

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
"САМАРСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ"

На правах рукописи

ФАЙЗУЛЛИН ТИМУР НАИЛЕВИЧ

**РАЗВИТИЕ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ
ИПОТЕЧНЫХ ЖИЛИЩНЫХ КРЕДИТОВ
В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
НА ОСНОВЕ МОДЕЛИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ**

Специальность 08.00.10 - Финансы, денежное обращение
и кредит

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель
Савинова Валентина Андреевна,
доктор экономических наук, профессор

САМАРА 2015

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	3
Глава 1 Основы секьюритизации ипотечных активов	10
1.1 Финансирование ипотечного жилищного кредитования:	
ключевые модели и методы.....	10
1.2 Секьюритизация как инструмент привлечения	
финансовых ресурсов в ипотечное жилищное кредитование	26
1.3 Риски вложений в ипотечные ценные бумаги	
и направления их снижения	43
Глава 2 Оценка тенденций развития ипотечного	
 жилищного кредитования в РФ.....	57
2.1 Динамика развития ипотечного жилищного кредитования.....	57
2.2 Анализ источников рефинансирования ипотечных жилищных	
кредитов и состояния рынка ипотечных ценных бумаг.....	70
Глава 3 Перспективные направления использования секьюритизации	
 ипотечных активов в РФ	87
3.1 Коллективная секьюритизация в развитии ипотечного	
жилищного кредитования в региональных банках	87
3.2 Влияние инструментов денежно-кредитного регулирования	
ЦБ РФ на развитие секьюритизации ипотечных активов.....	103
Заключение	115
Список литературы	121
Приложения	134

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Секьюритизация ипотечных активов является эффективной моделью привлечения финансовых ресурсов на цели ипотечного жилищного кредитования. Успешное использование секьюритизации в решающей степени определяется уровнем развития рынка ценных бумаг, обеспечивающего эффективное перераспределение средств финансовой системы в ипотечные ценные бумаги. В современных условиях эти вопросы приобретают особое значение для России. Необходимость развития рынка ценных бумаг выступает одним из ключевых направлений стратегии развития ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации до 2030 г.

Секьюритизация рассматривается как составной элемент двухуровневой модели рефинансирования ипотечных жилищных кредитов. Активное применение секьюритизации в практике ипотечного жилищного кредитования обусловило ведущую роль ипотечных ценных бумаг как инвестиционного инструмента размещения капитала. Несмотря на активное развитие операций рефинансирования ипотечных кредитов, доля секьюритизации в России остается незначительной и существенно отстает от уровня этого показателя в странах с развитой рыночной экономикой.

Дальнейшее расширение финансового потенциала секьюритизации может быть достигнуто за счет вовлечения в данный процесс малых и средних банков, ограниченных в возможности формирования долгосрочных ресурсов для развития ипотечного жилищного кредитования. Однако сегодня в России секьюритизация остается доступной только крупным кредитным организациям.

Теоретические основы секьюритизации достаточно широко представлены в научной литературе, однако не выработаны общие научные подходы к систематизации моделей рефинансирования, к определению функций секьюритизации, а также рисков сделок секьюритизации; не сформировано обоснование возможно-

сти использования инструментов секьюритизации в российских условиях, что может отрицательно сказаться на развитии всего рынка ипотечного жилищного кредитования.

Таким образом, актуальность темы диссертации определяется недостаточной научной разработанностью отдельных положений секьюритизации как условия эффективного функционирования рынка ипотечного жилищного кредитования, а также потребностью практики в ее эффективном использовании.

Степень научной разработанности проблемы. Проблемы развития рынка ипотечного кредитования и механизмов рефинансирования достаточно широко представлены в научной литературе зарубежными и отечественными учеными. Подходы к определению сущности ипотечного кредитования и рефинансирования как его неотъемлемого процесса отразили в своих работах Г.Н. Белоглазова, Д.З. Вагапова, В.И. Вагизова, А.Г. Грязнова, И.В. Довдиенко, В.В. Кияткина, Н.Ю. Кольцова, О.И. Лаврушин, Л.Ш. Лозовский, Ш.А. Магомедова, Ю.С. Масленченков, И.В. Павлова, В.Н. Пономарев, И.А. Разумова, Б.А. Райзберг, В.А. Савинова, О.Г. Семенюта, Е.Б. Стародубцева, Т.В. Чинаев и другие авторы.

Развитию теоретических основ секьюритизации как модели рефинансирования ипотечных кредитов посвящены работы многих известных зарубежных и отечественных ученых, таких как Х.П. Бэр, Ж.П. Дейли, И.В. Ивакин, В.И. Карбанова, И.А. Кох, Дж. Липсон, Л.М. Резванова, А.С. Селивановский, Э.Д. Сир, Ю.В. Туктарова, С.Л. Шварц, О.В. Яблонская, С.В. Якунин, Uwaifo and M. Greenberg.

Процедуры анализа рисков ипотечных ценных бумаг, выпускаемых в процессе секьюритизации, а также методы повышения кредитного качества этих активов нашли развитие в методиках рейтинговых агентств Moody's, Fitch, а также в работах Э. Дэвидсона, Э. Сандэрса, Ф. Фабоцци, D. Hancock и других специалистов.

Несмотря на значительное количество научных трудов по проблемам развития секьюритизации как модели рефинансирования ипотечных кредитов, многие вопросы в этой сфере остаются недостаточно проработанными, а именно: класси-

фикация моделей привлечения финансовых ресурсов на цели ипотечного жилищного кредитования, позволяющая определить границы функционирования процессов его финансирования и рефинансирования; формирование оптимальной модели секьюритизации применительно к российским условиям; обоснование необходимости использования коллективной секьюритизации региональными банками; влияние денежно-кредитного регулирования со стороны Центрального банка Российской Федерации на развитие секьюритизации и рынка ценных бумаг в стране.

Важность данных вопросов обусловила выбор темы исследования, а также постановку цели и задач исследования.

Цель исследования – развитие основных положений секьюритизации как модели привлечения долгосрочных финансовых ресурсов на цели развития ипотечного жилищного кредитования и разработка практических рекомендаций по совершенствованию ее использования в РФ в современных условиях.

Задачи исследования. Для реализации указанной цели были поставлены следующие задачи:

- исследовать содержание секьюритизации как модели привлечения финансовых ресурсов для развития ипотечного жилищного кредитования; дать определение секьюритизации ипотечных активов;
- предложить классификацию моделей рефинансирования, определить место секьюритизации в структуре моделей рефинансирования;
- проанализировать тенденции развития ипотечного жилищного кредитования в РФ, оценить структуру рефинансирования ипотечных кредитов, инструменты рефинансирования;
- обосновать предпосылки применения коллективной секьюритизации в РФ; оценить эффективность ее использования региональными банками;
- уточнить формулу определения ставки купонного дохода по ипотечным ценным бумагам в части премии за риск их досрочного погашения;

- разработать перспективные направления воздействия денежно-кредитного регулирования со стороны Центрального банка РФ на развитие секьюритизации и рынка ценных бумаг в стране;

Область исследования. Исследование проведено по специальности 08.00.10 "Финансы, денежное обращение и кредит" Паспорта специальности ВАК (экономические науки) в рамках п. 6.18 "Специфика функционирования, институциональные основы и механизмы различных сегментов рынка ценных бумаг", п. 10.4 "Проблемы обеспечения сбалансированной банковской политики в области инвестиций, кредитования и формирования банковских пассивов по всему вектору источников и резервов", п. 10.10 "Финансовые инновации в банковском секторе".

Объектом исследования выступает секьюритизация как модель привлечения долгосрочных финансовых ресурсов в систему ипотечного жилищного кредитования в РФ.

Предметом исследования являются экономические отношения по поводу секьюритизации ипотечных портфелей коммерческих банков на цели ипотечного жилищного кредитования.

Теоретической и методологической базой исследования послужили труды отечественных и зарубежных ученых, материалы научно-практических конференций, законодательные и нормативные акты, регулирующие банковскую деятельность в области ипотечного кредитования, секьюритизации ипотечных активов, а также рынка ценных бумаг.

Основными в исследовании были общенаучные методы познания: абстрактно-логический, системный, структурно-функциональный, методы группировки, сравнительного анализа и синтеза.

Информационную и эмпирическую базу исследования составили статистические данные Федеральной службы государственной статистики, Центрального банка Российской Федерации, ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию», информационно-аналитического портала «РУСИПОТЕКА» и др.

Научная новизна исследования заключается в развитии основных положений секьюритизации как модели рефинансирования ипотечных кредитов и в разработке современных направлений ее развития в РФ.

Основными результатами, характеризующими научную новизну работы, являются следующие:

1. Уточнена классификация моделей привлечения финансовых ресурсов на цели ипотечного жилищного кредитования на основе разделения двухуровневой модели на модель вторичного рынка и модель секьюритизации ипотечных активов, отвечающая фактически сложившимся условиям формирования ресурсной базы банков-кредиторов и позволяющая наиболее точно определить границы функционирования процессов финансирования и рефинансирования.

2. Представлено определение секьюритизации как процесса трансформации кредитных требований в ипотечные ценные бумаги в целях повышения ликвидности баланса банка, передачи кредитных рисков и создания инвестиционных инструментов финансового рынка. Дополнены функции секьюритизации инвестиционной функцией, посредством которой в финансовой системе реализуется более эффективное перераспределение сбережений в инвестиции.

3. Определена сущность коллективной секьюритизации как самостоятельной модели рефинансирования, позволяющей региональным банкам на основе интеграционной функции увеличивать ресурсную базу и объемы ипотечного жилищного кредитования, снижать транзакционные издержки и уровень процентной ставки по кредитам. Доказана эффективность использования коллективной секьюритизации, установлено ее влияние на развитие региональной банковской системы.

4. Дополнена структура формулы определения ставки купонного дохода по ипотечным ценным бумагам, эмитированным в процессе секьюритизации, в части премии за риск досрочного погашения, что позволяет повысить эффективность прогнозирования доходности ипотечных ценных бумаг.

5. Предложены перспективные направления воздействия инструментов денежно-кредитного регулирования ЦБ РФ на развитие секьюритизации и рынка

ценных бумаг в целях создания комплексной системы рефинансирования ипотечных кредитов, усиления спроса кредитных организаций на ипотечные ценные бумаги и снижения процентных ставок по ипотечным кредитам.

Научная значимость работы заключается в дополнении основных положений секьюритизации как самостоятельной модели рефинансирования ипотечных кредитов: определены функции секьюритизации; представлена систематизация моделей рефинансирования; уточнено содержание коллективной секьюритизации; обосновано использование инструментов денежно-кредитного регулирования ЦБ РФ для воздействия на рынок ценных бумаг.

Практическая значимость работы заключается в выявлении проблем финансирования ипотечного жилищного кредитования и в разработке предложений по развитию секьюритизации как наиболее эффективной модели формирования ресурсной базы банков. Представленная модельная сделка коллективной секьюритизации может послужить основой интеграционных процессов в региональных банковских системах и стать для региональных банков инструментом увеличения их доли рынка.

Предложенные выводы и рекомендации могут быть использованы в практической деятельности коммерческих банков, осуществляющих ипотечное жилищное кредитование.

Апробация результатов исследования. Основные положения и результаты исследования докладывались и обсуждались на международных научно-практических конференциях в Санкт-Петербурге (2011, 2013 гг.), в Самаре (2013 г.), а также на заседании союза банков Самарской области.

Отдельные материалы диссертационной работы используются в учебном процессе кафедры «Финансы и кредит» Самарского государственного экономического университета при преподавании дисциплин «Финансы», «Банковское дело», «Ипотечное кредитование», «Инвестиции».

Востребованность результатов исследования подтверждается их внедрением в деятельность АО АКБ "ГАЗБАНК".

Публикации. По материалам диссертационного исследования автором опубликовано 11 научных работ общим объемом 4,24 печ. л., в т.ч. в рецензируемых изданиях, определенных перечнем ВАК, – 4 работы объемом 1,68 печ. л.

Структура и объем диссертации обусловлены целью и задачами исследования. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

Глава 1 ОСНОВЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ

1.1 Финансирование ипотечного жилищного кредитования: ключевые модели и методы

Один из главных показателей эффективного функционирования в РФ нормальных рыночных отношений - это состояние рынка недвижимости, являющегося значимой составляющей любой национальной экономики. Рынок недвижимости выступает одним из важнейших секторов, сопряженных с множеством смежных отраслей и способствующих созданию и развитию воспроизводственных процессов. Большую роль в развитии рынка жилья занимает ипотечное жилищное кредитование.

Ипотечное жилищное кредитование является частью проводимой государственной политики в обеспечении населения жильем, оно требует дополнительных мер регулирования, контроля и финансирования¹. Кредитные организации заинтересованы в развитии ипотечного кредитования как долгосрочного надежного направления вложения средств, как механизма, позволяющего более эффективно осуществлять кредитование строительства жилья, а также как источника долгосрочной клиентской базы². В научной литературе часто ипотечное жилищное кредитование рассматривается как целая система, поскольку данный сегмент кредитного рынка выходит за рамки отношений "кредитор - заемщик".

¹ О мерах по обеспечению граждан Российской Федерации доступным и комфортным жильем и повышению качества жилищно-коммунальных услуг : указ Президента РФ от 07.05.2012 г. № 600. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

² О банках и банковской деятельности : федер. закон от 02.12.1990 г. № 395-1: [в ред. от 02.07.2013 г. № 146-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

Ипотечное кредитование представляет собой систему отношений, включающую в себя элементы специализированного правового регулирования, рефинансирования, государственной поддержки, что отличает ипотечное кредитование от других видов потребительского кредитования. Взаимодействие субъектов ипотечного кредитования на возмездной основе при выдаче и обращении ипотечных кредитов обуславливает наличие рыночных отношений в этой сфере.

Процесс предоставления ипотечного кредита затрагивает не только кредитную организацию и заемщика, но и вовлекает в рыночную инфраструктуру других участников - оценочные, страховые, риелторские компании, государственные регистрирующие органы. Основным объектом их взаимодействия является ипотечный кредит. Определение условий предоставления ипотечных кредитов, их дальнейшей реализации производится на основе спроса и предложения на ипотечные кредиты, конкурентной среды и состояния финансового рынка³. Кроме того, процесс обращения ипотечных кредитов, выпуска ипотечных ценных бумаг значительно расширяет круг участников, возникает инвестиционная составляющая взаимоотношений субъектов, расширяются границы их взаимодействия. Совокупность этих отношений определяют место рынка ипотечного жилищного кредитования в экономической системе.

Рынок ипотечного кредитования является связующим звеном между рынком недвижимости и кредитным рынком, с одной стороны, а с другой - между кредитным и фондовым рынками. Характер этих взаимосвязей настолько различается, что является основанием для деления ипотечного рынка на первичный и вторичный⁴.

Первичный рынок ипотечного кредитования - это сегмент общего кредитно-финансового рынка, непосредственно охватывающий деятельность ипотечных банков и иных финансовых институтов по кредитованию юридических и физических лиц под залог конкретных объектов недвижимости.

Вторичный рынок ипотечного кредитования - это сегмент общего кредитно-финансового рынка, в котором происходит формирование совокупного кредитно-

³ Борисов Е.Ф. Основы экономики. - 2-е изд., испр. - М.: Дрофа, 2005. - 416 с.

⁴ Асаул А.Н. Экономика недвижимости. - СПб.: Питер, 2007. - 405 с.

го портфеля ипотечной системы за счет продажи права требования по ссуде инвестору или за счет трансформации персонифицированных закладных в обезличенные доходные бумаги и размещение их среди инвесторов⁵.

На вторичном рынке ипотечных кредитов осуществляется обращение кредитных требований. Поскольку эмиссия ценных бумаг с ипотечным покрытием происходит на рынке капитала, важно разграничивать эти понятия. Важнейшим условием функционирования вторичного рынка является возможность осуществить действительную продажу (True Sale) кредитного требования.

Существование вторичного ипотечного рынка обеспечивает ликвидность финансовых ресурсов коммерческих банков, смягчая циклический поток ссудного капитала, связывает денежную массу. Благодаря вторичному рынку ипотечного кредитования происходит интеграция рынка ссудных капиталов с рынком недвижимости и фондовым рынком.

Первичный и вторичный ипотечные рынки обеспечивают полноценный жизненный цикл ипотечного кредита. При этом недостаточная степень развития вторичного рынка сдерживает увеличение объема операций на первичном рынке и, наоборот, создание условий для полноценного функционирования вторичного рынка заметно увеличивает объемы операций на первичном рынке.

Указанные два сегмента находятся в тесной взаимосвязи и подчиняются одному из главных принципов диалектики - отрицанию отрицания. Возникновение и развитие вторичного рынка требуют наличия хорошо сформированного первичного рынка, который должен быть значительных объемов и испытывать потребность в рефинансировании уже предоставленных ипотечных жилищных кредитов для дальнейшего увеличения объемов кредитования. Вместе с тем, для развития первичного рынка на определенном этапе становится остро необходим развитый вторичный рынок со всей инфраструктурой и капиталом для осуществления своей главной функции - рефинансирования уже выданных ссуд для возможного предоставления новых. Эффективное взаимодействие первичного и вторичного рынков является важнейшей задачей регулирования рынка ипотечного кредитования.

⁵ Брусницын Е.А. Ипотечное жилищное кредитование на региональном рынке недвижимости : дис. ... канд. экон. наук. - Волгоград, 2003. - 140 с.

