

8.5. СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АКТИВОВ В УСЛОВИЯХ СОВРЕМЕННОГО КРИЗИСА

Магомедов Р.М., аспирант

Всероссийская государственная налоговая академия Минфина РФ

В статье раскрываются основные правовые аспекты регулирования секьюритизации. Рассматриваются причины, препятствующие развитию российского рынка секьюритизации. Уделяется внимание современному состоянию рынка и проблемам, возникшим в условиях современного кризиса.

ВВЕДЕНИЕ

Начиная с 2004 г., на российском рынке секьюритизации наблюдается положительная динамика роста. При этом на рынке наглядно выявляются определенные диспропорции, что позволяет говорить о сложившихся тенденциях развития трех направлений рынка: рынка локальной секьюритизации, рынка трансграничной секьюритизации и рынка секьюритизации с участием закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФов).

Такие несоразмерности вызывают, на наш взгляд, определенную тревогу. Все более активными игроками становятся иностранные банки, которые предоставляют кредиты российским банкам, работающим в сфере ипотеки, и помогают затем проводить сделки по секьюритизации на международном рынке. В этой связи можно отметить, что в настоящее время все больше облигаций стало размещаться на внешнем рынке в национальной валюте.

Основными факторами, препятствующими развитию внутреннего рынка секьюритизации, остаются недостаточный уровень развития внутренней инвестиционной базы и сохраняющиеся пробелы в законодательстве. Так, в ипотечные ценные бумаги по-прежнему фактически закрыт путь для пенсионных накоплений, находящихся под управлением Внешэкономбанка. В настоящее время Внешэкономбанк может вкладывать пенсионные накопления в ипотечные ценные бумаги, но лишь гарантированные Российской Федерацией. Такие бумаги на российском рынке отсутствуют. О необходимости снятия этого, по мнению большинства экспертов, избыточного требования говорилось неоднократно, однако пока оно остается в силе.

Принципиальной проблемой является отсутствие законодательства о секьюритизированных облигациях, обеспеченных всеми прочими активами, кроме недвижимости. Действующий Закон «Об ипотечных ценных бумагах» регулирует лишь отношения, связанные с выпуском облигаций, обеспеченных залогом недвижимого имущества. За пределами этого закона остается очень широкий класс активов, таких как потребительские кредиты, автокредиты и др. Перечень активов, секьюритизация которых доступна российским компаниям и банкам, постоянно расширяется.

Таким образом, секьюритизировать все прочие активы, кроме недвижимости, российские компании и банки могут пока только на внешнем рынке. Для решения данной проблемы Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР) был разработан законопроект о секьюритизации финансовых активов, однако сроки его принятия остаются неопределенными.

Все вышеизложенное позволяет отметить, что перед организаторами сделок секьюритизации существующих активов в РФ стоит несколько преград:

- неоднозначность толкования законодательной базы, необходимой для проведения секьюритизации;
- отсутствие юридических и налоговых прецедентов, позволяющих 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 организаторов, необходимые для обслуживания секьюритизированных активов, пре-

доставления отчетности по сделке, исполнения роли резервного обслуживающего агента и т.д.

В то же время, в целом проблемы нехватки ликвидности в банковском секторе и резкого снижения спроса на ипотечные ценные бумаги объективно существуют и приводят к нескольким негативным последствиям:

- снижению возможностей финансирования эмитентов на рынке ценных бумаг за счет снижения инвестиционной активности российских инвесторов и оттока иностранных инвесторов с развивающихся рынков;
- повышению требуемой доходности финансовых инструментов, как на рынке корпоративных облигаций, так и на рынке ипотечных ценных бумаг за счет оттока инвесторов и пересмотра оценок риска (особенно в отношении ипотечных ценных бумаг);
- повышению стоимости ипотечного кредитования (процентов по ипотечному кредиту) в целях поддержания доходности операций по рефинансированию и секьюритизации ипотеки.

На современном этапе особую актуальность приобретает поиск наиболее оптимальных способов организации деятельности российских ипотечных организаций в условиях глобализации финансового рынка, проникновения в отечественную банковскую систему иностранного капитала и, как следствие, возрастающей конкуренции с международными финансовыми посредниками в лице дочерних структур крупнейших транснациональных банковских холдингов.

