих активов.

Под синтетической секьюритизацией понимается структура, которая объединяет свойства обычной секьюритизации и кредитных деривативов. Базельский комитет по банковскому надзору относится к синтетической секьюритизации с точки зрения управления кредитными рисками. По его определению, синтетическая секьюритизация — это структурированные сделки, в которых банки используют кредитные деривативы для того, чтобы передать кредитный риск определенного пула активов третьим лицам, в т.ч. страховым компаниям, другим банкам и нерегулируемым лицам. Синтетическая секьюритизация может воспроизводить свойства секьюритизации в части передачи экономических рисков, но без передачи активов, остающихся на балансе оригинатора<sup>8</sup>.

Для синтетической секьюритизации характерны два признака: использование кредитных деривативов и воспроизведение эффекта традиционной секьюритизации<sup>9</sup>. Синтетическая секьюритизация в России практически не используется в связи со значительными дополнительными требованиями к эмитенту со стороны регуляторов, а также в отсутствии отчуждения активов, которое в значительной степени улучшает показатели ликвидности оригинатора.

Существует широкий спектр активов, которые могут служить обеспечением в сделках секьюритизации. В качестве такого обеспечения

часто используют жилищные ипотечные кредиты. Это объясняется фундаментальными свойствами данного кредитования: во-первых, оно является массовым; во-вторых, существует юридически отработанный механизм уступки требований по ипотечным кредитам и обращения взыскания на заложенное недвижимое имущество.

Не вызывает сомнения факт, что развитие ипотечного кредитования в России невозможно без применения такой инновационной техники финансирования, как секьюритизация, позволяющей снизить стоимость фондирования, диверсифицировать риски, а также повысить ликвидность ипотечных активов.

Одним из основных законодательных актов, касающихся секьюритизации, является Федеральный закон от 11 ноября 2003 г. № 152 «Об ипотечных ценных бумагах» (*далее* — Закон об ИЦБ), где отражены основные механизмы секьюритизации ипотечных кредитов, дано четкое определение специальной инвестиционной компании (ипотечного агента, SPV), введены два новых вида ценных бумаг (облигация с ипотечным покрытием и ипотечный сертификат участия), отражены иные вопросы, касающиеся эмиссии облигаций с ипотечным покрытием.

Секьюритизация иных (неипотечных) активов в рамках российского права на сегодняшний день невозможна, так как в России отсутствует законодательная база, регулирующая подобные правоотношения. Секьюритизация неипотечных активов осуществляется в рамках иных юрисдикций (т.н. трансграничная секьюритизация, в частности, в Люксембурге, Ирландии, Нидерландах).

Несмотря на наличие специального законодательства по секьюритизации ипотечных активов, первые сделки российских originаторов (Городской ипотечный банк, ВТБ) были проведены за рубежом в июле 2006 г. Первая же секьюритизация в соответствии с Законом об ИЦБ была осуществлена банком Совфинтрейд (дочерний банк Газпромбанка) в

ноябре 2006 г. (SPV ОАО «Ипотечная специализированная организация ГПБ-Ипотека»).

С момента первых транзакций прошло почти 5 лет, но секьюритизация в России так и не стала массовой. Рассмотрим основные факторы, сдерживающие развитие секьюритизации.

В значительной степени на секьюритизацию ипотечных активов повлиял мировой финансовый кризис, который обесценил все, что тем или иным образом связано с долгосрочным вложением капитала. Именно поэтому российские originаторы не смогли секьюритизировать значительные накопленные пулы ипотечных кредитов. Мы считаем подобный взгляд на проблему секьюритизации неполным, так как наряду с макроэкономическими факторами существуют внутренние проблемы, мешающие становлению и развитию рынка секьюритизированных ипотечных активов.

Внутренние факторы, препятствующие развитию секьюритизации в России:

- недостаточное законодательное регулирование отдельных положений, касающихся секьюритизации;
- зависимость SPV от несостоятельности (банкротства) originатора;
- наличие значительных рисков недобросовестного поведения самого originатора;
- ограниченность возможностей SPV по заключению сделок, направленных на снижение финансовых рисков (хеджирование), и участие в сделках, связанных с накоплением ипотечных портфелей.