Ипотечное кредитование характеризуется длительными сроками предоставления ссуд. Такой подход выгоден для заемщика, имеющего возможность равномерно погашать задолженность при невысокой нагрузке на личный бюджет, но для кредитора это вызывает необходимость рефинансирования выданного кредита. Рефинансирование является неотъемлемой частью ипотечного кредитования. Главная задача рефинансирования состоит в снижении риска ликвидности, которому подвергается кредитор при потребности в финансовых ресурсах, в то время когда они находятся в активных операциях.

Главная особенность сущности рефинансирования, выделяемая в определениях различных авторов - прекращение старых обязательств и появление новых.

Ю.С. Масленченков понимает под рефинансированием мобилизацию коммерческими банками ресурсов для покрытия выданных ссуд или текущего кредитования⁶.

В.В. Кияткина определяет рефинансирование как процесс движения стоимости, имеющей свой кругооборот, при котором происходит преобразование денежных потоков и возникают новые обязательства⁷.

В.А. Савинова считает, что рефинансирование - это процесс преобразования растянутых во времени потоков денежных средств в единовременное получение их в определенном объеме⁸.

В Финансово-кредитном энциклопедическом словаре под редакцией А.Г. Грязновой дается следующее определение: "Рефинансирование - погашение старой задолженности путем принятия новых обязательств"⁹.

⁶ Масленченков Ю.С. Технология и организация работы банка: теория и практика. - М. : Перспектива, 1998. - 221 с.

⁷ Кияткина В.В. Теоретические основы современных моделей рефинансирования ипотечных кредитов // Бизнес в законе. - 2010. - № 3. - С. 274-278.

⁸ Савинова В.А. Ипотечный кредит в системе финансово-кредитных отношений // Вестник Самарского государственного экономического университета. - Самара, 2012. - № 8 (94). - С. 82.

⁹ Грязнова А.Г. Макроэкономика. Теория и российская практика : учебник / Фин. акад. при Правительстве РФ. - 5-е изд., перераб. и доп. - М. : Кнорус, 2008. - 688 с.

В мировой практике процесс рефинансирования затрагивает большое число участников и различается в зависимости от типа экономического агента, осуществляющего рефинансирование, от источника рефинансирования и инструментов рефинансирования. В агрегированном виде процесс рефинансирования во многих финансовых системах становится типовым, представляя собой определенную модель рефинансирования ипотечных кредитов.

Большинством авторов исследований выделяется 4 основные модели: модель универсального банка, модель ссудо-сберегательных организаций, модель ипотечных банков и модель вторичного рынка, основанная на секьюритизации¹⁰. Специалисты считают, что модели рефинансирования отличаются по источникам привлекаемых ресурсов: в первых двух моделях основным источником финансовых ресурсов являются вклады и депозиты, а в остальных - средства, полученные при помощи эмиссии ипотечных ценных бумаг. В разных странах используются либо преимущественно одна модель, либо совокупность нескольких моделей.

Модель универсальных коммерческих банков является наиболее распространенной. Роль коммерческих банков в системе ипотечного кредитования наиболее значительна в Великобритании, Испании и ряде других стран Европы, а также в Австралии и Южной Африке. Главное преимущество модели универсальных банков - возможность применения различных способов привлечения финансовых ресурсов в целях обеспечения текущей финансовой устойчивости, в соответствии с нормативными требованиями банковских регуляторов. В настоящее время в ипотечное жилищное кредитование в странах с развитой банковской системой рассматривается как надежное направление розничного банковского кредитования, коммерческие банки активно размещают свои финансовые ресурсы в ипотечные активы.

Главная задача, которую необходимо решить в рамках данной модели, заключается в поддержании ликвидности баланса универсального коммерческого банка, а также соответствия краткосрочных пассивов и долгосрочных активов, что

¹⁰ Копейкин А.Б., Рогожина Н.Н., Туктаров Ю.Е. Ипотечные ценные бумаги. - М. : Фонд "Институт экономики города", 2008.

ощущается наиболее остро при увеличении доли ипотечных жилищных кредитов в активах банка. В данном случае поддержание ликвидности баланса банка становится достаточно сложной задачей, которую довольно трудно решать, опираясь только на привлекаемые по депозитам средства, а также собственные ресурсы.

Модель ссудо-сберегательных организаций основывается на выдаче жилищных кредитов за счет долгосрочных целевых вкладов населения.

Ссудо-сберегательные организации (стройсберкассы) заключают с гражданами долгосрочные договоры целевых накопительных вкладов. Вкладчик по истечении определенного времени получает возможность взять кредит в ссудо-сберегательной организации, как правило, на льготных условиях. Во многих странах (Германия, Чехия, Словакия) данный вид кредитных институтов софинансируется государством. Кредитная поддержка является необходимым условием функционирования замкнутых систем ссудо-сберегательных организаций. В Великобритании и США существует программа страхования взносов вкладчиков кредитно-сберегательных учреждений. В США размер застрахованного депозита составляет 100 000 долл., а в Великобритании - 85 000 фунтов ст.

В Германии заключаемый договор стройсбережений заранее определяет условия и сумму предоставляемого кредита, которую вкладчик имеет право получить после выполнения условий договора. Похожие программы, существующие в Австрии и Франции, отличаются в основном условиями предоставления ипотечных жилищных кредитов и более гибкой политикой в отношении процентных ставок. В Великобритании, США процедуры накопления сбережений и получения кредита не так жестко закреплены на законодательном уровне, поэтому процентные ставки и сроки зависят от условий ссудно-сберегательной организации и конъюнктуры финансового рынка. К примеру, закон "О жилищных обществах" Великобритании 1986 г. позволил финансовым учреждениям выдавать необеспеченные займы, открывать чековые счета, осуществлять брокерскую деятельность и деятельность по управлению активами, что составило явную конкуренцию коммерческим банкам на рынке традиционных банковских услуг.

Рассмотрев данные модели рефинансирования, стоит отметить, что привлечение средств через депозитные операции является неотъемлемой частью работы любой кредитной организации вне зависимости от юридической формы. Модели универсального банка и ссудо-сберегательных организаций являются в полной мере вариациями организации процесса предоставления ипотечных кредитов в рамках ипотечной системы. Таким образом, справедливо рассуждать скорее не о рефинансировании выданных кредитов, а о поддержании нормального уровня ликвидности баланса и о финансировании предоставления новых кредитов. С этой точки зрения предлагается рассматривать модель универсальных коммерческих банков и ссудо-сберегательных организаций как модели финансирования ипотечных кредитов, которые отличаются между собой лишь организационно-правовой формой и некоторыми элементами функционирования.

Рассмотренные подходы к выделению моделей рефинансирования, безусловно, основываются на определении рефинансирования, которого придерживаются авторы. Если следовать определению, предложенному В.А. Савиновой¹¹, то в качестве моделей рефинансирования можно выделить лишь одноуровневую и двухуровневую модели, которые основаны на привлечении ресурсов с рынка капиталов при помощи эмиссии ипотечных ценных бумаг. Рассмотрим подробнее одноуровневую модель, или модель ипотечных банков.

Модель ипотечных банков. Специализированные ипотечные банки функционируют в основном в европейских странах, с принятым в них соответствующим законодательством (в Германии, Дании, Швеции, Польше).

Ипотечные банки - это узкоспециализированные кредитные институты, которые выдают населению долгосрочные ипотечные жилищные кредиты с помощью средств, привлекаемых с помощью различных вкладов, а также через эмиссию ипотечных ценных бумаг, обеспеченных выданными кредитами. Соотношение данных источников в обеспечении общего объема выдаваемых ипотечных кредитов различается от 20-30% в Германии до более 70% в Чили и Дании.

¹¹ Савинова В.А. Ипотечный кредит в системе финансово-кредитных отношений // Вестник Самарского государственного экономического университета. - Самара, 2012. - № 8 (94). - С. 82.

Ипотечные банки имеют исключительное право выпуска ипотечных ценных бумаг, которые обладают высокими рейтингами, хорошими показателями ликвидности, благодаря чему ставка привлечения по ним относительно невелика. Основным преимуществом данного инструмента для инвестирования является сочетание высокой надежности и довольно высокой доходности, часто превышающей размер инфляции и доходность государственных ценных бумаг.

Надежность ипотечных ценных бумаг обеспечивается нормативно-правовым регулированием, устанавливающим достаточно жесткие ограничения по спектру активных и пассивных операций ипотечных банков, а также регулирующие условия предоставления ипотечных кредитов и эмиссии ценных бумаг. Например, закон ФРГ "Об ипотечных банках" ограничивает направления деятельности немецких ипотечных банков в рамках предоставления ипотечных кредитов. Также существует разделение активов в случае банкротства эмитента: ипотечное покрытие выводится из конкурсной массы, поэтому держатели ценных бумаг не подвергаются риску банкротства эмитента, несмотря на то, что ипотечное покрытие остается на балансе банка при эмиссии.

Подобные меры позволяют ипотечным банкам функционировать даже в самых тяжелых финансовых условиях. Как показывает статистика, объем вложений в немецкие ипотечные ценные бумаги во время финансового кризиса даже увеличился, а в структуре вложений произошли серьезные изменения. Значительно выросла доля инвестиций международных финансовых институтов в немецкие ценные бумаги, что обусловлено поиском надежных инструментов для вложения. В Германии, где данная модель имеет наибольшее распространение, в 2012 г. общий объем ипотечных ценных бумаг (*Pfandbrief*) в обращении, выпущенный немецкими ипотечными банками, достиг 1,1 трлн. евро, в то время как государственный долг составил 1,27 трлн. евро.

При проведении параллелей с деятельностью универсальных коммерческих банков необходимо отметить, что, помимо депозитов, кредитные организации привлекают средства путем выпуска различных долговых обязательств, в частности облигаций. Ипотечные банки выпускают ипотечные ценные бумаги под залог

ипотечного покрытия, которое остается на балансе банка и продолжает оказывать давление на нормативы кредитной организации. Структура баланса при этом не изменяется, вследствие чего справедливо утверждать, что привлеченные таким образом средства не приводят к рефинансированию выданных ипотечных кредитов, как и в случае выпуска необеспеченных долговых обязательств, универсальными коммерческими банками. Таким образом, наряду с моделью универсальных банков и ссудо-сберегательных организаций, модель ипотечных банков является способом организации финансирования предоставления новых ипотечных кредитов и также относится к категории моделей финансирования.

В связи с корректировкой рассматриваемой классификации моделей рефинансирования необходимо дать собственное определение процессу рефинансирования. На наш взгляд, под рефинансированием следует понимать трансформацию денежных потоков, приводящую к изменению структуры активов кредитной организаций и переходу прав требования по рефинансируемым кредитам.

Эмиссия ипотечных ценных бумаг является одним из способов увеличения пассивов коммерческого банка, наряду с депозитными операциями. Потребность в рефинансировании возникает у кредитной организации тогда, когда существующие инструменты привлечения средств не позволяют обеспечить необходимые показатели ликвидности либо когда возникает необходимость в изменении структуры баланса кредитной организации. Эти задачи позволяет решить двухуровневая модель рефинансирования.

По существу, традиционное разделение на одноуровневую и двухуровневую модель базировалось на основополагающей предпосылке, что в первой модели банк без посредников выходит на рынок капитала, выпуская обеспеченные ценные бумаги, а во второй существует посредник в форме оператора вторичного рынка либо специального юридического лица (спецюрлица). Однако подобный подход к определению двухуровневой модели не полностью раскрывает сам процесс рефинансирования. Основой рефинансирования в данном случае является реализация прав требования по ипотечным кредитам другому лицу, которое осуществляет выпуск ценных бумаг. Здесь необходимо обозначить причинно-

следственные связи участия кредитного института в той или иной сделке. На практике продажа требований может быть произведена тремя способами:

- ипотечные кредиты могут быть реализованы оператору вторичного рынка либо любому лицу, принимающему их на свой баланс;
- ипотечные кредиты используются в качестве обеспечения по выпускаемым ценным бумагам SPV-компанией. Средства от продажи ценных бумаг поступают оригинатору, при этом происходит действительная продажа (true sale) прав требований.

Продажа ипотечных кредитов позволяет кредитной организации в короткие сроки улучшить ликвидность своего баланса и получить средства для предоставления новых кредитов, кроме того, часто пул может быть продан с премией к номиналу, что позволяет быстро реализовать значительную прибыль. Данный способ рефинансирования подходит для любых кредитных институтов, на которые не накладываются законодательные ограничения. Реализация кредитных требований в данном случае может не предполагать дальнейшей эмиссии покупателем ценных бумаг под обеспечение этих кредитов (например, в случае наращивания ипотечного портфеля крупной кредитной организацией).

В случае сотрудничества банка с оператором вторичного рынка сущность рефинансирования сохраняется. Первичный кредитор продает оператору выданные кредиты на условиях, определенном соглашением, а оператор оплачивает кредиты за счет средств на своем балансе. Поэтому с точки зрения баланса банка, рефинансирование с привлечением оператора вторичного рынка равносильно, по сути, продаже кредитных требований другому лицу. Использование оператора позволяет сделать данную модель стабильной, поскольку часто продажа кредитных портфелей представляет собой непростую задачу с точки зрения поиска потенциального покупателя, особенно во время недостаточной ликвидности в финансовом секторе. По мере снижения ликвидности баланса оператор осуществляет выпуск ценных бумаг под залог приобретенных кредитов для финансирования выкупа новых кредитов. Выпуск ценных бумаг может повторять структуру сделок секью-

ритизации либо эмитироваться оператором. Но в данном случае оператор уже решает проблему рефинансирования собственного баланса, а не банка.

Главным отличием секьюритизации является обязательный характер выпуска ценных бумаг и соблюдения принципа сквозного потока платежей, поскольку средства от их продажи являются источником выкупа ипотечного покрытия у банка-оригинатора. Видоизменяется сам процесс рефинансирования ипотечных кредитов с точки зрения кредитной организации. Зачастую процесс секьюритизации предполагает отдельное регулирование, а для анализа сделок секьюритизации рейтинговые агентства разрабатывают собственные методики оценки. Данные существенные отличия послужили основанием для рассмотрения секьюритизации как отдельной модели рефинансирования.

На основании вышеизложенного рассмотрим основные характеристики, присущие модели вторичного рынка и модели секьюритизации.

Модель вторичного рынка ипотечного кредитования универсальна и зачастую не зависит от типа кредитного института, осуществляющего продажу права требования. Развитие подобной модели не препятствует любым другим способам мобилизации банками ресурсов для кредитования. Существование вторичного рынка упрощает процесс рефинансирования ипотечных кредитов, поскольку решает проблему ликвидности баланса кредитного института. Например, вторичный рынок ипотечного кредитования является важным звеном функционирования системы ссудо-сберегательных организаций открытого типа.

Закон конгресса США 1980 г. "О дерегулировании депозитных учреждений и денежно-кредитном контроле" позволил этому виду финансовых институтов самостоятельно устанавливать ставки по вкладам и выдаваемым кредитам, а также свободно совершать операции купли-продажи ипотечных кредитов¹². При этом

¹² Закон "О дерегулировании депозитных учреждений и денежно-кредитном контроле" (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control ACT, DIDMCA) принят в 1980 г. в США (см.: Осадчая И.М., Блэк Дж. Экономика. Толковый словарь. - М. : ИНФРА М : Весь Мир : ред. 2000 г.).

если ссуда продавалась по цене ниже номинала, то убыток мог равномерно амортизироваться в течение нескольких лет и покрывался за счет уже уплаченных налогов на прибыль в предыдущие годы. За счет этого ссудо-сберегательные организации США получили возможность рефинансировать свои ссуды на вторичном рынке ипотечного кредитования, что благотворно сказалось на их развитии и способности выдавать новые ссуды.

Рассмотрим рефинансирование ипотечных жилищных кредитов с привлечением операторов вторичного рынка. Зачастую вторичный рынок ипотечного кредитования рассматривается как неотъемлемая часть функционирования модели рефинансирования, основанной на взаимодействии кредитора с оператором вторичного рынка. Главной особенностью работы операторов вторичного рынка является выкуп ипотечных кредитов, выдаваемых по специальным стандартам кредитными институтами. На практике некоторые кредитные институты работают по принципу операторов вторичного рынка, выкупая права требования у других кредитных организаций, которые выдают ссуды по заранее оговоренным стандартам.

Некоторые авторы и выделяют вторичный рынок лишь в тех странах, где существует оператор вторичного рынка. Однако, как уже было описано, существование вторичного рынка не зависит от наличия оператора, но при его отсутствии потенциальный круг инвесторов в ипотечные портфели ограничивается участниками ипотечного рынка, стремящимися увеличить свои портфели, а условия приобретения ипотечных кредитов могут существенно отличаться. При оценке рисков портфеля учитывается также рейтинг кредитной организации, что часто ставит малые банки в невыгодное положение по сравнению с крупными участниками рынка. Возникновение оператора становится следствием государственной политики в области развития вторичного рынка, его наличие позволяет вводить дополнительные меры защиты интересов инвесторов, а также обеспечивает бесперебойное рефинансирование ипотечных кредитов для банков-партнеров.

Наибольшее значение операторы вторичного рынка оказывают на ипотечную систему США, где существенную поддержку ипотечным кредиторам оказывают Федеральная национальная ипотечная ассоциация "Фэнни Мэй" и Феде-

ральная корпорация жилищного ипотечного кредитования "Фредди Мак", либо приобретая ипотечные кредиты у банков, либо предоставляя свои гарантии по ипотечным ценным бумагам, выпускаемым банками. Ценные бумаги, выпускаемые агентствами, составляют основу облигационного рынка США, превышая объемы корпоративных облигаций, находящихся в обращении.