Успешное решение этой актуальной задачи неразрывно связано с изучением тех основных составляющих финансовой деятельности, которые во многом определяют модель рыночного поведения как российских, так и международных финансовых посредников, а именно – используемых критериев эффективности банковской деятельности и влияния указанных критериев на стратегии кредитных организаций.

В целом меры по поддержанию и развитию рынка секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами, можно разделить на две категории: меры по повышению внутреннего спроса на ипотечные ценные бумаги и меры по снижению издержек выпуска ипотечных ценных бумаг (рис. 1).

1. ПОВЫШЕНИЕ ВНУТРЕННЕГО СПРОСА НА ИПОТЕЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

В качестве мер по повышению внутреннего спроса на ипотечные ценные бумаги в целях стабилизации ситуации на кредитном рынке Правительством РФ был принят ряд антикризисных мер. В частности, Центральный банк РФ (ЦБ РФ) включил в ломбардный список ипотечные ценные бумаги, в пользу которых выставлены гарантии бенефициаров (банков, которые инициировали размещение таких облигаций), или исполнение обязательств эмитента по указанным ценным бумагам обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации, либо солидарным поручительством ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию». Бенефициары должны будут иметь такой же рейтинг, как и установленный в критериях включения ценных бумаг в ломбардный список для поручителей.

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, овернайт-ам. В соответствии с нововведением для включения в ломбардный список выпуска бумаг с ипотечным покрытием должен быть присвоен международный рейтинг не ниже «BBB-» по классификации агентств Standard & Poor's или Fitch Ratings или «Baa3» – по классификации Moody's Investors Service.

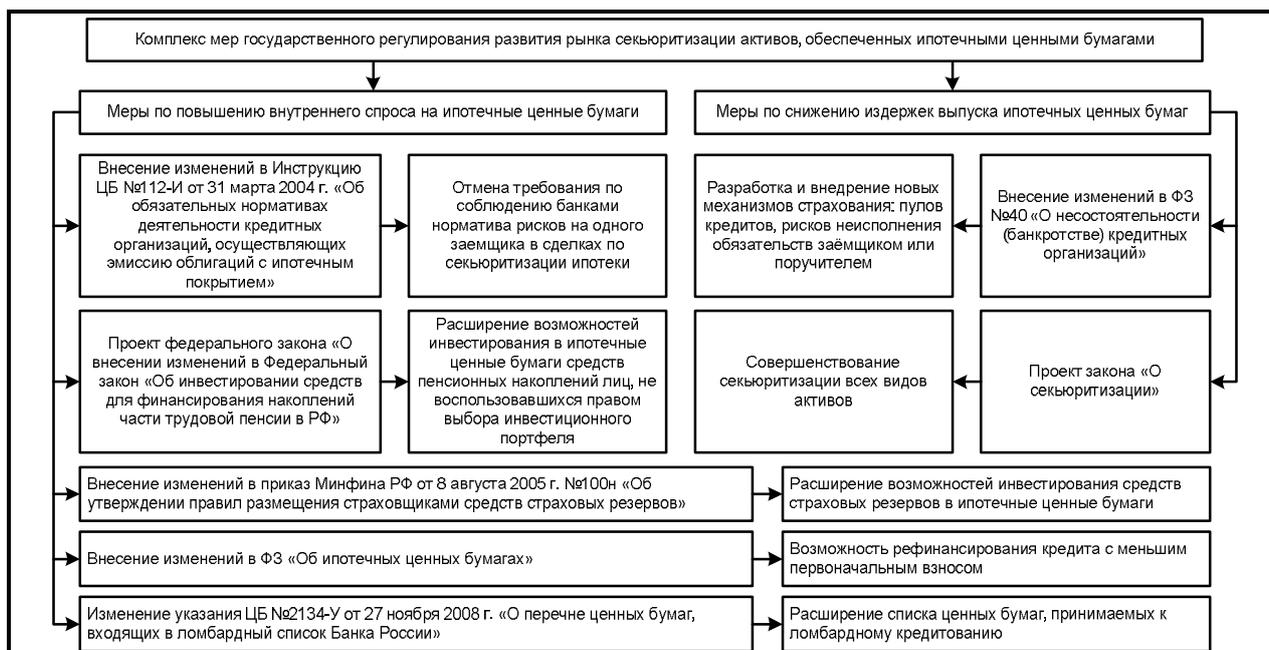


Рис. 1. Меры государственного регулирования российского рынка секьюритизации

Облигации должны быть допущены к обращению на организованном рынке ценных бумаг. На сегодняшний день этим требованиям соответствуют два выпуска ипотечных бумаг АИЖК (на 3,1 млрд. руб. и на 10,03 млрд. руб.) и выпуск «ГПБ-ипотека» (на 3 млрд. руб.).

