

10.6. СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АКТИВОВ КАК ИННОВАЦИОННАЯ ТЕХНИКА ФИНАНСИРОВАНИЯ

Магомедов Р.М., аспирант

Всероссийская государственная налоговая академия Минфина РФ

В статье анализируются модели секьюритизации, выделяются их достоинства и недостатки. Рассматриваются новые способы и источники рефинансирования банковских кредитов. Определяются преимущества выпуска ипотечных ценных бумаг в условиях кризиса в целях привлечения долгосрочных ресурсов.

Секьюритизация представляет собой один из наиболее эффективных механизмов привлечения финансирования, открывающих компаниям и банкам всего мира, доступ к ресурсам внутреннего и международного финансовых рынков. Несмотря на динамичное развитие секьюритизации, ее базовые принципы, цели и структурные элементы остаются неизменными. В российском банковском бизнесе уже обратили внимание на то обстоятельство, что на развитых рынках хорошо зарекомендовала себя практика привлечения «длинных» денег в ипотечное кредитование через рефинансирование на рынке капиталов путем выпуска ценных бумаг.

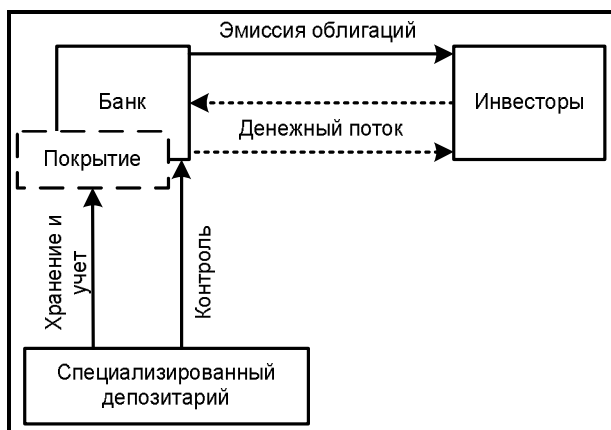


Рис. 1. Эмиссия облигаций с ипотечным покрытием коммерческим банком

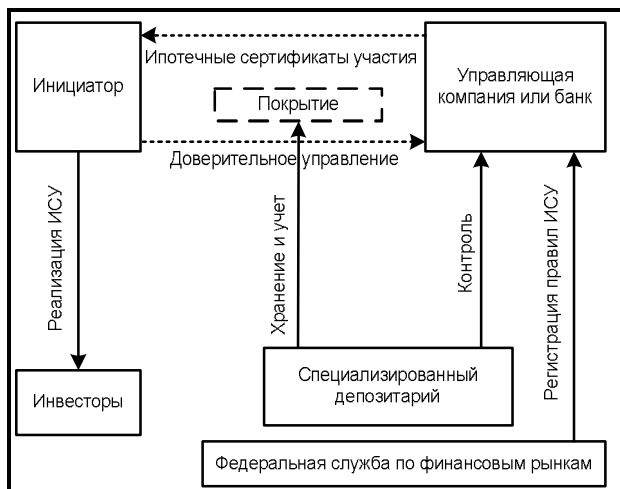


Рис. 2. Выпуск ипотечных сертификатов участия

Ипотечные ценные бумаги являются инструментом, разработанным российским законодательством в целях рефинансирования ипотечных кредитов. К ипотечным относят два вида ценных бумаг: облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия. Исполнение обязательства по облигациям с ипотечным покрытием обеспечивается залогом ипотечного покрытия. Процесс эмиссии облигаций с ипотечным покрытием представлен на рис. 1.

Ипотечный сертификат участия – именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, а также право требовать от эмитента надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием. Процесс эмиссии ипотечных сертификатов представлен на рис. 2.

Кроме ипотечных ценных бумаг, имитируемых банками, законом предусмотрена возможность выпуска облигаций с ипотечным покрытием и ипотечных сертификатов участия уполномоченными компаниями, специально создаваемыми ипотечными агентами или управляющими компаниями, имеющими лицензию Федеральной службы по финансовым рынкам РФ на управление паевыми инвестиционными фондами и пенсионными фондами. Существующие виды ипотечных ценных бумаг представлены в табл. 1.

