

*Лукьянов А.В.*

**Секьюритизация ипотечных активов в Российской Федерации  
в условиях кризисных ситуаций**

Наиболее значимой инновацией второй половины XX в., создавшей самый большой и важный сегмент мирового рынка капитала, является секьюритизация банковских ссуд. С 2004 г. данный инструмент стал успешно применяться и российскими банками, в первую очередь, для финансирования их ипотечных программ, что позволило значительно увеличить объем выдаваемых кредитов.

Однако американский кризис 2007 г., именуемый кризисом ипотечных ценных бумаг, показал несостоятельность и неустойчивость функционирования российского ипотечного рынка в условиях неблагоприятной внешней конъюнктуры.

В условиях кризиса, когда коммерческие банки испытывают потребность в долгосрочных и дешевых ресурсах, а многие из банков стоят перед необходимостью реструктурировать задолженность по ипотечным кредитам, наиболее актуальным становится развитие институтов и технологий секьюритизации активов, апробация которых будет осуществлена главным образом на ипотечном рынке. Очевидно, что долгосрочные кредиты являются операцией повышенного риска для банка, прежде всего кредитного. В этой связи существует огромная потребность в координации мер по противодействию рискам и распространению кризиса секьюритизации, по разработке согласованных между участниками рынка решений, связанных с процессом секьюритизации ипотечных кредитов и основанных на методах и механизмах антикризисного управления платежными потоками при реализации механизма выпуска ипотечных облигаций.

Российская секьюритизация открывает перед кредитными организациями невиданные возможности привлечения средств и управления рисками и в то же время дает простор конструированию огромного числа новых видов ценных бумаг с уникальными характеристиками (потоки платежей, графики выплат и т.д.). исследование поведения таких портфелей ценных бумаг в условиях изменения рыночной конъюнктуры становится важной задачей финансовых аналитиков. Сложность решения этих задач усугубляется недостаточностью использования оптимизационных методов анализа, планирования и прогнозирования при управлении платежными потоками.

К зарубежным ученым-финансистам, занимающимся изучением вопросов секьюритизации, относятся Викул К. Бансала, Джеймс Барт, Р. Берри, П.Х. Бэр, Гарри Гортон, Трейси Джеймс, андреас а. Джобста, Винод Катари, Доменик О. Кейн, С. Кокс, Маер Кох, Тимоти Ц. Ликснер, М. Лэйн, Джон Ф. Маршалл, Р.А. Миллер, Роберт С. Нил, Х.

Педерсен, Питер Роуз, Дж. Синке, Джо Скработ, Фрэнк Дж. Ф. Фабоцци, Г. Фонбаер, Стивен Фрост, Т. Фрэнкел, Дж. Фрэнс, Дж. Фэрчайлд.

К российским ученым, чей опыт используется в решении проблем секьюритизации активов в России, относятся М.и. астраханцева, и. Барейшы, а. Богданова, Д.З. Вагапова, Е. Демушкина, В. Драгунова, Е. Ф. Жуков, А.Н. Иванова, Р. М. исеев, А.В. Кавкина, А.А. Казаков, М. Мельникас, Я. М. Миркин, Н. Пастухова, И.А. Разумова, Б.Б. Рубцова, В.А. Савинова, А.Г. Саркисянц, А.Селивановский, Н.Э. Соколинская, М.Г.Сорокина, И. Стругацкий, Г.П. Суворова, М. Суханова, Е. Сушковой, Ю. Туктаров, Е. К. Турбина, В.М. Усоскин, Е.Четыркин, И. А. Ясеновец и др.

В рамках данной работы мы попытались решить следующие задачи:

- выявить экономическую сущность и содержание процесса секьюритизации;
- сформировать совокупность параметров для оценки пула закладных (ипотечного покрытия) и облигационных выпусков;
- исследовать и систематизировать зарубежную и российскую практику секьюритизации ипотеки;
- разработать систему антикризисных мероприятий с целью координации функционирования ипотечного рынка, направленных на сокращение рисков, связанных с финансовым кризисом;
- разработать альтернативные механизмы и технологии секьюритизации с целью координации функционирования российского и международного ипотечных рынков.

Секьюритизация активов является сложным способом финансирования, использование которого предполагает необходимость существования институтов, регламентирующих деятельность каждого из участников секьюритизации активов, порядка отношений между ними, а также возможности использования механизмов и финансовых инструментов (типичных для секьюритизации активов), позволяющих реализовывать ряд ключевых концепций.

В экономике понятие института широко используется и имеет важное значение. Это понятие относится к такому направлению экономической мысли, как институционализм. Однако в рамках этого направления точных определений не дается. Например, Т.Веблен характеризует институты как «преобладающие или господствующие типы отношений или духовная позиция», «особый способ существования общества, особая система общественных отношений», «привычные способы реагирования на стимулы», «принятая в настоящее время

система общественной жизни», «структура производственного или экономического механизма». Поэтому в данной работе, учитывая институциональный аспект секьюритизации активов, предлагается руководствоваться следующим определением института – «это формальные правила, неформальные ограничения и способы обеспечения действительности ограничений». Формальными правилами считаем законы, судебные прецеденты, административные акты, законы. Под неформальными ограничениями подразумеваем социальные нормы, обычаи и условности. В совокупности всё это определяет структуру стимулов в экономике и обществе.

В повседневной жизни институты и организации рассматриваются как взаимозаменяемые понятия. Такой факт не лишен смысла так как один и тот же объект может определяться и как институт, и как организация.

Основной задачей законодательной власти, а также необходимым условием для осуществления секьюритизации активов является создание такой системы национальных институтов, которые внутренне не противоречат друг другу, защищают права и законные интересы участников отношений, возникающих при секьюритизации активов и обеспечивающих её проведение.