Данные изменения делают возможным выпуск ценных бумаг эмитентами, не имеющими собственных кредитных рейтингов и это может стимулировать банки на выпуск ипотечных бумаг, поскольку теперь они могут рассчитывать на спрос со стороны инвесторов. В качестве покупателей бумаг, входящих в ломбардный список ЦБ РФ, могут выступить также негосударственные пенсионные фонды и страховщики. На эти цели они могут направить около трети своих активов в 1,5 трлн. руб., что примерно на год закрывает потребность российских банков в рефинансировании ипотеки.

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 бумагу в ЦБ РФ, получить заем по сравнительно невысоким для рынка ставкам и поддержать свою ликвидность.

Однако эта работа должна быть поставлена на систематическую основу, необходимо определить лимиты операций, сопоставимые с объемом выдачи, а в список должны быть включены бумаги, эмитированные нерезидентами, но обеспеченные российскими активами. На балансах банков скопилось около 180 млрд. руб. валютных кредитов, которые не могут быть секьюритизированы по российскому праву, и задача ЦБ РФ – решить проблему их рефинансирования. Ставка по операциям РЕПО ЦБ РФ может стать важным инструментом денежно-кредитной политики и послужить для банков ориентиром ценообразования в том числе по кредитам с плавающим процентом.

Кроме этого, ЦБ РФ готовится облегчить мелким и средним банкам привлечение долгосрочных ресурсов

через выпуск ипотечных облигаций. Точнее ЦБ РФ рассматривает возможность отмены требования по соблюдению банками норматива рисков на одного заемщика (Н6) в сделках по секьюритизации ипотеки. При таких сделках банк передает пул ипотечных кредитов специализированному агенту, с баланса которого впоследствии выпускаются ипотечные облигации. Для обеспечения платежеспособности агента передача пула кредитов обычно сопровождается предоставлением агенту субординированного кредита. Размер этого кредита, согласно инструкции ЦБ РФ №110-И «Об обязательных нормативах банков» сейчас ограничен нормативом Н6, значение которого не должно превышать 25% собственных средств банка. Это ограничение препятствует секьюритизации ипотечных кредитов мелкими и средними банками.

Расширение возможностей инвестирования средств институциональных инвесторов в ипотечные ценные бумаги. В частности, речь идет о расширении возможностей инвестирования в ипотечные ценные бумаги средств пенсионных накоплений лиц, не воспользовавшихся правом выбора инвестиционного портфеля. Эту задачу поможет решить принятый 18.07.2009. Федеральный закон «О внесении изменений в Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах» и Федеральный закон «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации».

В рамках данных изменений производится изменение порядка инвестирования средств лиц, не воспользовавшихся правом выбора инвестиционного портфеля, исходя из целей увеличения доходности инвестирования в долгосрочном аспекте, а также улучшения условий для конкуренции на рынке пенсионных накоплений. При этом агрегированным инвестиционным портфелем, сформированным из средств пенсионных накоплений, наряду с государственной управляющей компанией будут управлять и управляющие компании, отобранные на конкурс.

Указанным законом предусмотрена возможность инвестирования средств пенсионных накоплений не только в ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с законодательством РФ об ипотечных ценных бумагах, но и в облигации российских эмитентов, в том числе обеспеченные государственными гарантиями РФ.

Данное изменение позволит решить важные задачи обеспечения значительного роста спроса на ипотечные ценные бумаги обеспечение более высокой доходности инвестирования пенсионных накоплений. По оценке Агентства по ипотечному жилищному кредитованию сегодня средневзвешенная доходность такого инвестирования, осуществляемого в основном в государственные ценные бумаги, составляет порядка 6% годовых, что значительно ниже уровня инфляции. Использование средств пенсионного фонда – это верный путь, однако из любой ситуации есть альтернативные выходы, хоть и менее эффективные. Например, длинные инструменты можно продавать инвесторам как короткие. То есть в ценную бумагу можно встроить годовую оферту: в результате долгосрочный инструмент будет продаваться «короткими перебежками». Поскольку коротких денег в стране много, такую долговую бумагу можно все время переразмещать. Это потребует ежегодного изъятия из оборота достаточно больших сумм перед офертами, но зато позволит хоть как-то выводить такие бумаги на рынок и будет способствовать расширению базы инвесторов и раскрытию информации об этом новом для российского рынка инструменте.