Дополнительную поддержку ипотечным агентствам оказывает Федеральная резервная система (далее - ФРС), совершающая операции на открытом рынке с облигациями данных агентств. В рамках программ приобретения активов ФРС США увеличивает ликвидность финансовой системы, приобретая на свой баланс ипотечные ценные бумаги в объемах, сопоставимых с покупками облигаций Федерального казначейства США. Рынок ипотечных ценных бумаг является важным инструментом денежно-кредитной политики и системы управления ликвидностью банковской системы.

Модель секьюритизации ипотечных активов. Секьюритизация рассматривается как одна из важнейших финансовых инноваций второй половины XX в. Этот термин появился в 1977 г., когда Льюис Раньери описывал первую сделку по выпуску обеспеченных ипотечным покрытием ценных бумаг в интервью The Wall Street Journal¹³. Будучи главой департамента ипотечных облигаций Salomon Brothers, Льюис Раньери внес огромный вклад в становление рынка секьюритизации в США. Данная модель достигла наибольшего развития в США и Великобритании. В рамках модели секьюритизации ипотечный кредитор рефинансирует выданные им кредиты посредством их действительной продажи специализированному юридическому лицу (SPV), которое от своего имени выпускает ценные бумаги, обеспеченные этими кредитами. При этом секьюритизацию могут осуществлять и операторы вторичного рынка, выпуская ценные бумаги не от своего имени, а через ипотечных агентов. Но чаще всего этот термин употребляется именно для описания сделки, в котором участвует первичный кредитор в качестве оригинатора, задачей которого является рефинансирование выданных ипотечных кредитов.

¹³ Раниери Л. (Lewis S. Ranieri). Слухи со Стрит // Wall Street Journal. - 1977. - № 2.

Секьюритизация является процессом, соединяющим вторичный рынок ипотечных кредитов и фондовый рынок. Важной составляющей процесса является выпуск ценных бумаг (securities). Как правило, покупателями ипотечных ценных бумаг становятся пенсионные фонды, страховые компании, заинтересованные в надежном источнике получения долговременного дохода. Именно привлечение широкого круга инвесторов рынка капитала позволяет обеспечить максимальную эффективность сделки. Сокращаются сроки размещения ценных бумаг и стоимость заимствования, несмотря на то, что подготовка сделки занимает несколько месяцев и требует определенных расходов от originатора.

Секьюритизация предоставляет кредитной организации новые способы доступа к рынкам капитала, что является особенно ценным для банков, которые в противном случае не имеют возможности привлечь дополнительное финансирование. Для банков с низкими кредитными рейтингами секьюритизация окажется наиболее привлекательной, поскольку рейтинг продаваемых активов может быть выше рейтинга самой банковской организации. Подобное рефинансирование кредитных портфелей позволяет не только решить проблему несбалансированности баланса по срокам, но сохранить возможность получения определенного дохода от реализуемых активов за originатором.

Появление секьюритизации способствовало развитию рынка ипотечного кредитования в целом в странах, где этот способ рефинансирования получил распространение. Важной характеристикой модели является отсутствие государственного финансирования, регулируются лишь порядок осуществления эмиссии ценных бумаг, права и обязанности сторон сделки, а также количественные параметры риска. Объемы выпускаемых ценных бумаг в рамках секьюритизации в США в середине 2000-х гг. превышали объемы выпуска ипотечных ценных бумаг ипотечными агентствами.

Отсутствие жесткого регулирования подобных операций привело к снижению качества анализа секьюритизируемых активов в процессе присвоения рейтингов ведущими рейтинговыми агентствами, на основе которых инвесторы принимали решения о вложении средств. Часто выпускаемым бумагам присваивался

наивысший рейтинг, хотя реальное качество этих активов было намного ниже. Это привело к существенным потерям от инвестиций в ипотечные ценные бумаги со стороны инвесторов во время ипотечного кризиса 2007 г. и финансового кризиса 2008 г., к подрыву доверия к подобным операциям. Для предотвращения кризисных явлений в будущем и более качественного контроля рисков конгрессом США был принят ряд нормативных актов, регулирующих данную сферу. В частности, закон Додда - Франка⁸ обязует originаторов оставлять 5% от объема секьюритизированных активов на балансе в целях солидарной ответственности с инвесторами, тем самым кредитор становится заинтересованным в более качественной первичной оценке¹⁴. На практике это часто выражается в приобретении originатором субординированного транша, первым принимающим на себя убытки по ипотечному покрытию.

Функционирование данной модели позволяет, используя рыночные механизмы, эффективно перераспределять финансовые потоки внутри финансовой системы, что благотворно сказывается на развитии фондового рынка, рынка ипотечного кредитования и рынка недвижимости наряду со смежными видами экономической деятельности. Развитие данной модели в странах с развивающейся экономикой во многом зависит от нормативной базы и уровня развития фондового рынка.

В процессе анализа авторских подходов было выявлено, что доминирующий подход к выделению четырех моделей рефинансирования является неполным. Привлечение средств в систему ипотечного кредитования является важнейшей задачей, от решения которой зависит развитие всего сегмента кредитного рынка. Классификация моделей, предложенная нами, отличается от общепризнанных, но, на наш взгляд, позволяет более точно определить границы функционирования процессов финансирования и рефинансирования (рисунок 1.1).

¹⁴ Закон о реформировании Уолл-стрит и защите потребителей Додда - Франка (*The Dodd - Frank Act*) - законодательный акт США, принятый 21 июля 2010 г.

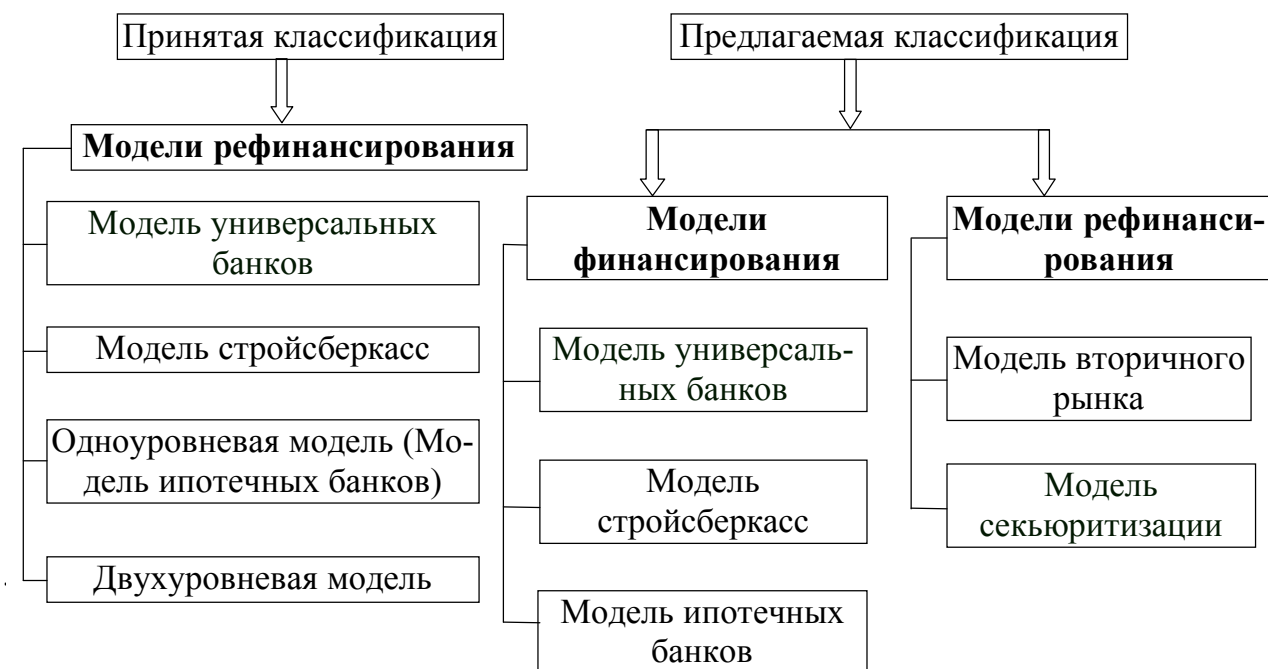


Рисунок 1.1 - Классификация моделей привлечения средств в систему ипотечного кредитования

Эффективное функционирование модели универсальных банков зависит от возможности коммерческих банков привлекать долгосрочное финансирование в больших объемах. Как правило, в развивающихся странах депозиты размещаются на короткий срок из-за нестабильной инфляции и динамики процентных ставок, поэтому данная модель связана с определенными рисками. Развитие модели ссудо-сберегательных организаций требует наличия государственной финансовой поддержки и закрепления правового статуса. Однако прежде всего деятельность этих организаций направлена на поддержку части населения с небольшими доходами. Модель ипотечных банков эффективно функционирует в условиях развитого рынка ипотечного кредитования, когда велико количество специализированных кредитных организаций, за которыми может быть закреплен особый статус. Финансирование ипотечных кредитов за счет выпуска долговых обязательств с сохранением ипотечного покрытия на балансе может быть эффективным лишь в том случае, если срок размещения обязательств сопоставим со сроками кредитования, а в противном случае банк подвергается риску ликвидности.

По нашему мнению, в условиях дефицита долгосрочных ресурсов использование моделей рефинансирования за счет потенциала рынка капитала и вторич-

ного рынка ипотечного жилищного кредитования становится приоритетной задачей. Модель вторичного рынка может быть частью государственной программы поддержки ипотечного рынка благодаря наличию оператора вторичного рынка. В развивающихся странах данная модель может быть особенно эффективна на начальном этапе становления рынка ипотечного кредитования. Секьюритизация как модель рефинансирования обеспечивает значительный приток средств в систему ипотечного кредитования, одновременно позволяя кредитной организации реализовывать независимую и эффективную, с точки зрения конкуренции, кредитную политику.

В результате проведенного исследования было выделено три модели финансирования: универсальных банков, ссудо-сберегательных организаций и ипотечных банков; и две модели рефинансирования: вторичного рынка ипотечного кредитования и секьюритизации. Также автором предложено собственное определение рефинансирования, на основании которого классифицируются модели.

1.2 Секьюритизация как инструмент привлечения финансовых ресурсов в ипотечное жилищное кредитование

В предыдущем параграфе были раскрыты основные модели финансирования ипотечного кредитования, среди которых важное место отведено секьюритизации. В данном исследовании секьюритизация рассматривается как отдельная модель, использование которой позволяет наиболее эффективно перераспределять финансовые ресурсы внутри финансовой системы. Рассмотрим авторские подходы к определению сущности секьюритизации, выполняемые функции и основные классификации.

Среди финансистов нет единого определения секьюритизации. В частности, Закон Додда - Франка, призванный ужесточить регулирование в данной области,

не содержит данного определения. В этой связи различаются подходы западных и отечественных исследователей к определению сущности секьюритизации. Чаще всего западные исследователи рассматривают ее как форму трансформации неликвидных активов в ликвидные инструменты финансового рынка, являющиеся объектом вложения средств со стороны институциональных инвесторов.

Х.П. Бэр в своем определении отражает значение секьюритизации как механизма рефинансирования: "Секьюритизация активов - это инновационная техника финансирования, при которой диверсифицированный пул финансовых активов выделяется с баланса банка или иного предприятия и приобретает юридическую самостоятельность путем передачи специально созданному юридическому лицу, которое осуществляет его рефинансирование на международном рынке капиталов или денежном рынке посредством выпуска ценных бумаг"¹⁵.

Ж.П. Дейли выделяет структурное содержание процесса секьюритизации: "Под секьюритизацией активов следует понимать действие, в соответствии с которым берутся действующие активы банка типа займа под залог, присоединяются к нему другие подобные активы, а затем выпускаются ценные бумаги, прямо или косвенно связанные с этими активами, которые впоследствии реализуются на вторичном рынке ипотечных ценных бумаг"¹⁶.

Edward De Sear предлагает следующее определение секьюритизации: "Секьюритизация - это альтернативный способ привлечения денежных средств через передачу финансовых активов специальному юридическому лицу, которое выпускает ценные бумаги для инвесторов, выплаты по которым основаны на поступлениях от финансовых активов, а сами финансовые активы изолируются от кредитного риска originатора"¹⁷.

Определение данного исследователя позволяет выделить два важнейших признака секьюритизации: прозрачность выплат в зависимости от денежных

¹⁵ Бэр Х. П. Секьюритизация активов. - М. : Волтерс Клувер, 2006. - 27 с.

¹⁶ Дейли Ж.П. Банковское право США. - М. : [б. и.], 1992. - 768 с.

¹⁷ Edward D. Securitization of Financial Assets : курс лекций Центр международного образования СГЭУ. - Самара, 2009.

потоков финансовых активов, лежащих в основе сделки, и передача кредитного риска инвесторам.

Определение МСФО 39 "Финансовые инструменты: признание и оценка" представляет собой упрощенное понятие процесса секьюритизации. В контексте этого документа секьюритизация представляет собой "процесс трансформации финансовых активов в ценные бумаги"¹⁸.

Рассматривая секьюритизацию ипотечных активов как инструмент финансового рынка, стоит отметить, что она позволяет соединить тенденции оптимизации источников рефинансирования ипотечных кредитов, возрастания значения рынка капиталов, а также повсеместного стремления к снижению рисков активов. Отечественные исследователи в основном выделяют использование данного инструмента для снижения рисков ипотечного кредитования.

По мнению Ю.В. Туктарова, секьюритизация "направлена на снижение экономических и правовых рисков, возникающих при рефинансировании денежных требований путем размещения ценных бумаг", "представляет собой совокупность определенных норм, которые позволяют эффективно рефинансировать договорные денежные требования за счет фондового рынка"¹⁹.

В соответствии со ст. 1 проекта Федерального закона РФ "О секьюритизации" под секьюритизацией понимаются действия, направленные на принятие прямо или опосредованно рисков, связанных с правами требования, с иными активами, деятельностью (видами деятельности) третьих лиц и с выпуском ценных бумаг, стоимость и доходность которых зависят от указанных рисков²⁰.

В "Современном экономическом словаре" под секьюритизацией понимается расширение использования ценных бумаг в качестве инструмента регулирования рыночных отношений и движения ссудного капитала²¹.

¹⁸ МСФО-39 "Финансовые инструменты: признание и оценка".

¹⁹ Туктаров Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды // Рынок ценных бумаг. - 2005. - № 16.

²⁰ Проект Федерального закона "О секьюритизации".

²¹ Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. М.: ИНФРА-М, 1999. - 315 с.

А.С. Селивановский указывает, что "секьюритизация представляет собой финансирование или рефинансирование каких-либо активов компании, приносящих доход, посредством "преобразования" таких активов в торгуемую, ликвидную форму через выпуск облигаций или иных ценных бумаг"²².

Ряд исследователей выделяет также "синтетическую" секьюритизацию, в процессе которой отсутствует продажа прав требований специальному юридическому лицу, однако при которой происходит либо передача кредитного риска, либо доходность выпускаемых ценных бумаг будет зависеть от денежного потока секьюритизируемых активов. Ключевое отличие от классической секьюритизации состоит в том, что оригинатор не продает активы специальному юридическому лицу, находящиеся на балансе кредиты не рефинансируются, в структуре баланса не происходит никаких изменений.

Базельский комитет по банковскому надзору под синтетической секьюритизацией понимает "структурированные сделки, в которых банки используют кредитные деривативы для передачи кредитного риска определенного пула активов третьим лицам, в том числе страховым компаниям, другим банкам и нерегулируемым лицам"²³.

Следствием синтетической секьюритизации является создание в процессе сделки кредитных деривативов: кредитная нота (credit-linked note(CLN)), кредитный дефолтный своп (credit-default swap(CDS)), своп на полную доходность (total return swap)²⁴.

Кредитная нота (credit-linked note)- это тип ценной бумаги, платежи по которой формируются в зависимости от наступления определенного кредитного события или изменения кредитного показателя определенного пула активов.

²² Селивановский А. Правовые риски ипотечного агентства // Хозяйство и право. - 2005. - № 8-9.

²³ Section 69 and 71. Consultative Document Asset Securitisation // Basel Committee on Banking Supervision. Supporting Document to the New Basel Capital Accord. - 2001.

²⁴ Витвицкий М. Синтетическая секьюритизация как инструмент управления кредитным риском / Вестник Ассоциации белорусских банков. - 2008. - № 31. - С. 17-19.

Кредитный своп (credit-default swap(CDS)) - это соглашение, по которому продавец свопа обязуется за установленное вознаграждение произвести по определенному активу оговоренные выплаты, равные любым потерям, понесенным в отношении такого актива в случае наступления рискованного события.

Своп на полную доходность (total return swap) - это финансовый инструмент, по которому все поступления от базового актива выплачиваются продавцу защиты, в то же время он принимает на себя обязательство произвести выплаты в случае наступления рискованного (кредитного) события.

Подобные инструменты зародились в 1990-х и получили свое развитие в финансовой практике на протяжении 2000-х гг. Отсутствие регулятивных мер по выпуску данных деривативов, а также чрезмерное использование CDS привели к кризису 2008 г., став причиной банкротства таких компаний, как Bear Stearns, Lehman Brothers²⁵.

Относя подобные инструменты к синтетической секьюритизации, авторы выделяют важнейшее свойство классической секьюритизации, состоящее в передаче кредитного риска. Такого мнения придерживаются многие исследователи, в том числе E. Uwaifo и M. Greenberg²⁶.