Таблица 1

КЛАССИФИКАЦИЯ ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ¹

Тип	Вид	
	Выпускаемые банками	Выпускаемые специально уполномоченными компаниями
Долговые	Облигации с ипотечным покрытием, эмитируемые банками с оставлением покрытия на балансе эмитента	Облигации с ипотечным покрытием, эмитируемые специально создаваемыми ипотечными агентами
Долевые	Ипотечные сертификаты участия, выпускаемые банками	Ипотечные сертификаты участия, выпускаемые управляющими компаниями, имеющими лицензию ФСФР на управление паевыми инвестиционными фондами и пенсионными фондами

Таблица 2

ВЫПУСК РОССИЙСКИХ ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Оригинатор / продавец	Объем (млн.)	Дата	Рейтинг оригинатора
Внешторгбанк	USD 88,3	Июнь 2006	Baa2/BBB+/BBB+
Городской Ипотечный банк	USD 72,6	Август 2006	N/R
Совфинтрейд	RUR 3,000	Ноябрь 2006	Baa2/-/BBB-
Совфинтрейд	EUR 168,5	Декабрь 2006	Baa2/-/BBB-
Delta Credit	USD 215,4	Апрель 2007	Baa2/-/-
АИЖК	RUR 3,295	Май 2007	A3/-/-
Совфинтрейд	RUR 6,928	Июнь 2007	Baa2/-/BBB-
УРСА Банк	RUR 9,057	Декабрь 2007	Ba3/B+/-
Москоммерцбанк	USD 179,7	Июль 2007	-/B+/-
АИЖК	RUR 10,727	Февраль 2008	A3/-/-
КИТ Финанс	RUR 7,000	Апрель 2008	-/-/BBB+
Русский Ипотечный Банк	USD 140	Май 2008	-
КИТ Финанс	RUR 4 750	Июнь 2008	-/-/BBB+
ЕТБ	RUR 3 600	Июль 2008	-

¹ Источник: Вриз Роберт Ж.Ж., Али П. Секьюритизация и право [Текст]. – М.: Вотчерс Клувер, 2008. С. 350.

Несмотря на принятие в 2003 г. Федерального закона №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», первые выпуски ипотечных ценных бумаг российских эмитентов пришлось на июнь 2006 г. (табл. 2).

Причины такого длительного разрыва в принятии закона и первым выпуском заключались в серьезных пробелах законодательства, которые к настоящему времени в большей своей части устранены.

На сегодняшний день, кроме того, что приняты законодательные акты, регулирующие выпуск ипотечных ценных бумаг на российском рынке, в ломбардный список Банка России (ЦБ РФ) и в котировальные списки «А» (первого и второго уровней) без соблюдения ряда требований, предусмотренных для обычных коммерческих организаций, включены облигации с ипотечным покрытием. В пользу ипотечных ценных бумаг выставлены гарантии бенефициаров (банков, которые инициировали размещение таких облигаций). Бенефициары должны иметь такой же рейтинг, как установленный в критериях включения ценных бумаг в ломбардный список для поручительств. В ломбардном списке ЦБ РФ находятся ценные бумаги, используемые в качестве обеспечения по кредитам, предоставляемым ЦБ РФ, а именно по операциям РЕПО, ломбардным и внутренним кредитам, овернайттам.

Включение ипотечных облигаций в ломбардный список является значительным шагом на пути создания спроса на ипотечные ценные бумаги внутри страны. Вследствие включения облигаций подобных траншей в ломбардный список у потенциальных покупателей-банков появляется возможность после их приобретения заложить бумаги в ЦБ РФ, получить заем по сравнительно невысоким для рынка ставкам и поддержать свою ликвидность.

Таким образом, основным достоинством сделок по секьюритизации является привлечение широкого круга инвесторов, которые в противном случае не покупали доли в портфелях ипотечных (либо других) кредитов.

Основная идея, лежащая в основе секьюритизации, заключается в том, что активы предприятия, которые дают право на получение денежных выплат, собираются в единый пул, затем он рефинансируется путем выпуска ценных бумаг, обеспечивая при этом источник финансирования. Однако секьюритизацию неправильно было бы рассматривать только как дополнительный источник финансирования. Вследствие ее далеко идущих финансовых последствий и сложных взаимосвязей с различными сферами деятельности секьюритизация в современных условиях должна рассматриваться как стратегический выбор способа финансирования, который должен быть закреплен в финансовой политике и отражен в соответствующей стратегии.

Многие специалисты, исследовавшие процесс секьюритизации, видят в секьюритизации угрозу для существования традиционной банковской и всей финансовой системы. Однако, по нашему мнению, учитывая возрастающее значение данного инструмента на международных финансовых рынках, преимущества секьюритизации очевидны, и они заключаются в следующем.