Расширение возможностей инвестирования средств страховых резервов в ипотечные ценные бумаги. С этой целью требуется внесение изменений в приказ Министерства финансов РФ от 8 августа 2005 г. №100н «Об утверждении правил размещения страховщиками средств страховых резервов» в части расширения доли ипотечных ценных бумаг в общем объеме страховых резервов при установлении дополнительных требований к эмитентам таких ценных бумаг.

Расширение возможности банков рефинансировать ипотечные кредиты с меньшим первоначальным взносом. Целью данных изменений является упрощение и развитие секьюритизации ипотечных активов. Действующие нормы закона «Об ипотечных ценных бумагах», принятого еще в 2003 г., устанавливают, что в ипотечное покрытие с целью выпуска ипотечных ценных бумаг могут быть включены только кредиты, по которым отношение суммы кредита к стоимости залога (*LTV*) составляет не более 70%. Действительно, на этапе развития системы ипотечного кредитования в РФ (примерно с 2000 г.) *LTV* в размере 70% было стандартом. Однако сегодня практически все ипотечные банки предлагают кредитные продукты с меньшим первоначальным взносом и даже без него (*LTV* может составлять 80-100%). С учетом указанной нормы закона такие кредиты не могут быть секьюритизированы до тех пор, пока *LTV* не достигнет 70%, т.е. пока часть кредита не будет погашена заемщиком. С учетом долгосрочности ипотечного кредитования этот процесс может занимать несколько лет.

С целью обеспечения возможности секьюритизации таких кредитов предлагается исключить из закона жесткое требование о *LTV* по всем ипотечным кредитам, входящим в ипотечное покрытие, заменив другими инструментами обеспечения надежности ипотечных ценных бумаг:

- страхованием дополнительных рисков (страхованием ответственности заемщика за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязательств);
- установлением требования об *LTV* в размере 70% как среднем по пулу ипотечных кредитов. На наш взгляд, данные нормы в целом сохраняют надежность ипотечных ценных бумаг, при этом повысив эффективность секьюритизации.

2. СНИЖЕНИЕ ИЗДЕРЖЕК НА ВЫПУСК ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

В качестве мер по снижению издержек на выпуск ипотечных ценных бумаг Правительством РФ был принят ряд антикризисных мер, включающий принятие Закона «О внесении изменений в Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» и отдельные законодательные акты РФ», принятый Госдумой 3 декабря 2008 г. и одобренный Советом Федерации 17 декабря.

Данным законом в российское законодательство вводится институт депозитарного учета закладных, позволяющих передавать права на закладные путем записей по счетам депо в депозитарии, аналогично порядку перехода прав по бездокументарным ценным бумагам.

Введение системы депозитарного учета закладных позволит обеспечить быструю и эффективную передачу большого количества закладных (пулов закладных) в процессе их рефинансирования, в том числе для целей их дальнейшей секьюритизации.

Разработка и внедрение новых механизмов страхования: пулов кредитов, рисков неисполнения обязательств заемщиком или поручителем.

Предлагаемые изменения позволят банку формировать пул однородных ипотечных кредитов, передать их на баланс специального юридического лица, отдавая риски этого пула от собственных операционных рисков и застраховать этот пул активов.

Скорейшее принятие проекта федерального закона «О внесении изменений в некоторые законодательные акты РФ» в части регулирования секьюритизации финансовых активов.

Целью законопроекта является обеспечение и совершенствование секьюритизации всех видов финансовых активов, а также введение, среди прочего, специальных норм, направленных на:

- введение в российское законодательство института номинального банковского счета, позволяющего обеспечить сохранность средств, поступающих в погашение обязательств и находящихся на счету посредников, которым эти средства в правовом смысле не принадлежат;
- введение норм о создании института собрания владельцев облигаций и представителя владельцев облигаций, позволяющего обеспечить защиту прав владельцев облигаций при банкротстве и иных финансовых проблемах эмитента.