В российской практике существует классификация секьюритизации, разделяющая балансовую и внебалансовую секьюритизацию. Данная классификация встречается у таких авторов, как И.В. Ивакин²⁷ и К.И. Карабанова²⁸. Под балансовой секьюритизацией в данном случае подразумевается выпуск ипотечных ценных бумаг банком без продажи кредитов, а под внебалансовой понимается классическая сделка секьюритизации. Данный подход имеет цель объединить под од-

²⁵ Коллектив авторов: Case Study: The Collapse of Lehman Brothers. - Режим доступа: <http://www.investopedia.com/articles/economics/09/lehman-brothers-collapse.asp> (дата обращения: 22.07.2013).

²⁶ Uwaifo E., Greenberg M. Key issues in structuring a synthetic securitisation transaction// Europe Securitisation and Structured Finance Guide. 2001. - 140 с. - Режим доступа: [http://www.sidley.com/db30/cgi-bin/pubs/Key%20Issues%20in%20Structuring%20\(Uwaifo\).pdf](http://www.sidley.com/db30/cgi-bin/pubs/Key%20Issues%20in%20Structuring%20(Uwaifo).pdf) (дата обращения: 22.07.2013).

²⁷ Ивакин И.В. Зарубежный опыт секьюритизации активов // Сибирская финансовая школа. - 2007.- № 2. - С. 95.

²⁸ Карабанова К.И. Ипотечные ценные бумаги: понятия и виды // Законодательство и экономика. - 2004. № 2.

ним определением характеристики модели ипотечных банков и секьюритизации ипотечных кредитов. Предпосылкой данной классификации является выпуск банком ценных бумаг с ипотечным покрытием, вне зависимости от передачи кредитного риска.

По нашему мнению, подобная классификация является неверной по существу и искажает понятие секьюритизации как способа рефинансирования. Важнейшей характеристикой секьюритизации является передача кредитного риска от оригинатора инвестору, чего не происходит в случае выпуска ценных бумаг с ипотечным покрытием, где обеспеченные ипотечные портфели остаются на балансе банка.

В данном случае кредитная организация выпускает ценные бумаги от своего имени, где ипотечное покрытие является лишь дополнительным обеспечением, а выплата купонного дохода и номинальной стоимости происходит за счет средств кредитной организации, т.е. денежные потоки от ипотечного покрытия не привязаны к выплатам по выпущенным облигациям. Принцип сквозного распределения платежей при секьюритизации активов в данном случае не соблюдается. Таким образом, можно сделать вывод, что принятое в научной среде определение балансовой секьюритизации не отражает важнейших составляющих секьюритизации активов, таких как передача кредитного риска и зависимость выплат по выпускаемым ценным бумагам от денежного потока ипотечного покрытия.

Основной целью секьюритизации является рефинансирование кредитных требований путем их продажи с последующим выпуском ценных бумаг, которые пользуются высоким спросом на рынках капитала. При анализе секьюритизируемых активов исключаются многие параметры, используемые при определении кредитного рейтинга организации, осуществляющей сделку, что избавляет пул активов от негативных характеристик.

Процесс секьюритизации довольно сложен и требует участия большого количества институтов. Участники процесса секьюритизации (первичный кредитор, оригинатор, спецурлицо (SPV), сервисер, резервный сервисер, инвесторы, организатор выпуска, рейтинговые агентства, хедж-провайдеры, администратор де-

нежных потоков, специальный депозитарий, аудиторы) выполняют соответствующие функции²⁹.

Первичный кредитор - организация, осуществляющая первоначальную выдачу кредитов, которые подлежат секьюритизации. Как правило, первичный кредитор одновременно является и оригинатором сделки, рефинансируя свой портфель, однако секьюритизироваться могут также активы, приобретенные на вторичном рынке. В этом случае перед оригинатором стоит задача более детального анализа качества приобретаемого портфеля, особое значение придается анализу процедуры андеррайтинга заемщиков первичным кредитором, достаточности обеспечения по выданным кредитам, состоянию заложенного имущества.

Оригинатор - организация, инициирующая сделку секьюритизации, осуществляющая продажу кредитного портфеля специальному юридическому лицу. Оригинаторами могут быть коммерческие банки, операторы вторичного рынка, кредитные союзы и другие финансовые институты.

Спецюрлицо (SPV) - юридическое лицо специального назначения, которое на рынке капитала осуществляет эмиссию ценных бумаг, обеспеченных активами.

Сервисер - юридическое лицо, осуществляющее обслуживание секьюритизуемых активов, принимая платежи по правам требования от заемщиков и направляя эти средства на выплату купонного дохода держателям ценных бумаг (часто эту функцию выполняет оригинатор). Кроме того, задачу сервисера составляют предотвращение убытков по ипотечному покрытию, работа с просроченной задолженностью.

Резервный сервисер обслуживает активы в случае, если их не может обслуживать сервисер.

Расчетный агент оказывает банковские услуги и услуги по управлению денежными потоками.

²⁹ Киселева М.С. Классификация субъектов секьюритизации факторинговых активов и их роли в сделке. Экономические выгоды секьюритизации для участников сделки // Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. - Серия "Экономика и Право". - 2012. - № 2.

Инвесторы - это покупатели ипотечных ценных бумаг. Основными инвесторами на рынке секьюритизации являются коммерческие банки, пенсионные фонды, хедж-фонды, страховые компании.

Организатор выпуска - финансовый институт, который проводит презентации сделки для инвесторов, осуществляет сбор заявок на приобретение ценных бумаг, формирует пул андеррайтеров - инвестиционных компаний, гарантирующих выкуп определенного объема ценных бумаг в ходе размещения³⁰.

Рейтинговые агентства осуществляют анализ кредитного качества секьюритизируемых активов и параметров эмиссии, присваивают рейтинг выпускаемым ценным бумагам. Ведущими мировыми рейтинговыми агентствами в сфере секьюритизации являются агентства Moody's, Standard & Poor's и Fitch.

Специальный депозитарий выступает в качестве лица, управляющего ипотечным покрытием в интересах инвесторов, является номинальным держателем активов, переданных ему в целях обеспечения обязательств по выпущенным ценным бумагам.

Аудиторы выполняют аудиторскую проверку пула активов, в соответствии с требованиями документации по соответствующей сделке.

Процесс секьюритизации можно разделить на 3 этапа:

- 1) выдача кредитов и формирование пулов;
- 2) продажа пулов и эмиссия ценных бумаг;
- 3) управление потоками платежей по ипотечному покрытию для выплат купонного дохода по ценным бумагам.

На первом этапе для осуществления секьюритизации должен быть сформирован пул кредитов, относительно однородный по показателям срочности, по процентной ставке, кредитным рискам и ликвидности, т.е. по индикаторам, обеспечивающим возможность проведения актуарных расчетов. В ипотечное покрытие не должны включаться просроченные кредиты, ипотечные жилищные кредиты должны быть унифицированы и выданы по однородным стандартам, данное

³⁰ Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / Я.М. Миркин [и др.]. - М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. - 533 с.

требование значительно упрощает анализ, а также обеспечивает минимизацию возможных рисков и повышает надежность ценных бумаг.

На втором этапе осуществляется действительная продажа (true sale) ипотечного покрытия специальному юридическому лицу (SPV). Это является важным условием в целях отделения рисков покрытия от рисков originатора, который получает возможность изменить структуру своего баланса. В процессе эмиссии ипотечных ценных бумаг наиболее важным является транширование выпуска, позволяющее дифференцировать риски и выплаты по ценным бумагам. Старший транш размещается среди инвесторов, а средства от реализации поступают originатору. Одновременно младший транш остается на балансе originатора (рисунок 1.2).

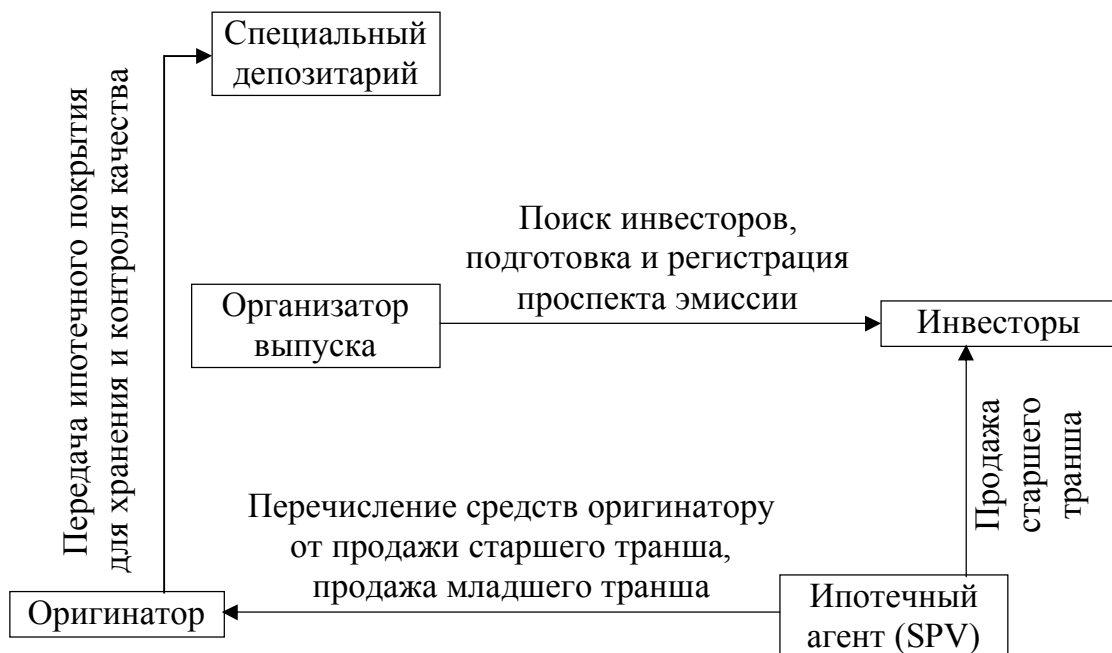


Рисунок 1.2 - Взаимодействие участников сделки секьюритизации на этапе эмиссии ценных бумаг

Третий этап заключается в обслуживании текущих платежей. Сервисер принимает выплачиваемые заемщиком по кредиту денежные средства и направляет расчетному агенту для осуществления выплат по сделке в соответствии с

"водопадом" платежей. "Водопад" платежей представляет собой заданную последовательность выплат, в соответствии с которой устанавливается очередность оплаты текущих расходов по сделке, а также выплаты купонного дохода и номинальной стоимости выпущенных ценных бумаг.

Важные составляющие третьего этапа - контроль качества ипотечного покрытия и работа с просроченной задолженностью для осуществления бесперебойных выплат. При возникновении просроченной задолженности сервисер предпринимает следующие действия для минимизации убытков:

- 1) осуществляет взаимодействие с заемщиком;
- 2) помогает заемщику в составлении нового графика платежей;
- 3) в судебном порядке добивается продажи имущества должника (рисунок 1.3).



Рисунок 1.3 - Движение денежных средств на этапе сопровождения сделки секьюритизации

Многоэтапность процесса секьюритизации позволяет в полной мере реализовать интересы и оригинатора, и инвесторов. Формализация процедур и последовательность выполняемых действий способствуют слаженному взаимодействию участников и достижению поставленных задач. Однородность структур

большого количества сделок позволяет выделить типовые функции секьюритизации. Тем не менее, среди исследователей подходы к определению таких функций значительно различаются.

Например, J.Lipson выделяет функции привлечения средств, доступа к рынкам капитала и управления ликвидностью³¹. S.L. Schwarcz описывает функции привлечения средств, страхования рисков, управления ликвидностью³². Отечественные исследователи, такие как О.В. Яблонская³³, Ю.В. Туктаров³⁴, выделяют следующие функции секьюритизации: рефинансирование, страхование рисков, управление ликвидностью. Л.М. Резванова называет еще одну функцию - получение дополнительного дохода³⁵.

Большая часть авторов (как зарубежных, так и отечественных) сходятся в установлении функций привлечения средств, управления ликвидностью. В данном контексте функция рефинансирования, выделяемая отечественными авторами, тождественна функции привлечения средств, признаваемой западными исследователями.

Однако определение рефинансирования точнее отражает сущность процесса секьюритизации, поскольку изменение структуры баланса, сопровождающееся при аккумуляции новых финансовых ресурсов в процессе секьюритизации, существенно отличается от других способов привлечения финансовых ресурсов, таких как депозитные операции.

Выделяемая J.Lipson функция доступа к рынкам капитала подчеркивает значение фондового рынка как источника средств для ипотечного кредитования в целом, а также имиджевую составляющую данного процесса.

³¹ Lipson Jonathan C. Re: Defining Securitization Temple // University Legal Studies Research Paper. - 2013. - № 5.

³² Schwarcz Steven L. The Alchemy of Asset Securitization // Stanford Journal of Law, Business & Finance. - 1994. - P. 136.

³³ Яблонская О. В. Секьюритизация банковских активов: Зарубежный опыт, перспективы развития в России : дис. ... канд. экон. наук. - М., 2004. - 164 с.

³⁴ Туктаров Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды // Рынок ценных бумаг. - 2005. - № 16.

³⁵ Резванова Л.М. Механизм секьюритизации в системе рефинансирования ипотечного кредитования // Банковское кредитование. - 2008. - № 1.

Кредитные организации, обладающие низкими рейтингами, действительно получают возможность привлечь необходимые средства на рынке капиталов. Однако стоит учитывать, что выпускаемые ценные бумаги в сделках секьюритизации являются обеспеченными, а эмитентом ценных бумаг является спецюрлицо, поэтому успешное размещение ценных бумаг в сделке секьюритизации не гарантирует кредитной организации возможности привлечения средств на рынке капиталов за счет других инструментов. И наоборот, многие кредитные организации, осуществляющие секьюритизацию, имеют высокие рейтинги и постоянный доступ к рынку капитала, привлекая средства путем размещения долговых обязательств. Сделки секьюритизации для таких организаций служат инструментом, позволяющим улучшить значение нормативов и эффективно управлять ликвидностью баланса. В данном контексте доступ к рынку капитала является системообразующей составляющей модели секьюритизации с точки зрения привлечения средств с рынка капиталов в систему ипотечного кредитования.

На наш взгляд, с точки зрения кредитной организации, иницирующей сделку, доступ к рынку капиталов является лишь необходимым условием для полноценной реализации основных функций секьюритизации - рефинансирования и управления ликвидностью. Поэтому доступ к рынку капиталов не является отдельной функцией секьюритизации, а представляет собой еще один важнейший признак, одновременно с двумя другими признаками, которые мы выделили ранее: прозрачность выплат в зависимости от денежных потоков финансовых активов, лежащих в основе сделки, и передача кредитного риска инвесторам.

На основании проведенного анализа авторских подходов выделены следующие функции секьюритизации, которые, по нашему мнению, наиболее полно раскрывают ее сущность: это рефинансирование, страхование рисков, управление ликвидностью коммерческого банка, получение дополнительной прибыли. Рассмотрим более подробно выделенные функции.

Функция рефинансирования. Данная функция является основополагающей, поскольку секьюритизация сформировалась как инструмент, обеспечивающий рефинансирование выданных ипотечных жилищных кредитов. Доступ кре-

дитных организаций к рынку капиталов позволяет решить проблему несоответствия баланса по срокам, привлекая долгосрочные ресурсы под залог ипотечного покрытия. Традиционно выдача новых ипотечных жилищных кредитов осуществлялась либо за счет привлечения дополнительных финансовых ресурсов, либо по мере поступления платежей от выданных кредитов. Секьюритизация позволила коммерческому банку реализовать свои права требования путем преобразования их в ипотечные ценные бумаги, обеспечив поступление дополнительных средств для предоставления новых кредитов.

Функция страхования рисков. Один из базовых признаков секьюритизации - передача кредитного риска - обуславливает выделение данной функции. Продажа ипотечного портфеля в процессе секьюритизации действительно изолирует originатора от рисков ипотечного покрытия, и в ряде случаев может отразиться также на освобождении резервов, сформированных в процессе владения портфелем. Однако проявление функции не ограничивается положением originатора и справедливо также для инвесторов в секьюритизированные активы.

В процессе эмиссии ипотечных ценных бумаг используются механизмы повышения кредитного качества, которые позволяют обеспечить более высокую надежность и сохранность средств инвесторов. Кроме того, вложения в секьюритизированные активы выглядят предпочтительнее, поскольку зачастую выпущенные ценные бумаги могут обладать более высокими рейтингами, чем рейтинги originатора. Как правило, основу секьюритизации составляют крупные однородные портфели кредитов. Это позволяет упростить процедуру анализа и сделать ожидаемые денежные потоки более предсказуемыми. В результате значительно снижаются риски события, связанные с деятельностью originатора.

Несмотря на то, что зачастую размещаемые ценные бумаги имеют длительный срок погашения, они являются ликвидными, поэтому инвестор имеет возможность реализовать их в случае необходимости либо использовать в операциях РЕПО для решения краткосрочных проблем с ликвидностью. Общий риск ликвидности активов в результате сделки секьюритизации значительно снижается.

Функция управления ликвидностью коммерческого банка. Выдаваемые ипотечные кредиты имеют неликвидную форму, а сроки их предоставления зачастую значительно больше среднего срока привлеченных ресурсов, следовательно, кредитор подвергается риску ликвидности. Благодаря секьюритизации коммерческий банк имеет возможность выстраивать кредитную политику таким образом, чтобы эффективно регулировать свой платежный баланс. Секьюритизация имеет серьезное значение для улучшения значений нормативов ликвидности, являющихся ключевым инструментом контроля со стороны банковских регуляторов. По мере накопления кредитного портфеля и приближения значений нормативов к критическим значениям целесообразно провести секьюритизацию в целях улучшения показателей ликвидности баланса.