Рассмотрим данные факторы подробно.

Отсутствие полноценной нормативной базы в части налогообложения операций по секьюритизации приводит к дополнительным налоговым рискам транзакции, а также повышает издержки originатора по структурированию

сделки. В этой связи целесообразно обратиться к недавним положительным изменениям в законодательстве по данному вопросу.

В отношении секьюритизации ипотечного портфеля, представленного закладными, всегда существовал риск того, что сумма переуступаемой задолженности должна быть обложена налогом на прибыль, поскольку расходы при выдаче кредитов не признаются расходами для целей российского налогообложения. Однако в соответствии с изменениями, вступившими в силу с 1 января 2008 г. (применяемыми к правоотношениям, возникшим с 1 января 2007 г.), порядок определения налогооблагаемой базы по операциям с закладными уточнен, а данный риск снят.

Вплоть до 1 января 2008 г. существовала неясность в отношении порядка начисления НДС, передачи прав требований, вытекающих из необлагаемых операций (выдача кредитов (займов) в денежной форме). Так, существовал риск, что сумма, полученная от переуступки задолженности, должна облагаться российским НДС. Вместе с тем рыночная практика была такова, что компании-оригинаторы не удерживали НДС при уступке прав требований, вытекающих из операций, не подлежащих обложению НДС.

В соответствии с изменениями, вступившими в силу с 1 января 2008 г., операции по передаче прав кредитора по обязательствам, вытекающим из договоров займа (в денежной форме) и кредитных договоров, а также по исполнению заемщиком обязательств перед каждым новым кредитором по первоначальному договору, лежащему в основе договора уступки, освобождены от обложения российским НДС.

Другим немаловажным фактором является несовершенство законодательства о несостоятельности (банкротстве), а также законодательства о залоге. В значительной степени благодаря этому SPV подвержено риску банкротства вследствие несостоятельности (банкротства) originатора.

Следующей проблемой, в значительной степени препятствующей развитию секьюритизации, является риск недобросовестного поведения

оригинатора. В литературе, посвященной секьюритизации, на данную проблему существуют два противоположных мнения.

Первое заключается в том, что, учитывая потенциальные расходы, секьюритизации подлежат активы высокого качества (Cherry Picking). В этой связи возникает вопрос: не ухудшается ли качество кредитного портфеля originатора в результате выбытия наиболее надежных активов? Ответ очевиден. Защитным механизмом в данной ситуации является требование со стороны кредиторов originатора отбирать активы для секьюритизации методом случайной выборки.

Мы разделяем второе мнение: originатор может попытаться секьюритизировать самую слабую часть своего портфеля (Lemon Selling). Подобные действия originатора вполне могут остаться незамеченными на этапе рейтингования сделки. Верность данной точки зрения доказал мировой финансовый кризис, когда облигации с низким качеством обеспечения занимали высокие позиции (Triple-A, Double-A) в ведущих рейтинговых агентствах мира.

Другой серьезной помехой к развитию секьюритизации является значительная ограниченность функций SPV по управлению платежным потоком. Ограничение хозяйственной деятельности агента, безусловно, в значительной мере снижает риск банкротства. Но с другой стороны, существующие ограничения не позволяют SPV хеджировать финансовые риски.

Остановимся теперь на основных направлениях развития данного института в Российской Федерации. Можно констатировать значительное оживление рынка ипотечного кредитования и рынка секьюритизации. Это связано с постепенным выходом экономики из кризиса (о чем свидетельствуют основные макроэкономические показатели), а также с реализацией государственных программ по стимулированию жилищного строительства, увеличению объемов ипотечного кредитования и секьюритизации ипотечных активов.

С целью стимулирования развития секьюритизации ипотечных кредитов в России на базе государственной корпорации Внешэкономбанк (ВЭБ) реализует программу по инвестированию пенсионных средств граждан и собственных средств ВЭБ в ипотечные облигации, выпущенные в соответствии с Законом об ИЦБ. Основные параметры данной программы:

- объем — 250 млрд руб.;
- в состав ипотечного покрытия входят рублевые ипотечные кредиты, выданные после 1 июля 2009 г., на приобретение строящегося жилья по ставке не выше 11% годовых.