Принятие указанного законопроекта позволит не только обеспечить возможность секьюритизации различных видов активов (не только ипотечных кредитов), но и усовершенствовать отдельные нормы законодательства, действие которых будет распространяться и на эмиссию ипотечных ценных бумаг. Например, будут универсализованы требования к специализированному финансовому обществу, аналогу спецюрлица, и введены институты эскроу-счета, общего собрания владельцев облигаций и др.

Позволим себе в рамках данной статьи сделать несколько общих замечаний к концепции анализируемого законопроекта. Международный опыт показывает, что секьюритизация лучше развита там, где нет закона о секьюритизации.

Законы или эдикты о секьюритизации существуют в ряде развивающихся стран, таких, например, как Пакистан, Южная Корея, Таиланд. Но и эти страны пошли по пути общего описания механизма сделки, оставив рынку право решать, какие элементы сделки предпочесть в каждой конкретной ситуации. Поэтому даже там, где есть законы о секьюритизации, их объем редко превышает несколько страниц. К слову, подобный подход к регулированию разделяет и Европейский секьюритизационный форум.

Успешный опыт проведения балансового рефинансирования жилищных кредитов банка «ЖилФинанс» в 2005 г. и удачный выпуск ипотечных облигаций банком «Совфинтрейд» в 2006 г. в обстановке или полного отсутствия специального регулирования или его наличия, но со значительными недостатками, показывают, что законопроект, регулирующий секьюритизацию, должен вносить детальные изменения в некоторые законодательные акты РФ.

Таким образом изменения в целом должны положительно сказаться на развитии секьюритизации в РФ, чему сейчас препятствует существующая правовая неопределенность по отдельным, важным для реализации сделок вопросам.

Разработка и принятие целого ряда изменений в действующее законодательство, в том числе направленных на:

- совершенствование положений об ипотечных сертификатах участия с целью обеспечения возможности эффективного выпуска указанного вида ипотечных ценных бумаг путем внесения изменений в Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» и принятие нормативных актов ФСФР;
- упрощение процедуры наложения взыскания на предмет залога, в том числе при ипотечном кредитовании (возможность более широкого введения внесудебного порядка наложения взыскания и др.);
- упрощение процедуры погашения записи об ипотеке при погашении ипотечного кредита;
- совершенствование общих положений о закладной путем внесения изменений в Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)»;
- совершенствование налогового законодательства, в том числе в части уточнения порядка налогообложения ипотечных сертификатов участия, закладной, налогообложения при получении ипотечного кредита и др.

Таким образом, в текущих кризисных условиях именно государство должно взять на себя лидирующую роль в формировании механизма секьюритизации, задействовав внутренние источники долгосрочного финансирования, такие, как средства Пенсионного фонда РФ, не менее важную роль должен сыграть ЦБ РФ. Если посмотреть на положение дел в Европе, то в условиях практического отсутствия публичного рынка ипотечных облигаций, Европейский центральный банк путем сделок РЕПО смог поддержать объем фондирования ипотечных операций. В перечисленных нами выше предложениях, мы постарались максимально решить весь спектр проблем, связанных с развитием секьюритизации в РФ.

При наличии должного правового обеспечения, подразумевающего оптимальный порядок регулирования отношений между эмитентами ценных бумаг, обеспеченными активами, и инвесторами, необходимо непосредственное внимание уделить надзору, который, по нашему мнению, должен быть сосредоточен не только на финансовых институтах, участвующих в сделках по секьюритизации, но и на процессах оборота обязательств между ними. По этой причине, на наш взгляд, в практику финансовых регуляторов необходимо включить следующие принципы.

1. Предъявление высоких требований к квалификации и профессиональному опыту персонала структурных подразделений регуляторов, отвечающих за секьюритизацию финансовых активов.
2. Создание условий для полноценного и скорого перехода банковского надзора и внутреннего банковского риск-менеджмента к Базелю II.