- Во-первых, в процессе секьюритизации на балансе компании появляются денежные средства, вырученные от продажи активов, которые она может использовать на предоставление новых кредитов, реинвестировать в материальные активы или инструменты долевого участия. Вторая возможность использования полученных средств заключается в их использовании в качестве суммы на по-

гашение долга, т.е. возврата заемного капитала. Наконец, возможна комбинация перечисленных вариантов.

- Во-вторых, секьюритизация активов дает возможность привлечения средств из более выгодных источников. Поскольку традиционные способы финансирования через привлечение заемных средств приводит к росту задолженности, а секьюритизация, позволяет рассчитывать на получение дополнительного финансирования.

В-третьих, стоимость привлечения средств посредством секьюритизации значительно меньше по сравнению со стоимостью заимствований.

Таким образом, используя секьюритизацию, можно решить следующие задачи:

- снизить стоимость заемного финансирования;
- снизить долговую нагрузку на баланс компании;
- диверсифицировать источники финансирования;
- повысить эффективность использования капитала;
- снизить риски;
- повысить ликвидность;
- повысить инвестиционную привлекательность.

Следовательно, секьюритизация активов является универсальным инструментом, позволяющим комплексно решать широкий спектр задач, стоящих перед российскими банками и компаниями различных секторов экономики.

В настоящее время в странах с развитым ипотечным рынком широкое распространение получили две модели секьюритизации: традиционная и синтетическая. При использовании первой модели права на секьюритизируемый актив продаются специально созданной компании, которая финансирует приобретение актива за счет реализации облигаций сторонним инвесторам. Модель синтетической секьюритизации подразумевает передачу риска, связанного с активом, а не сам актив.

По своей сути синтетическая секьюритизация моделирует последствия традиционной, однако, не смотря на это, между ними наблюдается принципиальная разница. Так, традиционная секьюритизация является внебалансовым механизмом финансирования, тогда как синтетическая – балансовым. Более того, при традиционной секьюритизации всегда создается специальное юридическое лицо, что не всегда имеет место при синтетической секьюритизации. Для того чтобы осуществить продажу в юридическом смысле необходимо наличие покупателя. Такой покупатель должен быть изолирован от originатора. Этим целям наилучшим образом соответствует специально созданное юридическое лицо, которое приобретает активы originатора и при этом больше не осуществляет никаких операций. Благодаря этому сделки синтетической секьюритизации могут оказаться гораздо дешевле, поскольку необходимости в создании специальной структуры нет. Кроме этого, главная функция традиционной секьюритизации состоит в получении более дешевых ресурсов, а главная функция синтетической секьюритизации заключается в хеджировании кредитных рисков. Традиционная секьюритизация имеет много правовых ограничений и поэтому обходится дороже синтетической. Между тем традиционная секьюритизация позволяет originаторам получить более дешевое финансирование путем обособления риска определенного пула активов от рисков, которые характерны для originатора и его остальных активов. С другой стороны, синтетическая секьюритизация в основном используется для управления кредитными рисками и направлена на их хеджирование, хотя некоторые компании используют ее и как способ финансирования. Перечень немногочисленных сделок по секьюритизации за 2008 г. приведен в табл. 3.

Таблица 3

СДЕЛКИ ПО СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИИ в 2008 г.

Оригинатор / продавец	Объем (млн)	Тип актива	Дата	Рейтинг
ФК «Еврокоммерц»	RUR 11 750	Дебиторская задолженность по факторинговым договорам	Январь 2008	-/BBB/BBB
МЗБ	RUR 3 880	Кредиты предприятиям жилищно-коммунального хозяйства МО	Январь 2008	Ваа1/-/-
МБРР	RUR 1 449	Автокредиты	Февраль 2008	-/BBB+/-
ИК Тройка Диалог	RUR 5 000	Кредитные свопы на рублевые облигации	Февраль 2008	-
АИЖК	RUR 10 727	Ипотечные кредиты	Февраль 2008	A3/-/-
КИТ Финанс	RUR 7 000	Ипотечные кредиты	Апрель 2008	-/-/BBB+
Русский ипотечный банк	USD 140	Ипотечные кредиты	Май 2008	-
КИТ Финанс	RUR 4 750	Ипотечные кредиты	Июнь 2008	-/-/BBB+
ЕТБ	RUR 3 600	Ипотечные кредиты	Июль 2008	-
МФК «ТРАСТ»	RUR 4 120	Дебиторская задолженность по факторинговым договорам	Июль 2008	-/-/BBB

Таким образом, данные табл. 3 свидетельствуют, что из 10 сделок по секьюритизации, совершенных российскими эмитентами в 2008 г., пять приходится на ипотечные кредиты. А так как ипотечное кредитование в условиях кризиса оказалось в проигрышном положении, поскольку в ипотеку привлекаются долгосрочные ресурсы, сделки по секьюритизации становятся одним из самых эффективных механизмов привлечения долгосрочных ресурсов.