Функция получения дополнительной прибыли. Ипотечные ценные бумаги рассматриваются как инструменты низкого уровня риска, поэтому секьюритизация обеспечивает доступ к дешевым финансовым ресурсам. Получение дополнительной прибыли возможно при заключении со специальным юридическим лицом специального соглашения, предусматривающего выплату оригинатору средств, оставшихся после погашения ценных бумаг и уплаты расходов на обслуживание займа и пула ипотечных кредитов. В большинстве случаев эта функция реализуется косвенно, банк получает дополнительную прибыль за счет комиссии от предоставления новых кредитов. Также получение прибыли банком возможно при приобретении младшего транша с плавающей ставкой купонного дохода, который будет представлять сумму доходности по ипотечному покрытию, а также часть ее превышения над ставкой купонного дохода по старшему траншу. Но в этом случае банк принимает на себя значительную часть риска по ипотечному покрытию.

Многие исследователи рассматривают процесс секьюритизации только с точки зрения оригинатора (коммерческого банка), поэтому упускают из рассмотрения некоторые функции секьюритизации. Например, ценные бумаги, эмитируемые в процессе секьюритизации, составляют существенную долю фондового

рынка в развитых странах и являются надежным инструментом вложения финансовых ресурсов для различных категорий инвесторов. Считаем необходимым выделить еще одной функции секьюритизации - **инвестиционной**. Реализация этой функции обеспечивает выполнение важнейшего экономического процесса перехода сбережений в инвестиции. Приобретая ипотечные ценные бумаги, инвесторы (хеджфонды, пенсионные фонды, страховые компании, частные инвесторы) обеспечивают коммерческие банки необходимыми финансовыми ресурсами для расширения ипотечного жилищного кредитования, что положительно сказывается на показателях рынка недвижимости.

В свою очередь, инвесторы, приобретающие ипотечные ценные бумаги, выпущенные в рамках секьюритизации, получают ряд преимуществ, в том числе:

- возможность инвестирования в транши, несущие различную степень риска, и получение соответствующего дохода;
- низкий уровень ценовых колебаний по сравнению с корпоративными облигациями;
- более высокая доходность по сравнению с государственными облигациями при высоких рейтингах надежности;
- отсутствие событийного риска или риска снижения рейтинга у банка-оригинатора³⁶.

На основании определенных функций уточним определение секьюритизации: под термином "секьюритизация ипотечных активов" следует понимать рефинансирование выданных ипотечных жилищных кредитов в процессе трансформации кредитных требований в ипотечные ценные бумаги с целью улучшения ликвидности баланса банка, передачи кредитного риска и создания инвестиционных инструментов финансового рынка.

Классифицируем описанные ранее виды секьюритизации с точки зрения выполняемых функций (таблица 1.1)

³⁶ Дэвидсон Э., Сандэрс Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ. - СПб. : Вершина, 2007. - 275 с.

Основной функцией синтетической секьюритизации является страхование рисков. При этом большая часть применяемых инструментов не предполагает прямого изменения структуры баланса и напрямую не влияет на показатели ликвидности кредитной организации. В ряде случаев заключение кредитного свопа позволяет высвободить часть сформированных резервов либо предотвратить их создание, а высвобожденные средства кредитная организация может использовать в активных операциях. Использование таких инструментов положительно сказывается на ряде нормативов кредитной организации, однако основной целью их использования является контроль рисков имеющихся портфелей.

Таблица 1.1 - Функциональная составляющая различных видов секьюритизации

Выполняемая функция	Разновидности секьюритизации		
	Классическая	Синтетическая	Балансовая
Рефинансирование	+	-	-
Страхование рисков	+	+	-
Управление ликвидностью	+	+	+
Получение дополнительной прибыли	+	+	+
Инвестиционная	+	+	+

Выпуск кредитных нот эквивалентен эмиссии облигаций с ипотечным покрытием, кредитная организация привлекает средства на фондовом рынке, однако инвестор в данном случае принимает на себя все риски, связанные с кредитным портфелем. В целом на основе анализа ряда финансовых инструментов можно утверждать, что синтетическая секьюритизация выполняет функцию управления ликвидностью. Использование кредитных деривативов не всегда приводит к получению дополнительной прибыли инвестором. В случае отсутствия кредитного события инвестор лишается премии, уплаченной продавцу кредитной защиты, а также подвергается рискам убытков в случае невыполнения продавцом своих обязательств, что особенно массово проявилось в 2008 г. Отсутствие транширования

при выпуске кредитных нот приводит к увеличению ставки заимствования и не позволяет извлечь прибыль за счет владения младшим траншем, однако может компенсироваться в случае установления низкой процентной ставки купонного дохода, как и в случае с балансовой секьюритизацией.

Все рассмотренные виды секьюритизации выполняют инвестиционную функцию, поскольку используемые финансовые инструменты позволяют привлечь средства фондовых инвесторов в сферу ипотечного кредитования. Получение дополнительной прибыли при реализации так называемой балансовой секьюритизации возможно за счет доступа к более дешевым ресурсам и путем увеличения маржи по кредитным операциям. Также балансовая секьюритизация выполняет функцию управления ликвидностью, позволяя привлекать долгосрочные пассивы. Как было показано ранее, не выполняются функции страхования рисков и рефинансирования.

Рассмотренные особенности классической секьюритизации позволяют выделить основные признаки данного процесса: это доступ к рынку капитала, передача кредитного риска, транспарентность выплат по ипотечному покрытию и ценным бумагам. Выполняемые функции секьюритизации отражают высокую эффективность данной модели по сравнению с другими моделями финансирования ипотечных кредитов.

Несмотря на различные подходы к определению сущности секьюритизации, необходимо отметить, что секьюритизация как модель рефинансирования оказывает большое влияние на развитие рынка ипотечного жилищного кредитования, повышает устойчивость кредитных организаций и способствует развитию фондового рынка.

1.3 Риски вложений в ипотечные ценные бумаги в рамках секьюритизации ипотечных жилищных кредитов и методы их снижения

Инвестиции в ипотечные ценные бумаги являются более надежными по сравнению с обычными корпоративными облигациями. Соблюдение консервативного подхода к выдаче ипотечного кредита, при котором отношение размера ипотечного жилищного кредита к стоимости заложенного имущества (loan-to-value, далее - LTV) составляет порядка 70%, является дополнительной защитной мерой, обеспечивающей возврат размещенных средств инвестору. Данный показатель характеризует объем средств, вложенных заемщиком во владение недвижимостью. Чем выше данный показатель, тем меньше мотивация заемщика прикладывать усилия для погашения задолженности в случае риска утраты платежеспособности.

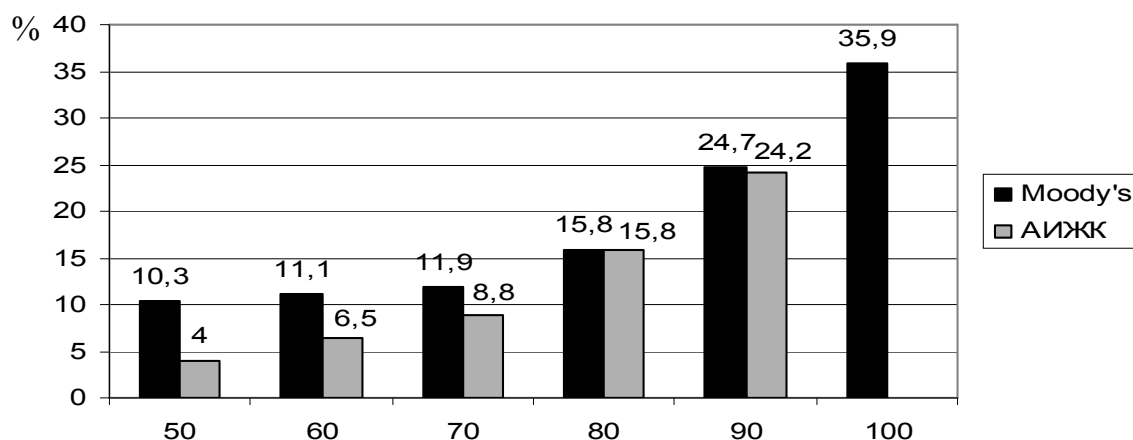


Рисунок 1.4 - Сравнение методик оценки вероятности неплатежеспособности заемщика Moody's и АИЖК,

Ведущие рейтинговые агентства, в частности Moody's, обладают собственными количественными оценками вероятности неплатежеспособности в зависимости от уровня LTV. Подобные оценки в России существуют также у Агентства по ипотечному жилищному Кредитованию (АИЖК). Сравнение методик такой оценки демонстрирует некоторую разницу подходов к расчетам. Если уровень вероятности неплатежеспособности в целом совпадает для

уровней в 80 и 90% LTV, то уменьшение данного показателя в большей мере влияет на снижение вероятности в расчетах АИЖК, чем рейтингового агентства Moody's, в методике которого эта оценка находится на одном уровне для значений 50, 60 и 70 % LTV³⁷ (рисунок 1.4).

Кроме того, по мере увеличения срока жизни кредита при стабильных ценах на недвижимость это соотношение улучшается, что влияет как на распределение вероятности дефолта по ценным бумагам, так и на рейтинг. Тем не менее реализация заложенного имущества на практике может нести определенные трудности, а также могут возникать дополнительные риски, затрудняющие взыскание задолженности с заемщика. Например, Ф. Фабозци²⁵ выделяет следующие виды рисков: банкротство заемщика, мошенничество заемщика, риски особой опасности.

Безусловно, основным риском, который принимает на себя инвестор, является кредитный риск ипотечного покрытия. Рейтингование ценных бумаг позволяет оценить уровень возможных убытков по приобретаемым ценным бумагам, основываясь на всестороннем анализе структуры сделки и качества ипотечного покрытия. При оценке кредитного риска ценных бумаг рассматриваются как вероятность возникновения, так и размер потерь, которые могут понести инвесторы. Помимо кредитного риска, существуют также инфраструктурные риски, которые минимизируются на стадии подготовки сделки.

Рейтинг выпускаемых ценных бумаг имеет большое значение, поскольку он позволяет оценить предполагаемый размер финансовых рисков, на основании чего инвесторы принимают решение о приобретении тех или иных бумаг. Также на основе рейтинга бумаг определяется степень риска в соответствии с регулятивными требованиями, которые устанавливают размер давления на капитал коммерческого банка с точки зрения нормативов ликвидности и объема создания резервов на возможные потери. Чем выше рейтинг ценной бумаги, тем ниже премия за кредитный риск при определении ставки купонного дохода³⁸.

³⁷ Фабозци Ф. Управление инвестициями : пер. с англ. - М. : ИНФРА-М, 2000. - 932 с.

³⁸ Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями : учеб. для вузов. - М. : ГУ ВШЭ, 2000. - 98 с.

Другим важным параметром, влияющим на ставку заимствования, является ликвидность данного класса бумаг. Ликвидность ценных бумаг зависит от многих факторов: от общего состояния финансового рынка, от рейтинга ценной бумаги, срока обращения бумаг, доходности, объема выпуска в обращении. Чем больше объем выпуска, тем больше инвесторов вкладывают средства в ценные бумаги, что положительно сказывается на дальнейшей ликвидности обращающихся ценных бумаг. Неликвидные ценные бумаги в состоянии ограниченного спроса зачастую реализуются с дисконтом к рыночной оценке, что отрицательно сказывается на финансовом результате владения этими инструментами³⁹. При длительном сроке обращения ценных бумаг сужается круг потенциальных инвесторов, следовательно, их ожидаемая ликвидность становится ниже. В таком случае при первичном размещении ценных бумаг часто требуется премия к купонному доходу. Ориентиром формирования ставки купонного дохода при размещении корпоративных ценных бумаг является доходность государственных ценных бумаг, а ставка купонного дохода определяется в зависимости от спреда по аналогичным бумагам.

Специфическим риском, возникающим при обращении ипотечных ценных бумаг, выпускаемых в процессе секьюритизации, является риск досрочного погашения эмитируемых ценных бумаг. Поскольку выплаты по ипотечным ценным бумагам зависят от платежей по ипотечным кредитам, входящим в покрытие, досрочное погашение ипотечной задолженности заемщиками выражается в ускоренной амортизации номинала ценных бумаг. Склонность к досрочному погашению основного долга у заемщиков возрастает в период падения процентных ставок. Инвесторы, оказываясь в ситуации, когда досрочно полученные денежные средства невозможно реинвестировать на прежних условиях, теряют время на поиск нового актива для инвестирования, а следовательно, часть доходов. Совокупность этих факторов выражается в наличии премии за риск досрочного погашения номинала ценных бумаг.

³⁹ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. - М. : Альпина Пабlishер, 2008. - С. 1189.

Изучение составляющей ставки купонного дохода по ипотечным ценным бумагам является важной задачей, поскольку многочисленные исследования доказывают корреляцию процентных ставок по ипотечным кредитам и ставкам по ипотечным ценным бумагам. Американские исследователи Diana Hancock и Wayne Passmore определяют структуру ставки купонного дохода по ипотечным ценным бумагам как сумму средневзвешенной ставки по операциям своп, премии за ликвидность и премии за возникающие риски (кредитный, операционный, досрочного погашения и другие)⁴⁰.

$$E(Y_{MBS}) = r_{swap}E[future rates] + LPrem \left[D, \frac{dD}{dt} \right] + Risks[E[future rates], D]. \quad (1)$$

где $E(Y_{mbs})$ - ставка доходности;

$r_{swap}E[future rates]$ - ожидаемая ставка рефинансирования ценных бумаг;

$LPrem$ - премия за ликвидность;

$Risks[E[future rates], D]$ - совокупное выражение рисков сделки - операционных, кредитных, досрочного погашения.

При оценке надежности инвестиций в ипотечные ценные бумаги помимо рейтингов, инвесторы часто обращают внимание на дополнительные меры защиты собственных вложений⁴¹. В целях снижения кредитного риска используются различные внешние и внутренние механизмы повышения кредитного качества выпускаемых ценных бумаг. Среди внешних механизмов можно выделить поручительство (гарантия, банковская гарантия), аккредитив, страхование ипотечного покрытия и страхование ценных бумаг. Кратко остановимся на содержании и принципах действия данных финансовых инструментов.

Наиболее распространенным видом кредитной защиты является корпоративная гарантия, которая обычно предоставляется крупным финансовым институтом, имеющим высокий рейтинг. Такой тип защиты носит статусный характер,

⁴⁰ Diana Hancock & Wayne Passmore in Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). - 2014. - Режим доступа: <https://www.fedinprint.org/authors/dianahancock.html>.

⁴¹ Тавлуй А.А., Семенова В.С., Сангинова Л.Д. Особенности и перспективы секьюритизации активов в России // Вестник молодых ученых СГЭУ. - Самара, 2007. - № 2. - С. 102.

поскольку инвесторы обращают внимание на репутацию и финансовое положение гаранта. Наличие надежного гаранта может значительно снизить ставку заимствования при определении ставки купонного дохода в процессе эмиссии.

Одним из внешних механизмов повышения кредитного качества является аккредитив, представляющий собой открытую кредитную линию в кредитной организации, которой можно воспользоваться в случае неспособности эмитента погасить задолженность в срок. Обычно кредитную линию можно использовать в случае дестабилизации рынка, а также в некоторых случаях при понижении качества активов, переданных в обеспечение кредита, или в случае временного дефицита денежных потоков.

В современных условиях развития ипотечного кредитования важная роль отводится страхованию ипотечного покрытия. Как правило, страховка покрывает сумму основного долга, а также накопленные проценты за определенный период, позволяя нивелировать потери в случае неплатежеспособности заемщиков. Наличие страховки на этапе предоставления ипотечного кредита также дает возможность снизить процентную ставку по ипотечному кредиту для заемщика. Этот механизм существенно повышает надежность вложений инвесторов в ценные бумаги и обеспечивает бесперебойность купонных выплат, что оказывает влияние на снижение премии за кредитный риск при определении ставки купонного дохода и на повышение рейтинга ценных бумаг.

Страхование ценных бумаг как внешний механизм повышения кредитного качества выполняет похожую функцию, для чего часто используются кредитные деривативы, в частности, кредитные дефолтные свопы (CDS), преимуществом которых является ликвидная форма. В данном случае за вознаграждение компания-гарант принимает на себя риск потерь по ценным бумагам. В последние годы происходило ужесточение регулятивных требований к данным инструментам, поскольку во время финансового кризиса 2008 г. большие объемы гарантий оказались не подкреплены реальными активами, соответственно инвесторы потерпели убытки, несмотря на наличие защиты.

Внутренние механизмы повышения кредитного качества ценных бумаг ориентированы на перераспределение поступающих платежей по ипотечным жилищным кредитам, составляющим ипотечное покрытие с целью создания дополнительных резервов ликвидности для исполнения обязательств эмитента ипотечных ценных бумаг перед инвесторами. Наиболее распространенными внутренними механизмами являются: избыточные проценты, резервные фонды, избыточное обеспечение и субординация траншей. Рассмотрим основные существующие внутренние механизмы повышения кредитного качества ценных бумаг.