Таким образом, исходя из требований к ипотечному покрытию, программа охватывает только новые кредиты, т.е. кредиты, выданные в посткризисное время; во-вторых, предметом ипотеки по данным кредитам является только вновь построенное жилье.

Другим шагом к расширению секьюритизации ипотечных активов в России, стала программа государственного оператора рынка ипотечного кредитования — Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК). Как и программа ВЭБ, программа АИЖК направлена на стимулирование выпуска ипотечных ценных бумаг в рамках российского законодательства. Основные параметры данной программы:

- объем — 20 млрд руб.;
- в состав ипотечного покрытия входят кредиты, выданные в рублях, долларах или евро без ограничений по процентной ставке и по цели кредитования (приобретение жилья как на первичном рынке, так и на вторичном).

Исходя из требований к ипотечному покрытию, указанному в программе АИЖК, можно сделать вывод, что она более привлекательна для эмитентов, чем программа ВЭБ

Рассматривая программу стимулирования рынка секьюритизации АИЖК, следует остановиться на предоставлении поручительства по ипотечным ценным бумагам сторонних эмитентов. Поручительство



покрывает платежи в счет погашения номинальной стоимости облигаций и выплаты накопленного купонного дохода (НКД). В то же время поручительство исполняется только в случае дефолта самого эмитента. Поручительство агентства может быть предоставлено в случае, если покрытие, структура и параметры сделки соответствуют требованиям агентства.

Наличие поручительства АИЖК по выпуску повышает его привлекательность для инвесторов, что способствует становлению вторичного рынка ипотечных ценных бумаг.

Наряду с новыми направлениями секьюритизации в рамках государственных институтов продолжает развиваться классическая секьюритизация, осуществляемая старыми игроками. Для последних выпусков характерны следующие особенности:

- у инвесторов в значительной степени уменьшился тяга к риску, что в свою очередь отразилось на требовании применять дополнительные механизмы повышения надежности эмитируемых облигаций;
- у инвесторов снизился горизонт инвестирования. Нормальный срок жизни ипотечных ценных бумаг (7-8 лет) для многих рыночных инвесторов слишком велик.

Подводя итог сказанному, отметим, что, во-первых, у эмитентов ипотечных облигаций появились гарантированные рынки сбыта (программы институтов развития); во-вторых, инвесторы в ипотечные облигации стали требовать максимальную надежность выпускаемых ценных бумаг.

За счет появления в России принципиально новых финансовых технологий механизм секьюритизации банковских активов развивается не только количественно, но и качественно. Одной из последних инноваций стала практика совместного выпуска ипотечных облигаций. По нашему мнению, данный подход к секьюритизации ипотечных активов имеет значительный шанс на успех. Это объясняется прежде всего тем, что сделка

по секьюритизации сопряжена со значительными издержками, в силу которых данная транзакция становится рентабельной лишь при объеме эмиссии 3 млрд руб. Понятно, что не каждый оригинатор располагает такими портфелями и технологиями, позволяющими провести секьюритизацию, менеджментом надлежащего уровня, опытом в проведении подобных сделок, ресурсами для ее осуществления. Соответственно альтернативой в данном направлении является привлечение сооригинатора, т.е. объединения банками (или некредитными организациями) пулов ипотечных кредитов и выпуск ипотечных облигаций, обеспеченных совместным пулом.

Пионерами на данном рынке являются Московский банк реконструкции и развития (МБРР) и Национальный резервный банк (НРБ). Ипотечных облигаций, обеспеченные совместным пулом ипотечных кредитов, будут выпущены летом 2011 г.

В дальнейшем будут разработаны стандарты совместных сделок секьюритизации. По нашему мнению, в случае успешной реализации данной инициативы средние и мелкие банки получат ценный методологический инструментарий, что будет способствовать их самостоятельному развитию в части ипотечного кредитования.

Конечно же, практика совместных выпусков для мирового финансового сообщества абсолютно не нова. Подобные схемы финансирования активно используют испанские оригинаторы с 2001 г. Испанские АУТ *cedulas cajas*<sup>10</sup> стали примером взаимодействия между обеспеченными облигациями и секьюритизацией. Испанский опыт может быть взят за основу российскими оригинаторами. Прошло значительное время с момента первой транзакции АУТ. Это позволяет посредством ретроспективного анализа оценить специфические риски, выявить проблемы, которые могут сопутствовать подобной сделке.