3. Градация требований центральных банков по резервированию ипотечных кредитов в зависимости от *LTV*, качества подтверждения доходов и т.д.
4. Обеспечение представления полной и точной информации о совершаемых сделках секьюритизации и качестве активов в большей степени их организаторами, а не оригинаторами, поскольку стандартизация требований к такой информации и формат ее представления смогут повысить прозрачность сделок и снизить дополнительные издержки на приведение информации о сделках к сопоставимому виду.
5. Мониторинг выполнения оригинаторами требований о полном раскрытии информации об условиях кредитования и последствиях неблагоприятного изменения ситуации на финансовых рынках для заемщиков (например, при росте процентных ставок, изменении валютных курсов); повышение финансовой грамотности заемщиков является ключевым фактором в борьбе с различного рода мошенничествами.
6. Широкое обсуждение предлагаемых регуляторами нововведений всеми участниками рынка секьюритизации, в том числе саморегулируемыми организациями.

В заключение хотелось бы отметить, что, по нашему мнению, российскому рынку секьюритизации не грозят такие опасности, которые стали последствием ипотечного кризиса в развитых странах. Единственной проблемой остается общая нехватка ликвидности на российских финансовых рынках и в банковском секторе – а именно на решение этой проблемы направлены предлагаемые меры и сегодняшняя государственная политика на финансовых рынках.

Литература

1. Бэр Х.П. Секьюритизация активов [Текст] / Ханс Питер Бэр. – М. : Волперс Клувер, 2008.
2. Вриз Роберт Жан Жоб де, Поль Анри. Секьюритизация и право [Текст] / Жан Жоб де Вриз Роберт, Поль Али. – М. : Волперс Клувер, 2008.
3. Дэвидсон Э. и др. Секьюритизация ипотеки (мировой опыт, структурирование и анализ) [Текст] / Э. Дэвидсон, Э. Сандерс, Л.-Л. Вольф, А. Чинг. – М. : Вершина, 2007.
4. Материалы 2-й Международной конференции «Секьюритизация активов в России». – М., 2008.
5. Центральный банк РФ [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.

Ключевые слова

Государство; ипотечное кредитование; оценка покрытия; облигации с ипотечным покрытием; рефинансирование; секьюритизация; структурирование.

Магомедов Руслан Магомедович

РЕЦЕНЗИЯ

Начиная с сентября 2007 г., мировой рынок секьюритизации находился в состоянии непрерывной контракции. Проблемы, с которыми инвесторы столкнулись в результате кризиса на рынке ипотечных кредитов, перешли на рынок секьюритизации активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами. Банковские портфели оказались перегруженными инвестициями в ценные бумаги с залогом ипотечными кредитами, справедливая оценка которых оказалась серьезно осложнена практическим отсутствием сделок в этом сегменте рынка. В этой связи тема настоящей статьи представляется актуальной и своевременной.

Автором в рамках статьи поднимаются такие важные вопросы, как правовое регулирование сделок секьюритизации в Российской Федерации, необходимость совершенствования ряда регулирующих норм права в области совершения сделок секьюритизации, отсутствие на рынке инвесторов, которые потенциально могли бы обеспечить высокий спрос на ценные бумаги российских банков. Необходимость рассмотрения данных вопросов обусловлена реальной потребностью рынка секьюритизации к реорганизации и поиску новых путей, способствующих активному развитию данного направления финансового рынка.

Изложенный материал может быть использован в целях изучения вопросов секьюритизации активов коммерческих банков, и поиска наиболее эффективных и прогрессивных методов рефинансирования. Данная статья может быть рекомендована к печати.

Карп М.В., д-р экон. наук, профессор кафедры «Финансы, денежное обращение и кредит» Государственного университета управления

8.5. ASSETS SECURITIZATION IN MODERN CRISIS CONDITIONS

R.M. Magomedov, Post-graduate Student

Tax Academy

In the article there are revealed the basic legal aspects of securitization regulation. There were considered the reasons which hamper the development of Russian securitization market. It was focused an attention to modern market state and problems which appeared in conditions of nowadays crisis.

Literature

1. Jan Job de Vriz Robe, Pol' Ali Law and securitization – M.: Volrers Clover – 2008.
2. E. Davidson, E. Sanders, L.-L. Wolf, A. Ching, Mortgage securitization (world experience, structuring and analysis), M. – Vershina, 2007.
3. Hans Piter Ber, Assets securitization - M.: Volrers Clover. – 2008.
4. Release of second International conference «Assets securitization in Russia», M. – 2008.
5. <http://www.cbr.ru/>- official web-site of Central Bank of Russian Federation.

Keywords

State; mortgage lending; discharge estimate; obligation with mortgage covering; refinancing, securitization; structuring.