Одним из наиболее значимых, с точки зрения распределения денежных потоков, на этапе сопровождения сделки секьюритизации являются избыточные проценты, представляющие собой спрэд между величиной доходности ипотечного покрытия и ставкой купона по выпущенным ценным бумагам, за вычетом издержек по обслуживанию сделки секьюритизации и ипотечного покрытия. Сумма избыточного спреда, ежемесячно образуемая на резервных счетах, в дальнейшем может использоваться для покрытия вероятных будущих убытков либо выплат дополнительного дохода по младшим траншам. Избыточные проценты являются важным источником формирования резервных фондов, а также могут быть использованы для ускоренной амортизации номинала ценных бумаг в обращении. В процессе погашения основной части задолженности заемщиками по ипотечным кредитам, составляющим ипотечное покрытие, размер избыточных процентов со временем понижается. Однако именно наличие подобного внутреннего механизма повышения кредитного качества позволяет существенно снизить кредитные риски в течение первых 3-5 лет обращения ценных бумаг, когда, согласно статистике, фиксируется наибольший объем просроченной задолженности по ипотечным кредитам.

Другим важным внутренним механизмом повышения кредитного качества является резервный фонд, размер которого устанавливается в процентном соотношении от номинала ценных бумаг в обращении. При первичном размещении фонд может быть сформирован за счет предоставленной кредитной линии либо средств, полученных от размещения ценных бумаг. Также может быть установ-

лен срок формирования резервных фондов за счет последовательных выплат при исполнении "водопада" платежей. В частности, резервный фонд может формироваться за счет избыточных процентов до достижения им определенного уровня. В случае накопления достаточной суммы либо значительного размера резервного фонда избыточные проценты могут распределяться в качестве дополнительного дохода оригинатору сделки.

Избыточное обеспечение является показателем, обратным по смыслу LTV, и представляет собой превышение стоимости ипотечного покрытия над суммой основного долга по ценным бумагам. Этот показатель также может быть улучшен за счет ускоренной амортизации номинала ценных бумаг за счет избыточных процентов. В результате таких выплат остаток задолженности по ценным бумагам сокращается быстрее, чем размер ипотечного покрытия, следовательно, создается дополнительное обеспечение. Повышение кредитной защиты в таком случае является основанием для пересмотра рейтинга ценной бумаги в сторону повышения. Получающееся в результате избыточное обеспечение может быть использовано для покрытия убытков, которые не были абсорбированы за счет избыточных процентов. Рассмотренные внутренние механизмы повышения кредитного качества взаимосвязаны между собой и предполагают динамическое управление денежными потоками в течение всего срока обращения ипотечных ценных бумаг.

Ключевым внутренним механизмом повышения кредитного качества является субординация траншей, которая заключается в разделении суммы основного долга эмитируемых ценных бумаг на старший и один или несколько младших (субординированных) траншей. В соответствии с соглашением о достаточности капитала "Базель II", разработанным Базельским комитетом по банковскому надзору, выпуск специальным юридическим лицом, по меньшей мере, двух траншей ценных бумаг является стандартным и даже необходимым элементом сделки секьюритизации⁴².

⁴² Section 69 and 71. Consultative Document Asset Securitisation // Basel Committee on Banking Supervision, Supporting Document to the New Basel Capital Accord. - 2001.

При простой двухуровневой структуре из старшего и младшего траншей последний обеспечивает повышение кредитного качества для старшего транша, принимая на себя все убытки по ипотечному покрытию до того, как остаток средств по нему не сократится до нуля. На практике размер младшего транша составляет 10-20% от общего объема выпущенных ипотечных ценных бумаг. Как правило, сначала выплачиваются проценты и основная сумма долга по старшему траншу, а оставшиеся средства за вычетом суммы непогашенных кредитных требований направляются на выплаты по младшему траншу.

При осуществлении сделки секьюритизации, как правило, банк-оригинатор выкупает младший транш на свой баланс, что повышает уверенность инвесторов в надежности вложений. Кроме страхования рисков, младший транш служит инструментом возвращения оригинаторам процентной маржи между ставкой купонного дохода по старшему траншу и доходностью ипотечного покрытия. На практике купонный доход младшего транша устанавливается выше доходности старшего транша и может регулироваться за счет плавающей купонной ставки.

На основании рассмотренных механизмов повышения кредитного качества ипотечных ценных бумаг сформулируем отличительные черты внешних и внутренних механизмов (таблица 1.2).

Внешние механизмы повышения кредитного качества являются мерами защиты, предоставляемыми сторонними компаниями, которые в той или иной степени обеспечивают исполнение обязательств по ипотечным ценным бумагам. Внешняя кредитная поддержка напрямую зависит от финансового состояния компании-гаранта, поэтому ипотечные ценные бумаги становятся подвержены риску события. При снижении рейтинга компании, обеспечивающей защиту, рейтинг ценных бумаг также может быть подвергнут пересмотру, даже если финансовые показатели ипотечного покрытия остаются на прежнем уровне. Кроме того, внешние механизмы кредитного качества увеличивают расходы на обслуживание сделки секьюритизации в процессе обращения ценных бумаг.

Внутренние механизмы повышения кредитного качества ценных бумаг, в отличие от внешних, влияют на распределение денежных потоков, поступающих

от ипотечного покрытия, и не требуют дополнительных расходов со стороны эмитента. Это позволяет улучшить характеристики выпускаемых ипотечных ценных бумаг при стресс-тестировании. Кроме того, внутренние механизмы позволяют изолировать риски неисполнения гарантом своих обязательств, обеспечивая многоуровневые резервы ликвидности для выплаты инвесторам купонного дохода и погашения номинала выпущенных ценных бумаг. Эффективное использование внутренних механизмов повышения кредитного качества позволяет улучшить рейтинг эмитируемых ипотечных ценных бумаг и снизить ставку заимствования.

Таблица 1.2 - Отличительные черты механизмов повышения кредитного качества ипотечных ценных бумаг

Показатель	Внешние механизмы	Внутренние механизмы
Инструменты	Корпоративная гарантия, аккредитив, страхование ипотечного покрытия, страхование ценных бумаг	Резервный фонд, избыточное обеспечение, избыточные проценты, субординация траншей
Источники	Внешние гаранты	Денежные потоки ипотечного покрытия
Влияние на рейтинг	Зависимость от рейтинга внешнего гаранта	Улучшение рейтинга в зависимости от достаточности дополнительной кредитной защиты
Доп. расходы	Требуются	Не требуются

В дополнение к анализу механизмов повышения кредитного качества инвесторы обращают внимание на структуру погашения основного долга по выпущенным траншам ипотечных ценных бумаг. Различают структуры с пропорциональным, последовательным и единовременным погашением.

При структуре с пропорциональным погашением поступления по процентам и основной сумме долга по ипотечным жилищным кредитам распределяются пропорционально, исходя из номинала каждого транша. Структура с последовательным погашением предусматривает первоочередное погашение номинала ценных бумаг старшего транша, а далее в порядке убывания приоритета выплат

по траншам в соответствии с установленной в сделке субординацией. При этом обе структуры предусматривают возможность выплаты по старшему траншу в полном объеме всех незапланированных поступлений, таких как досрочные погашения основного долга по ипотечным жилищным кредитам.

Структура с единовременным погашением по основной сумме долга за каждый купонный период предусматривает выплату только процентного дохода, а погашение номинала траншей осуществляется в конце срока обращения ценных бумаг в соответствии с установленными датами погашения. Нередко в течение определенного периода (револьверного периода), когда на резервных счетах накапливаются платежи по погашению основного долга по ипотечным жилищным кредитам, происходит реинвестирование накопленных средств в новые ипотечные кредиты. Револьверный период устанавливается на заранее определенный срок, который может варьироваться от двух до 30 лет.

Рейтинговые агентства, проводя анализ кредитного качества и рисков потерь по выпускаемым ценным бумагам используют различные методики, в том числе производят анализ дополнительных параметров, способных повлиять на доходность вложений в рейтингуемые ипотечные ценные бумаги. Для расчета рейтингов ценных бумаг агентством Moody's была разработана модель прогнозирования потоков платежей, которые квантифицируют влияние структурных особенностей сделки на уровень поддержки кредитного качества. Иными словами, основываясь на структурных особенностях сделки, модель прогнозирования денежных потоков рассчитывает модельные рейтинги для каждого транша с учетом предположений, сделанных в отношении ожидаемых потерь и потерь портфеля в стрессовых сценариях. Предполагаемые потери по портфелю активов в ожидаемых и стрессовых сценариях анализируются на этапе анализа портфеля активов, который имеет следующие компоненты.

1. Анализ показателей качества ипотечного покрытия за прошедшие периоды включает в себя оценку объема просроченной задолженности, оценку размера

реализованных убытков, объемов досрочного погашения и др. При этом ретроспективный анализ осуществляется с целью расчета уровня ожидаемых потерь.

2. Оценка банка-оригинатора и сервисера состоит из анализа деятельности банка-оригинатора, его финансового положения, процедур предоставления ипотечных жилищных кредитов, а также состояния электронных баз данных в случае выполнения банком функций сервисера, либо осуществляется анализ другого юридического лица, выполняющего эти функции либо функции резервного сервисера. Результаты анализа оцениваются и сравниваются с практикой национального рынка, а также с лучшими образцами мировой практики.

3. Оценка качества данных включает в себя анализ любых независимых отчетов или исследований, например отчет аудиторов. Этот анализ проводится для того, чтобы проверить полноту и достоверность предоставленных оригинатором сведений.

4. Анализ ипотечного покрытия проводится с использованием скоринговой модели и оценивает влияние различных характеристик ипотечного покрытия как на вероятность дефолта, так и на размер последующих убытков по отдельным кредитам. Модель проводит оценку ипотечного покрытия на уровне отдельного кредита и позволяет определить уровень поддержки кредитного качества, которым должен обладать данный пул кредитов, чтобы получить максимально высокий рейтинг, возможный в данной стране.

5. Ожидания касательно будущего развития принимаются во внимание на последнем этапе анализа ипотечного покрытия с точки зрения перспектив развития рынка ипотечного жилищного кредитования в будущем. На этом этапе оцениваются такие макроэкономические показатели, как уровень безработицы, уровень цен на рынке жилой недвижимости и процентные ставки по ипотечным жилищным кредитам, а также прогнозируется, как изменения этих показателей повлияют на показатели качества ипотечного покрытия⁴³.

⁴³ Гехт О., Настасьин С. Секьюритизация в России и методология Moody's по оценке ипотечных ценных бумаг //Энциклопедия российской секьюритизации. - СПб. : Сбондсьюр ; Русипотека, 2013.

Помимо стандартной процедуры оценки, рейтинговое агентство Moody's использует методику подсчета V-баллов, оценивающую макроэкономические, юридические, нормативные, рыночные риски, способные повлиять на текущую рейтинговую оценку. Сделки, получающие более высокие баллы, требуют увеличения уровня кредитной защиты для достижения сравнимых показателей уровня потерь со сделками, получившими низкие баллы. Соответственно, при достаточно высоком уровне кредитного обеспечения и низких V-баллах оцениваемые сделки могут получить высокий рейтинг. V-балл по группе показателей равен наибольшему значению среди субпоказателей, входящих в оценку. Далее общий V-балл рассчитывается как среднее арифметическое от значений групп показателей. На основе полученных V-баллов проводится стресс-тестирование ожидаемой кривой распределения убытков. Инвестор в таком случае получает более качественную оценку возможных рисков вложения средств в оцениваемые ценные бумаги. V-балльная оценка призвана ранжировать транзакции, выпускаемые на рынках разных стран, основываясь на четырех группах показателей, каждая группа включает в себя 3-4 субкомпонента:

- 1 Исторические показатели развития сектора.
 - 1.1 Качество исторических показателей сектора.
 - 1.2 Историческая вариативность состояния сектора.
 - 1.3 Исторический уровень снижения рейтингов в секторе.
- 2 Исторические показатели и уровень раскрытия информации originатора.
 - 2.1 Качество исторических показателей деятельности originатора.
 - 2.2 Историческая вариативность деятельности originатора.
 - 2.3 Раскрытие характеристик ипотечного покрытия в сделках секьюритизации.
 - 2.4 Качество исторических показателей деятельности originатора.
- 3 Сложность структуры и чувствительность рыночной стоимости.
 - 3.1 Сложность структуры проводимых транзакций.
 - 3.2 Сложность проведения аналитической оценки.
 - 3.3 Чувствительность рыночной стоимости.
- 4 Государственное регулирование проводимых сделок.
 - 4.1 Контроль деятельности резервного сервисера.

4.2 Опыт регулирования соглашений и осуществление надзора за участниками сделок секьюритизации.

4.3 Соблюдение равных прав участников сделки.

4.4 Неопределенность изменений правового обеспечения и регулирования.

Рейтинг ценной бумаги, как было отмечено, является агрегированным показателем, учитывающим возникающие при сделке риски, однако при сравнительном анализе ценных бумаг, имеющих сопоставимый рейтинг, демонстрируется влияние риска досрочного погашения ипотечных ценных бумаг на увеличение ставки купонного дохода. Существуют отдельные методики анализа риска досрочного погашения, влияния данного показателя на процентную ставку по ипотечным ценным бумагам, включающие в себя моделирование зависимости цены ценных бумаг (т.е. эффективной доходности) от скорости досрочных погашений. Одним из способов моделирования является спрэд с учетом опциона, позволяющий рассчитать выпуклость цены ипотечной ценной бумаги⁴⁴. Таким образом, риск досрочного погашения в структуре купонной ставки при первичном анализе ценных бумаг представляет собой недетерминированную величину, а следовательно, должен рассматриваться отдельно от других компонентов. Оценивая существующие подходы к анализу рисков при присвоении рейтингов и структуры процентных ставок, следует отметить, что подход Diana Hancock и Wayne Passmore не в полной мере учитывает влияние риска досрочного погашения на структуру ставок.

На наш взгляд, риск досрочного погашения необходимо выделять как отдельный компонент, поскольку общим выражением рисков сделки является рейтинг ценной бумаги, на который обращают внимание инвесторы, а риск досрочного погашения является специфическим параметром, влияние на который оказывают отдельные факторы. Предлагаемая нами структура определения ставки купонного дохода ипотечных ценных бумаг выглядит следующим образом:

$$S = OSRCB + PL + VVKR + PRDP, \quad (2)$$

где S – купонная ставка;

⁴⁴ Вайн С. Опционы: полный курс для профессионалов.. - М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. - 135 с.

OSRCB - ожидаемая ставка рефинансирования ценных бумаг;

PL - премия за ликвидность;

VVKR - величина влияния кредитного рейтинга ценной бумаги;

PRDP - премия за риск досрочного погашения.

Проводимая рейтинговым агентством оценка, механизмы повышения кредитного качества и страхование ответственности заемщиков придают ипотечным ценным бумагам более высокий рейтинг, и, следовательно, более высокую цену, нежели ценные бумаги организации, которые могли бы выпускаться непосредственно без процедур секьюритизации. Тщательный анализ рисков на этапе присвоения рейтинга, а также меры дополнительной кредитной защиты позволяют инвесторам лучше оценить вероятность и размер потерь при инвестировании в ипотечные ценные бумаги при секьюритизации ипотечных активов. Таким образом, ипотечные ценные бумаги являются надежным и высокодоходным инструментом инвестирования.

Глава 2 ОЦЕНКА ТЕНДЕНЦИЙ РАЗВИТИЯ ИПОТЕЧНОГО ЖИЛИЩНОГО КРЕДИТОВАНИЯ В РФ

2.1 Динамика развития ипотечного жилищного кредитования

Для коммерческих банков ипотечное жилищное кредитование является дополнительным источником процентных доходов. Размещение определенной части активов в ипотечных кредитах позволяет снизить риски невозвратов и обеспечивает коммерческие банки клиентской базой на длительный срок. Широкий спектр пассивов коммерческих банков, а также наличие программ рефинансирования позволяет диверсифицировать источники финансирования предоставления ипотечных жилищных кредитов и активно осваивать этот вид деятельности (рисунок 2.1).