Безусловно, секьюритизация как техника финансирования является нетривиальной. На разработку структуры и содержания сделок требуются значительные средства и время. В то же время секьюритизация может

помочь с привлечением долгосрочного финансирования, расширением объемов и масштабов бизнеса, улучшением качества управления ресурсами организации и повышением доходности операций.

Для инвесторов секьюритизация предоставляет абсолютно новый способ инвестирования средств: ни одна сделка по секьюритизации не является стандартной. Причина не столько в разнообразии используемых активов, сколько требований инвесторов. Именно секьюритизация позволит удовлетворить требования инвесторов к рискам и доходности создаваемых финансовых инструментов.

Активное расширение потребительского и ипотечного кредитования в России будет способствовать дальнейшему развитию отечественными коммерческими банками этого современного финансового инструмента.

## Примечания

- 
- <sup>1</sup> От англ. *securities* — ценные бумаги.
- <sup>2</sup> Оригинатор — первичный владелец базового актива.
- <sup>3</sup> Низкокачественные кредиты, выданные без должной оценки платежеспособности заемщика и/или под ненадлежащее обеспечение.
- <sup>4</sup> Казаков А. Секьюритизация активов – эволюция института // Русипотека. 2003. Окт.: <http://www.rusipoteka.ru/publications/kazakov-7.htm>
- <sup>5</sup> В США к MBS обычно относят ценные бумаги, обеспеченные жилищными ипотечными кредитами, а к ABS (*asset-backed securities*) – ценные бумаги, обеспеченные другими видами потребительских кредитов (например, автокредитами). Однако ABS называют и ценные бумаги, обеспеченные кредитами под залог жилья (*home equity loan, HEL*) или обеспеченные домами заводского изготовления. За пределами США термин ABS считается общим, а MBS – частным.
- <sup>6</sup> Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / пер. с нем. М.: Волтерс Клувер, 2007. С.37.
- <sup>7</sup> Ж.-Ж. де Вриз Робе, Али П. Секьюритизация и право / пер. с англ. М.: Волтерс Клувер, 2008. С.1.
- <sup>8</sup> См. там же. С. 4-5.
- <sup>9</sup> См. там же. С. 2-3.
- <sup>10</sup> Ж.-Ж. де Вриз Робе. Указ. соч. С. 242.

- a. От англ. *securities* — cennye bumagi.
- b. Originator — pervichnyj vladelec bazovogo aktiva.
- c. Nizkokachestvennyye kredity, vydannyye bez dolzhnoj ocenki platezhеспособности zaemwika i/ili pod nenadlezhawee obespechenie.
- d. Kazakov A. Sek'juritizacija aktivov – jevoljucija instituta // Rusipoteka. 2003. Okt.: <http://www.rusipoteka.ru/publications/kazakov-7.htm>
- e. V SShA k MBS obychno odnosjat cennyye bumagi, obespechennyye zhiliwnymi ipotechnymi kreditami, a k ABS (*asset-backed securities*) – cennyye bumagi, obespechennyye drugimi vidami potrebitel'skih kreditov (naprimer, avtokreditami). Odnako ABS nazyvajut i cennyye bumagi, obespechennyye kreditami pod zalog zhil'ja (*home equity loan, HEL*) ili obespechennyye domami zavodskogo izgotovlenija. Za predelami SShA termin ABS schitaetsja obwim, a MBS – chastnym.
- f. Bjer H.P. Sek'juritizacija aktivov: sek'juritizacija finansovyh aktivov – innovacionnaja tehnika finansirovanija bankov / per. s nem. M.: Volters Kluver, 2007. S.37.
- g. Zh.-Zh. de Vriz Robe, Ali P. Sek'juritizacija i pravo / per. s angl. M.: Volters Kluver, 2008. S.1.

- 
- h. Sm. tam zhe. S. 4-5.
  - i. Sm. tam zhe. S. 2-3.
  - j. Zh-Zh. de Vríz Robe. Ukaz. soch. S. 242.