Эмиссия облигаций с ипотечным покрытием осуществляется в соответствии Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и Федеральным Законом № 152 «Об ипотечных ценных бумагах»<sup>1</sup>

Условия эмиссии облигаций с ипотечным покрытием могут содержать ограничение общего количества выпусков таких облигаций, исполнение обязательств по которым обеспечивается этим ипотечным покрытием. Нарушение эмитентом облигаций с ипотечным покрытием указанного ограничения является основанием для отказа в государственной регистрации выпусков облигаций с ипотечным покрытием.

В соответствии с Законом, в решении о выпуске облигаций с ипотечным покрытием должны быть определены срок погашения (частичного погашения) облигаций и стоимость, выплачиваемая по каждой облигации при ее погашении (частичном погашении).

Ипотечные ценные бумаги достаточно сложный финансовый инструмент. Проблема состоит в том, что проспект эмиссии регламентирует только схему амортизации облигации, но не регламентирует точный размер денежных поступлений. В отличие, например, от корпоративных облигаций, где все размеры денежных поступлений четко оговорены. Для повышения кредитного качества ипотечных ценных бумаг айЖК используется

---

<sup>1</sup> Ланг Р. Развитие европейского рынка ипотечных облигаций // Ланг Р. // Бизнес и банки. №45. 2004. С. 7-8.

резервный фонд. Международное рейтинговое агентство присвоило суверенный рейтинг, характеризующий вероятность исполнения обязательств эмитентом. Но этот рейтинг выражает только размер ожидаемых потерь по ипотечным ценным бумагам, но никак не характеризует вероятность получения конкретных денежных средств по облигациям в будущем. Не вызывает сомнений, что для торговли ипотечными ценными бумагами инвесторам нужна серьезная аналитическая поддержка.

Самым важным аналитическим результатом начала обращения рублевых ипотечных облигаций на бирже является рыночная оценка рисков, связанных с ипотечными облигациями<sup>1</sup>.

Плавающая процентная ставка, безусловно, более интересна для инвесторов, нежели фиксированная, потому что она отражает реальную ситуацию в экономике. Ставки кредитора, и заемщика должны быть привязаны к реальной рыночной стоимости денег (плавающий индекс).

Минимальные требования к любому выпуску регулируются законом (Федеральным законом от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» регулируются отношения, возникающие при выпуске, эмиссии, выдаче и обращении ипотечных ценных бумаг), нормативными документами регулирующих органов, но не стандартами того или иного эмитента.

В связи с выявленными недостатками, предлагаем новый вид ипотечных облигаций, структура которых будет максимально напоминать продукты, существующие на более развитых рынках капитала.

Рассмотрим ипотечные облигации, которые будут обладать следующими характеристиками:

- 1) являются ценными бумагами на предъявителя, дающие своему владельцу право на получение номинальной стоимости облигации при погашении и дохода в виде процента к номинальной стоимости (погашение купонов);
- 2) имеют долгосрочный характер, так как ипотечные облигации – это долгосрочные ценные бумаги, выпускаемые под обеспечение недвижимым имуществом (земля, производственные и жилые здания) и срок этих бумаг должен покрывать весь срок действия ипотечного кредита, во избежание риска общего разрыва пассивов и активов;
- 3) имеют плавающую процентную ставку (Floating interest rate).

Ошибочно понятие, что плавающая ставка создает риск для заемщика. Весь мировой

---

<sup>1</sup> Попова О.В. анализ мирового и российского рынков недвижимости в условиях кризиса/ Попова О.В. // Финансы и кредит. №5. 2008. С. 5-8.

рынок капитала привязан к рыночной стоимости денег — в основе долгового рынка стоит ориентация на плавающую ставку. Если вычесть из плавающей ставки инфляцию, то реальная ставка оказывается 2—3%. и как уже было отмечено, плавающая процентная ставка, безусловно, более интересна для инвесторов, нежели фиксированная, потому что она отражает реальную ситуацию в экономике.

Выпуск таких бумаг должен планироваться на основании не собственного индекса, а рыночного индекса, признанного участниками этого рынка. Однако, нынешнюю обстановку на рынках капиталов в России можно охарактеризовать скорее как неустойчивую, что, оставляет вопрос о выборе индекса в известной степени открытым. Общеизвестной в мире ставкой-ориентиром является LIBOR - Лондонская межбанковская однодневная ставка по кредитам, ипотечные кредиты, где выдаваемая заёмщику сумма исчисляется в долларовом эквиваленте, а ставка привязана к LIBOR, уже существуют на рынке города Москвы. Поэтому для рублёвых ипотечных кредитов и производных от них ипотечных облигаций, вероятно, в качестве индекса можно рассматривать аналогичную LIBOR Московскую ставку по межбанковским кредитам, MIBOR.

Предложенный тип ипотечных ценных бумаг, на наш взгляд, является более привлекательным для инвестора, чем облигации, выпускаемые ипотечным агентом аИЖК.

Таким образом, мы считаем, что применение данного механизма секьюритизации ипотечных кредитов позволяет оценить эффективность принимаемых решений по организации и обслуживанию выпуска ипотечных ценных бумаг с учетом анализа платежных потоков.

#### **Список литературы**

1. Аверченко В. Принципы жилищного кредитования/ В. Аверченко[и др.]. М., 2006
2. Вагапова Д.З. Модель экономического взаимодействия между банком и заемщиком на кредитном рынке/ Вагапова Д.З., Сорокина М.Г. // Вестник СГАУ. № 1. 2004
3. Ланг Р. Развитие европейского рынка ипотечных облигаций //Ланг Р.// Бизнес и банки. №45. 2004
4. Попова О.В. анализ мирового и российского рынков недвижимости в условиях кризиса/ Попова О.В. // Финансы и кредит. №5. 2008