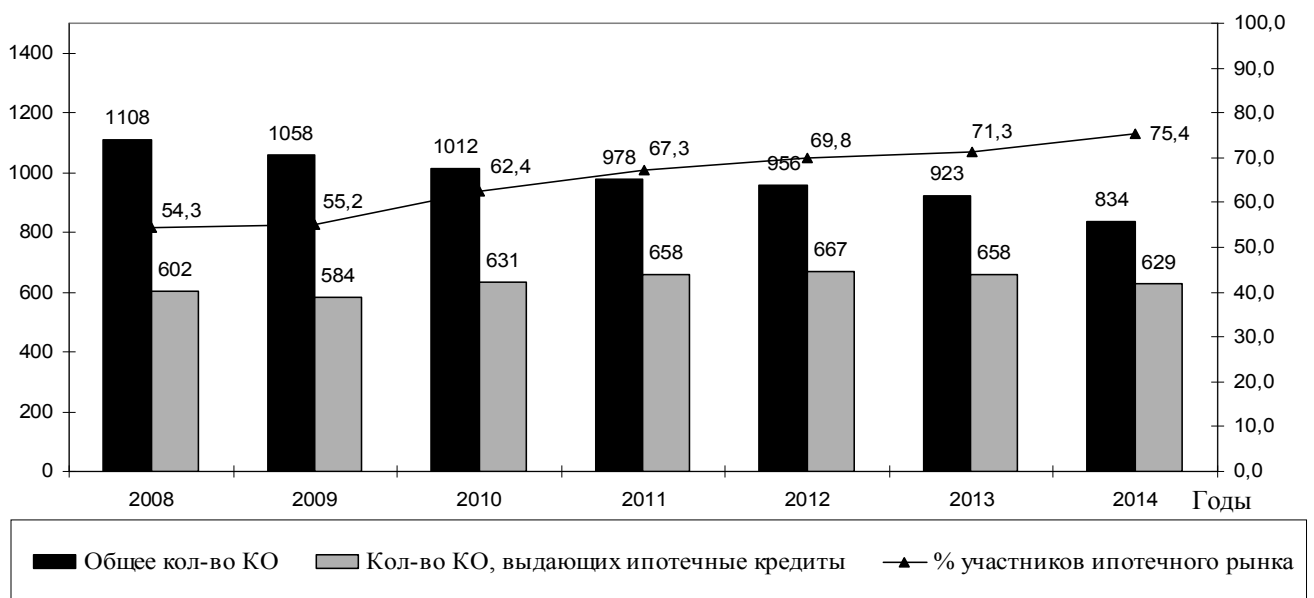


Рисунок 2.1 - Структура участников рынка ипотечного кредитования в РФ

За рассматриваемый период общее количество кредитных организаций (КО) сократилось с 1108 до 834, при этом увеличилось количество участников рынка ипотечного жилищного кредитования с 602 по состоянию на

1 января 2009 г. до 673 по состоянию на 1 января 2014 г. Существенно выросла доля участников рынка ипотечного жилищного кредитования в общем количестве кредитных организаций - с 54,3 до 80,7%, что в целом свидетельствует о насыщении рынка и создании обширной конкурентной среды. Однако структура долей участников ипотечного рынка неоднородна, отличается большой концентрацией (таблица 2.1). Финансовый кризис 2008 г. оказал существенное негативное воздействие на банковскую систему РФ в целом и на рынок ипотечного жилищного кредитования в частности. У большинства кредитных организаций возникла проблема дефицита долгосрочной ликвидности, что также отразилось на их кредитной политике. В результате большая часть кредитных организаций уже сократила лимиты на ипотечное кредитование, что обернулось потерей доли рынка и усилением позиций крупнейших кредитных организаций.

Таблица 2.1 - Структура долей рынка ипотечного жилищного кредитования в группировке по размеру активов кредитных организаций в РФ*

В процентах

Позиции банков	Годы						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1-5	42,17	64,65	55,91	55,15	66,77	72,93	74,73
6-20	29,22	13,74	12,53	17,49	9,03	7,85	9,40
21-50	11,10	3,53	8,52	7,76	7,97	6,27	6,19
51-200	11,34	9,98	12,19	12,40	9,84	8,25	6,37
201-500	4,89	5,01	7,87	5,50	5,47	3,97	2,76
501-	1,28	3,08	2,98	1,70	0,94	0,73	0,53

* Рассчитано по данным ЦБ РФ.

Анализ позиций участников рынка ипотечного кредитования демонстрирует незначительную долю рынка у банков, находящихся ниже 200-го места по размеру активов. Определенная стабилизация их влияния на рынок к 2010 г., когда на эту группу приходилось чуть более 10% рынка, начиная с 2011 г. снижается, составляя уже менее 5% в 2013 г. Очевидно, что более мелкие кредитные организации занимают определенную нишу, но не имеют возможности наращивать объемы кредитования наравне с крупнейшими участниками, что приводит к потере доли рынка. Стоит отметить, что и другие группы банков по размеру активов де-

монстрируют снижение доли на фоне существенного роста позиций крупнейших пяти банков по размеру активов. Их доля выросла с 42,17 до 74,73% на фоне ослабления позиций других банков первого эшелона. На протяжении рассматриваемого периода ОАО "Сбербанк России", ЗАО "ВТБ 24" и КБ "Дельтакредит" стабильно входят в эту группу, занимая лидирующие позиции на рынке ипотечного жилищного кредитования, при этом значительная часть кредитов выдается именно банками с государственным участием. Заметно сократилась доля кредитных организаций, занимающих с 6 по 20 места по размеру активов: с 29,22 до 7,85% (рисунок 2.2).

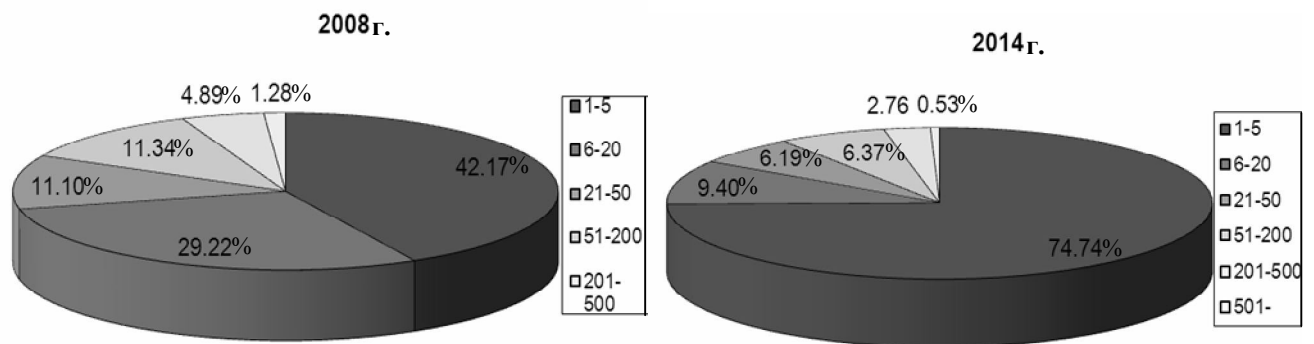


Рисунок 2.2 - Структура долей участников рынка ипотечного кредитования в РФ в группировке по размеру активов

Высокая концентрация рынка в 2014 г. осталась прежней - доля крупнейших 5 кредитных организаций составила более 70 % в общем объеме предоставления. По-прежнему ресурсная составляющая является ключевой в распределении позиций кредитных организаций. Основными причинами уменьшения объемов ипотечного жилищного кредитования в разгар финансового кризиса стало повышение стоимости привлечения финансовых ресурсов, а также увеличение рисков долгосрочного кредитования. Коммерческие банки с осторожностью размещали средства в долгосрочные активы, а падение фондового рынка обусловило стагнацию долгового рынка, снижение объемов размещений и необходимость поиска альтернатив для рефинансирования ипотечных кредитов. Рассмотрим основные по-

казатели, характеризующие современное состояние рынка ипотечного жилищного кредитования (таблица 2.2).

Таблица 2.2 - Показатели развития ипотечного жилищного кредитования в РФ*

Показатель	Годы						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Объем предоставленных ипотечных жилищных кредитов, млрд.руб.	560,7	143,0	364,6	697,4	1 017,3	1 338,7	1 751,7
Объем ВВП РФ, млрд. руб.	41 277	38 807	46 308	55 799	62 599	66 755	70 975
Доля объема предоставленных ипотечных жилищных кредитов в ВВП, %	1,34	0,36	0,79	1,24	1,62	2,08	2,46
Количество предоставленных ипотечных кредитов, тыс. единиц	332	128	298,2	520,6	690	823,2	1 011,6
Средний размер кредита, млн. руб.	1,68	1,11	1,22	1,33	1,47	1,68	1,74

*Рассчитано по данным Росстата, ЦБ РФ, АИЖК.

По данным таблицы необходимо отметить, что 2009 г. продемонстрировал резкое снижение объемов предоставления ипотечных жилищных кредитов с 560,7 млрд руб. в 2008 г. до 143 млрд руб. в 2009 г. Значительное падение объемов кредитования вызвано также снижением цен на недвижимость во время кризиса, средний размер выдаваемых ипотечных кредитов снизился с 1,68 млн руб. до 1,11 млн руб. В 2010 г. произошло восстановление рынка ипотечного жилищного кредитования. Количество выданных в рублях ипотечных жилищных кредитов увеличилось до 298 тыс. единиц, т.е. стало в 2,3 раза больше по сравнению с 2009 г. В 2011 г. было выдано 520,6 тыс. ипотечных кредитов на сумму 697,4 млрд руб., т.е. оба показателя превысили докризисный уровень, несмотря на неопределенность перспектив мировой экономики и общую тенденцию роста процентных ставок.

Количество выдаваемых ипотечных кредитов растет уверенными темпами, по итогам 2013 г. превысив в 2,5 раза уровень 2008 г., что особенно важно с точки зрения решения социально-демографических проблем. Так, в 2013 г. было выдано

ипотечных жилищных кредитов на сумму 1 338,7 млрд руб., что на 31,59% больше, чем в 2012 г. Начиная с 2010 г., средний размер выдаваемого ипотечного кредита повышался, что также является следствием роста цен на рынке жилья. Одновременно снижались темпы роста объемов предоставления, что объясняется исчерпанием эффекта низкой базы и насыщением рынка (рисунок 2.3).

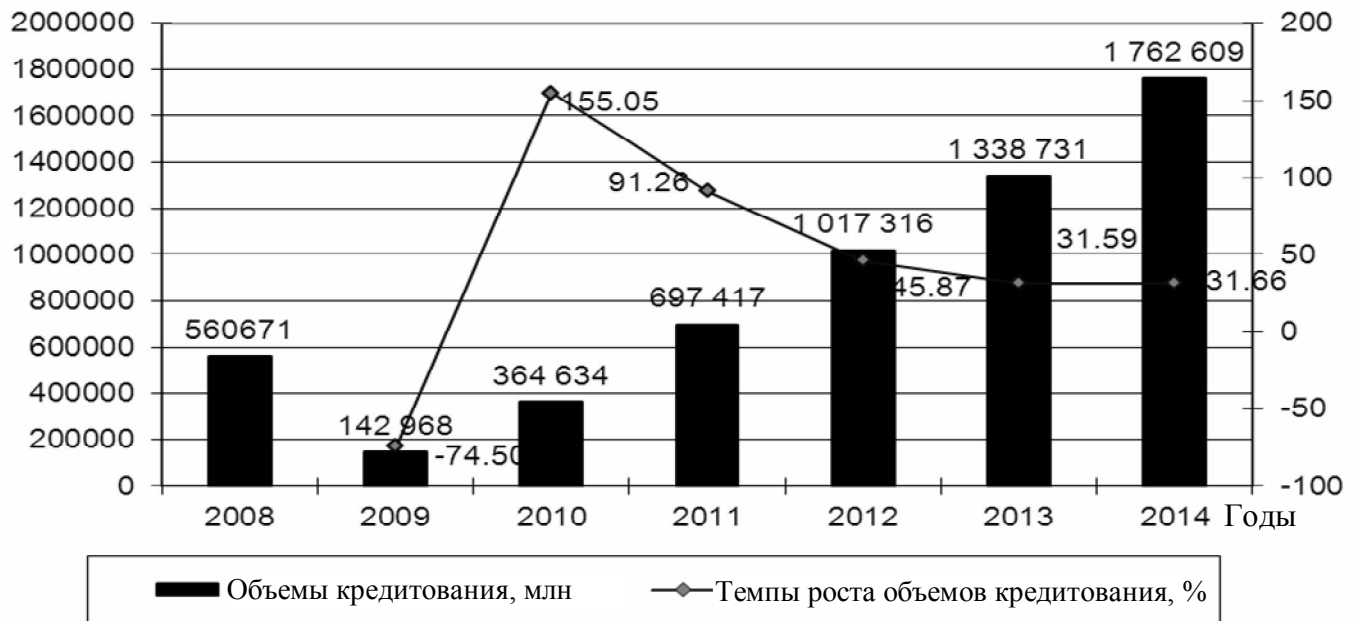


Рисунок 2.3 - Динамика объемов ипотечного жилищного кредитования в РФ
рублях

Также неуклонно растет и доля объема предоставления ипотечных кредитов в ВВП. В 2012 г. был превзойден показатель 2008 г., а в 2014 г. доля предоставленных ипотечных жилищных кредитов в ВВП составила 2,08%. Современное состояние развития ипотечного жилищного кредитования в РФ позволяет констатировать, что в 2012 г. закончился период его посткризисного восстановления⁴⁵.

Обратная ситуация сформировалась в сегменте рынка ипотечного жилищного кредитования в иностранной валюте. Резкая девальвация рубля в 2008г. существенно увеличила размер выплаты по кредитам в рублевом выражении, что было негативно воспринято большинством заемщиков. Более низкие процентные

⁴⁵ Скопинцева Е. Ипотечный рынок полностью преодолел последствия кризиса // Экономика и жизнь. - 2013. - № 6 (9472). - Режим доступа: <http://www.eg-online.ru/article/203056>.

ставки по сравнению с рублевыми кредитами не компенсировали заемщикам дополнительных расходов от валютной переоценки.

Снижение спроса на секьюритизированные активы на международном финансовом рынке усложнило процесс рефинансирования выданных ипотечных жилищных кредитов в иностранной валюте, что отразилось на более резком снижении сроков их предоставления по сравнению с кредитами в рублях. Стоит отметить, что кредитование в иностранной валюте заметно утратило свое значение в системе ипотечного кредитования в РФ (таблица 2.3).

Таблица 2.3 - Показатели рынка ипотечного жилищного кредитования в иностранной валюте в РФ*

Показатель	Годы						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Объем предоставленных ипотечных жилищных кредитов, млрд руб.	95,13	9,53	15,43	19,53	14,68	15,19	10,83
Количество предоставленных ипотечных кредитов, единиц	17 461	2081	3220	2924	1674	1864	750
Средний размер кредита, млн руб.	5,44	4,58	4,79	6,67	8,76	8,15	14,44
Доля кредитов в иностранной валюте в общем объеме кредитования, %	14,51	6,25	4,06	2,72	1,42	1,23	0,61

*Рассчитано по данным ЦБ РФ.

Данные таблицы 2.3 демонстрируют существенное падение объемов кредитования в иностранной валюте по сравнению с докризисным периодом, в результате чего их доля в общем объеме неуклонно снижается. В стоимостном выражении в 2014 г. доля валютных кредитов составила 0,61% в стоимостном выражении по сравнению с 14,51% в 2008 г.

Важнейшим показателем, отражающим состояние рынка ипотечного жилищного кредитования, является уровень процентных ставок по предоставляемым ипотечным кредитам. За период 2008-2014 гг. средневзвешенные ставки по выданным жилищным кредитам в рублях изменились незначительно. В 2009 г. произошел резкий рост процентных ставок, максимальное значение ставки было за-

фиксировано в апреле 2009 г. - 14,9%. В целом улучшение общего состояния банковской системы позволило направить значительные средства в ипотечное жилищное кредитование и снизить процентные ставки с 14,3% в 2009 г. до 12,4% в 2013 г., но в целом стоимость ипотечных жилищных кредитов находится на высоком уровне, несмотря на существенное падение индекса потребительских цен: с 13,28 до 6,45% за рассматриваемый период. Средневзвешенные ставки по кредитам в иностранной валюте снизились с 10,8 до 9,6%. Спрэд между ставками расширился с 1,6 до 2,8 п.п., что вызвано значительным снижением спроса на ипотечные кредиты в иностранной валюте (рисунок 2.4).

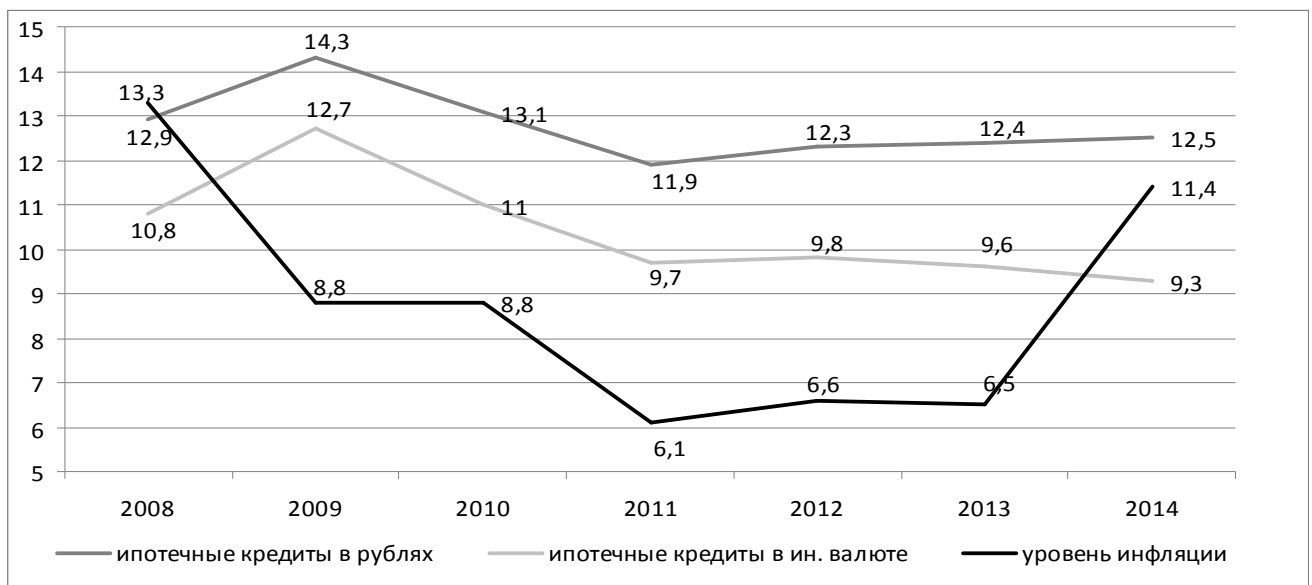


Рисунок 2.4 - Динамика средневзвешенных процентных ставок в РФ

В 2014 г., несмотря на существенное повышение уровня инфляции (до 11,4%), процентные ставки по ипотечным жилищным кредитам изменились незначительно. Высокие процентные ставки по ипотечным жилищным кредитам являются предметом пристального внимания со стороны Правительства РФ, закрепившего за Центральным банком Российской Федерации (ЦБ РФ) задачу снижения стоимости ипотечных кредитов для населения⁴⁶. Процентные ставки все еще находятся на высоком уровне.