Преимущества секьюритизации объясняется и тем, что в каждой сделке существуют механизмы передачи обслуживания кредитов. Они предусмотрены на случай банкротства первоначально выдавших их банков, что особенно актуально в период кризиса. Таким образом, в случае банкротства банка, выдавшего кредит, потоки клиентских платежей направляются в другие банки. Благодаря этому оплата по кредитам, которые купили инвесторы, продолжается вне зависимости от состояния банка-оригинатора.

Литература

1. О перечне ценных бумаг, входящих в ломбардный список Банка России [Электронный ресурс] : указание Центрального банка РФ от 27 нояб. 2008 г. №2134-У. Доступ из справку-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Вриз Робе Ж. Ж. де, Али П. Секьюритизация и право [Текст] / Жан Жоб де Вриз Робе, Поль Али. – М. : Вотперс Клувер. – 2008.
3. Казаков А.А. Управление рисками при секьюритизации [Текст] / А.А. Казаков // Банковское кредитование. – 2008. – №5.
4. Секьюритизация ипотеки (мировой опыт, структурирование и анализ) [Текст]. – М. : Вершина, 2007.

Ключевые слова

Ипотечное кредитование; ипотечная облигация; ипотечный сертификат участия; оригинаторы; рефинансирование; синтетическая секьюритизация; традиционная секьюритизация.

Магомедов Руслан Магомедович

РЕЦЕНЗИЯ

Секьюритизация – это финансовый инструмент, который позволяет компании привлечь финансирование путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных конкретными активами. Как правило, в качестве такого актива выступает кредитный портфель. В отличие от обычного долгового финансирования, когда возврат задолженности связан в первую очередь с кредитоспособностью самого заемщика, в секьюритизации возврат привлеченного финансирования связан в основном с кредитным риском самого актива, что в свою очередь дает инвесторам большую защиту. Данные факты и аргументы, приведенные автором в статье, касающиеся снижения риска дефолта инвестора, путем передачи обязательств по обслуживанию кредита при заключении сделки по секьюритизации другим компаниям, подтверждают несомненную актуальность рассматриваемой в статье проблематики.

Для обоснования привилегий секьюритизации автором анализируются ее достоинства и недостатки вкпе с рассмотрением моделей традиционной и синтетической секьюритизации.

Что немаловажно, в статье приводятся данные по совершенным в 2008 г. сделкам по секьюритизации, в том числе путем выпуска ипотечных ценных бумаг. Аргументы, приведенные автором в защиту сделок по секьюритизации как одного из наиболее эффективных инструментов привлечения долгосрочных ресурсов в условиях кризиса, представляются нам обоснованными.

Статья может представлять интерес для практических работников коммерческих банков и специалистов рынка ценных бумаг.

Шманев С.В., д.э.н., профессор Орловского государственного института экономики и торговли

10.6. ASSETS SECURITIZATION AS INNOVATION FINANCING TECHNIQUE

R.M. Magomedov, Post-graduate Student

Tax Academy

In the article there are analyzed the securitization models, it was marked its merits and demerits. There are considered new methods and sources of banking credits refinancing. Also there are determined the preference of mortgage securities issuing in the conditions of crisis with the goal to attract long-term resources.

Literature

1. Central Bank regulation №2134-U from 2008/11/27 «About list of securities which are included in pawn list of Bank of Russia».
2. Jan Job de Vriz Robe, Pol' Ali Law and securitization – M.: Volrers Clover – 2008.
3. Mortgage securitization (world experience, structuring and analysis), M. – Vershina, 2007.
4. A.A. Kazakov. Risk management in securitization // Bank crediting. – №5. – 2008.

Keywords

Mortgage lending; mortgage obligation; mortgage share certificate; originator; refinancing; synthetic securitization; traditional securitization.