⁴⁶ Задачу снизить ставки по ипотеке взяла на себя лично глава Центробанка. - Режим доступа: <http://izvestia.ru/news/560510#ixzz3VVBpYuT0>.

Одним из ключевых показателей рынка ипотечного жилищного кредитования является средневзвешенный срок предоставления ипотечных жилищных кредитов. Одновременно данный показатель отражает наличие у кредитных организаций долгосрочных ресурсов для осуществления данного вида деятельности (таблица 2.4).

Таблица 2.4 - Средневзвешенные сроки предоставления ипотечных кредитов кредитными организациями в РФ

Место банков по размеру активов	В месяцах						
	Годы						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1-5	233,7	216,5	214,8	182,7	181,4	177,4	181,7
6-20	208,7	177,5	182,5	178,3	176,6	179,2	173,2
21-50	211,6	158,0	192,2	200,0	194,4	186,6	185,7
51-200	192,2	154,3	176,2	173,2	176,9	177,9	173,9
201-500	171,7	150,0	138,8	134,8	151,6	142,6	148,5
501-	160,5	149,9	151,9	148,6	130,7	122,4	125,9
Итого	215,3	197,5	196,3	178,9	179,5	176,4	179,5

* Рассчитано по данным ЦБ РФ.

Анализ сроков предоставления ипотечных кредитов в группировке банков по размеру активов позволяет сделать вывод, что в небольших кредитных организациях, занимающих в рейтинге места ниже 200-го, сроки предоставления существенно ниже среднерыночных. Также очевидно, что более мелкие кредитные организации испытывают трудности с финансированием предоставления ипотечных кредитов, в результате чего средневзвешенные сроки кредитования на 3-5 лет меньше среднего по банковской системе. Это объясняется недостаточной капитальной базой и повышенными рисками ликвидности для данных кредитных организаций. Подобное положение вызывает у этой группы кредитных организаций более острую необходимость в рефинансировании ипотечных кредитов. В целом динамика демонстрирует общее снижение сроков предоставления в посткризисный период по всем группам кредитных организаций.

За рассматриваемый период общий объем задолженности в рублях увеличился с 838,9 млрд. руб. по состоянию на 1 января 2009 г. до 3 383,7 млрд. руб. по

состоянию на 1 января 2015 г. Задолженность в иностранной валюте снизилась за этот период с 231,4 млрд. руб. по состоянию на 1 января 2009 г. до 136,3 млрд. руб. по состоянию на 1 января 2015 г. Доля просроченной задолженности в рублях снижается с 2009 г., составив на 1 января 2015 г. 0,8%. В целом уровень просроченной задолженности в РФ остается на достаточно низком уровне. Доля просроченной задолженности в иностранной валюте, напротив, находится на высоком уровне, составляя 12,5% (таблица 2.5).

**Таблица 2.5 - Показатели состояния задолженности в банках РФ
по ипотечным кредитам**

Показатель	Годы						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Задолженность по кредитам в рублях, млрд руб.	838,9	812,7	949,2	1 314,3	1 874,3	2 536, 8	3 383,7
Просроченная задолженность по кредитам в рублях, млрд руб.	5,2	18,5	23,5	25,9	27,5	25,4	28,9
Доля просроченной задолженности по кредитам в рублях, %	0,6	2,3	2,5	2,0	1,5	1,00	0,8
Задолженность по кредитам в иностранной валюте, млрд руб.	231,3	198,1	180,1	164,6	122,9	112,0	136,3
Просроченная задолженность по кредитам в иностранной валюте, млрд руб.	6,2	12,5	18,1	19,4	14,0	14,2	17,1
Доля просроченной задолженности по кредитам в иностранной валюте, %	2,7	6,3	10,0	11,8	11,4	12,6	12,5

* Рассчитано по данным ЦБ РФ.

Анализ в региональном разрезе показывает, что условия предоставления ипотечных кредитов в различных субъектах РФ существенно различались (приложение А). Среди субъектов РФ особо стоит выделить Республику Удмуртию и Курганскую область, где на протяжении всего рассматриваемого периода наблюдались самые низкие ставки по выдаваемым ипотечным кредитам. Из данных приложения А можно

сделать вывод, что самый сильный разброс показателей наблюдался в 2010 г., в котором худшие условия предоставления были зафиксированы в Республике Алтай (максимальная средневзвешенная ставка 19,2%, минимальный средневзвешенный срок предоставления 66,8 месяца), минимальная средневзвешенная ставка в Республике Удмуртии составила 9,8%, а максимальный средневзвешенный срок предоставления в Курганской области находился на уровне 253,4 месяца. Далее в регионах наметилась тенденция к выравниванию средневзвешенных процентных ставок, которые уже в 2013 г. находились в интервале от -0,7 до +0,7 п.п. от среднего показателя по РФ при сохранении существенных отклонений в средневзвешенных сроках кредитования.

Немаловажную роль в конфигурации ликвидности банковских балансов оказывает стремление ипотечных заемщиков досрочно погасить свою задолженность перед кредитными организациями. Для оценки степени сокращения задолженности используется показатель скорости досрочного погашения, рассчитываемый как отношение объема досрочных погашений к объему задолженности в течение определенного периода времени. Данный показатель в годовом выражении находится на достаточно высоком уровне - как в рублях, так и в иностранной валюте (таблица 2.6).

Таблица 2.6 - Объемы досрочных погашений ипотечных кредитов в РФ

Показатель	Годы						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Объем досрочных погашений кредитов в рублях, млрд руб.	91,6	107,4	120,9	188,8	240,2	396,4	502,4
Скорость досрочных погашений (CPR), %	10,9	13,2	12,7	14,4	12,8	15,6	14,8
Объем досрочных погашений кредитов в иностранной валюте, млрд руб.	54,2	31,0	26,3	27,9	27,5	19,8	27,7
Скорость досрочных погашений (CPR), %	23,4	15,7	14,6	17,0	22,5	17,8	20,3

* Рассчитано по данным ЦБ РФ.

При таких темпах досрочных погашений в среднем ипотечный кредит гасится за 5-7 лет, что снижает риски ликвидности для банков-кредиторов. Скорость досрочных погашений в иностранной валюте значительно выше, что объясняется непредсказуемостью изменения валютных курсов и стремлением заемщиков как можно быстрее погасить ипотечный кредит во избежание дополнительных рисков.

Значимой тенденцией посткризисного периода стало увеличение доли ипотечных сделок в общем объеме сделок с жильем. В 2011 г. показатели доли сделок с ипотекой на рынке жилья уже превзошли показатель 2008 г. Немаловажное значение ипотечное кредитование оказывает и на первичный рынок жилья. По данным АИЖК, доля ипотечных кредитов на приобретение жилья в новостройках в 2012 г. составляла не менее 20% от общего объема выданных ипотечных кредитов, а по данным Росреестра, каждый четвертый договор долевого участия был заключен с использованием ипотечных кредитов. Общая доля сделок с ипотекой на рынке жилья продолжила расти, достигнув 24,3% в 2013 г. (рисунок 2.5).

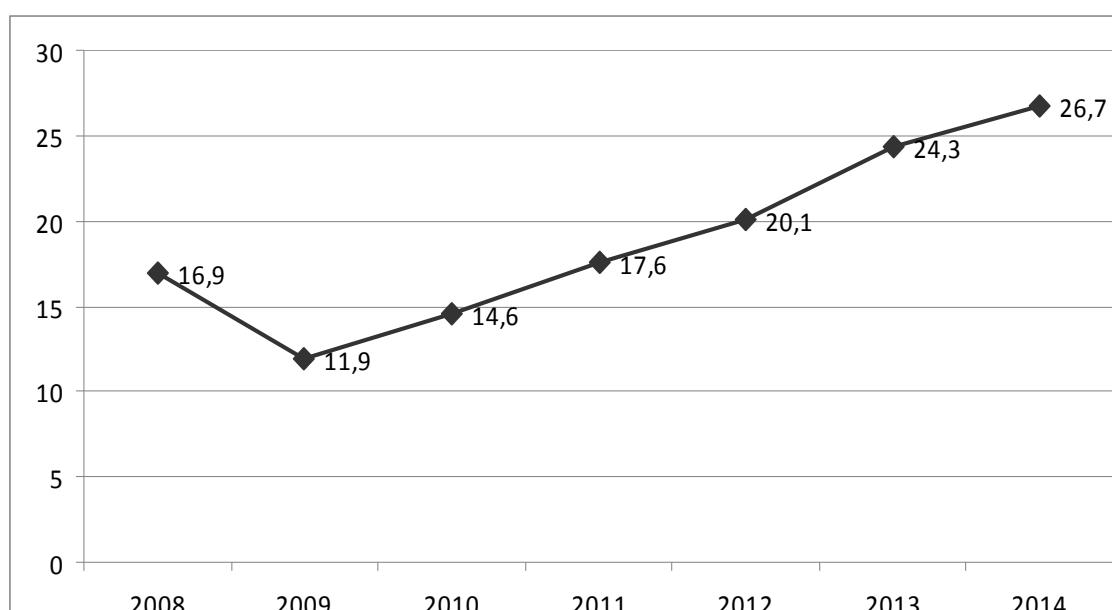


Рисунок 2.5 - Доля сделок с ипотекой на рынке жилья в РФ (по данным АИЖК)

Падение активности на рынке недвижимости и снижение объемов предоставления ипотечных кредитов во время кризиса в РФ вызвали необходимость государственной поддержки данного сектора. В целях создания условий для эффективного функционирования рынка ипотечного жилищного кредитования в 2009 г. Правительством РФ была принята "Стратегия развития ипотечного рынка до 2030 года". В данной Стратегии представлены основные ориентиры, отражающие уровень развития ипотечного рынка, как и меры, необходимые для их достижения. На первом этапе (2010-2012 гг.), благодаря реализации антикризисных мер, экономика РФ начала выходить из кризиса, а рынок ипотечного жилищного кредито-

вания стал восстанавливаться и к концу этого периода ключевые показатели достигли либо превзошли докризисные значения⁴⁷ (таблица 2.7).

Таблица 2.7 - Показатели реализации "Стратегии развития ипотечного рынка до 2030 года"*

Целевой показатель	Факт. данные		Прогнозные показатели Стратегии			
	Годы					
	2009	2012	2012	2015	2020	2030
Доля семей, имеющих возможность приобрести жилье, соответствующее стандартам обеспечения жилыми помещениями, с помощью собственных и заемных средств, %	17	20	23	30	50	60
Количество предоставляемых в год ипотечных жилищных кредитов,тыс. штук	130	690	490	741	868	873
Доля сделок с ипотекой на рынке жилья, %	12	20	20	26	40	50
Превышение среднего уровня процентной ставки по ипотечному жилищному кредиту (в рублях) над индексом потребительских цен, +/- процентных пунктов	5,6	5,7	3,3	2,5	2,0	1,0
Отношение задолженности по ипотечным жилищным кредитам к ВВП, %	2,6	3,0	3,8	7,2	10,7	15,5
Средний срок ипотечного жилищного кредита в рублях, лет	16,5	14,8	17,6	21,5	30,0	32,0
Доля ипотеки, финансируемой за счет выпуска ипотечных ценных бумаг, в общем объеме ипотеки, %	21	7	45	50	55	66

* Рассчитано по данным Росстата, "Стратегии развития ипотечного рынка до 2030 года".

Основными задачами первого этапа являлись восстановление доверия к рынку ипотечного жилищного кредитования у заемщиков, кредиторов, инвесторов и стимулирование жилищного строительства с помощью финансовых механизмов его кредитования под залог недвижимости и путем поддержки платежеспособного спроса на приобретение жилья на первичном рынке. Доля сделок с ипотекой на рынке жилья составляет 20 %, что совпадает с прогнозом Стратегии,

⁴⁷ Об утверждении Стратегии развития ипотечного жилищного кредитования в РФ до 2030 года : распоряжение Правительства РФ от 19.07.2010 г. № 1201-р. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

а объемы кредитования в 2012 г. значительно превысили прогнозные 490 тыс. кредитов. К концу 2012 г. доля семей, которым было доступно приобретение жилья, соответствующего стандартам обеспечения жилыми помещениями, в том числе с помощью ипотечного жилищного кредитования, достигла 20 %, что не много ниже прогнозного значения в 23 %. Превышение среднего уровня процентной ставки по ипотечному жилищному кредиту в рублях над индексом потребительских цен в 2012 г. находится на уровне 5,7% по сравнению с прогнозными 3,3%, предусмотренными "Стратегией развития ипотечного рынка до 2030 года".

Несмотря на принимаемые меры поддержки первичного рынка, средний срок кредитования составляет 14,8 года по сравнению с прогнозным значением на уровне 17,6 года. Такое расхождение объясняется недостатком долгосрочных ресурсов в банковской системе и недостаточным уровнем развития рынка ипотечных ценных бумаг. Реализация государственных программ поддержки ипотечного кредитования позволила превысить ожидаемые показатели по предоставлению жилищных ипотечных кредитов, однако развитие рынка ипотечных ценных бумаг не достигло заложенного уровня.

Доля рынка ипотечного жилищного кредитования, фондируемая за счет выпуска ипотечных ценных бумаг, прогнозировалась в 2012 г. на уровне 45%, по факту составив лишь 7%. Реализация государственных программ поддержки ипотечного кредитования позволила превысить ожидаемые показатели по количеству выданных ипотечных жилищных кредитов. Однако развитие рынка ипотечных ценных бумаг не достигает заложенного уровня, а превышение среднего уровня процентной ставки по ипотечному жилищному кредиту в рублях над индексом потребительских цен находится на уровне 5,7% по сравнению с прогнозными 3,3%.

На основании рассмотренных данных охарактеризуем состояние рынка ипотечного жилищного кредитования в РФ на современном этапе. Среди его сильных сторон можно выделить увеличивающуюся долю сделок с ипотекой на рынке жилья, что отражает значимость ипотечного жилищного кредитования для развития рынка жилой недвижимости. Увеличивающееся отношение объемов выдаваемых кредитов к объему ВВП демонстрирует возрастающую роль рынка ипо-

течного жилищного кредитования для развития экономики в целом. Стоит отметить высокое качество ипотечных портфелей кредитных организаций и низкий уровень просроченной задолженности по выданным в рублях ипотечным жилищным кредитам при сохраняющейся высокой доле досрочных погашений в общем объеме задолженности.

Необходимо также выделить высокую концентрацию на данном рынке, поскольку более 70 % ипотечных жилищных кредитов по состоянию на 2013 год выдается крупнейшими пятью банками. Как следствие, низкая конкуренция не обеспечивает формирования эффективной ставки по ипотечным жилищным кредитам, зависящей от уровня инфляции. Высокие ставки по ипотечным жилищным кредитам являются, безусловно, слабой стороной рынка, поскольку оказывают сдерживающее воздействие на его дальнейшее развитие и повышение доступности ипотечного жилищного кредитования для населения.

2.2 Анализ источников рефинансирования ипотечных жилищных кредитов и состояния рынка ипотечных ценных бумаг

Долгосрочный характер ипотечного жилищного кредитования вызывает объективную необходимость в рефинансировании выданных ипотечных жилищных кредитов, особенно у малых и средних кредитных организаций. Важным условием осуществления рефинансирования в виде продажи права требования по ипотечному жилищному кредиту стала законодательная норма об оформлении закладной при заключении договора ипотечного кредитования. В результате в РФ сложился вторичный рынок ипотечного жилищного кредитования, затрагивающий большое количество кредитных организаций, осуществляющих рефинанси-

рование либо увеличивающих собственные ипотечные портфели за счет приобретения прав требования (таблица 2.8).

Таблица 2.8 - Структура участников рынка ипотечного кредитования в РФ*

Показатель	В единицах						
	Годы						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Количество кредитных организаций, привлекающих рефинансирование на вторичном рынке	204	167	175	168	177	152	147
Количество кредитных организаций, приобретающих права требования	108	117	134	142	146	149	150
Количество эмитентов облигаций с ипотечным покрытием	4	2	0	5	7	11	19

* Рассчитано по данным ЦБ РФ.

Данные таблицы демонстрируют, что за рассматриваемый период выросло количество организаций, приобретающих права требования по ипотечным жилищным кредитам с 108 по состоянию на 1 января 2009 г. до 146 по состоянию на 1 января 2014 г. В целом подобная динамика свидетельствует о том, что кредитные организации в посткризисный период активно осваивали ипотечное кредитование как направление развития розничного бизнеса и многие участники рынка наращивали ипотечные портфели за счет приобретения прав требования у других кредитных организаций. Одновременно, общее количество организаций, привлекающих рефинансирование на вторичном рынке ипотечного кредитования в период 2008-2013 гг., сократилось с 204 до 152. Подобное сокращение свидетельствует об улучшении ресурсной составляющей. Изменение обоих показателей в процентном отношении к общему количеству кредитных организаций свидетельствует о стремлении кредитных организаций к получению процентного дохода от выданных ипотечных жилищных кредитов. Количество эмитентов облигаций с ипотечным покрытием не получило широкого распространения за рассматриваемый период, однако к концу периода превышает докризисный уровень. В 2014 г. уже 19 эмитентов осуществили эмиссию по сравнению с 4 эмитентами в 2008 г. (рисунок 2.6.).

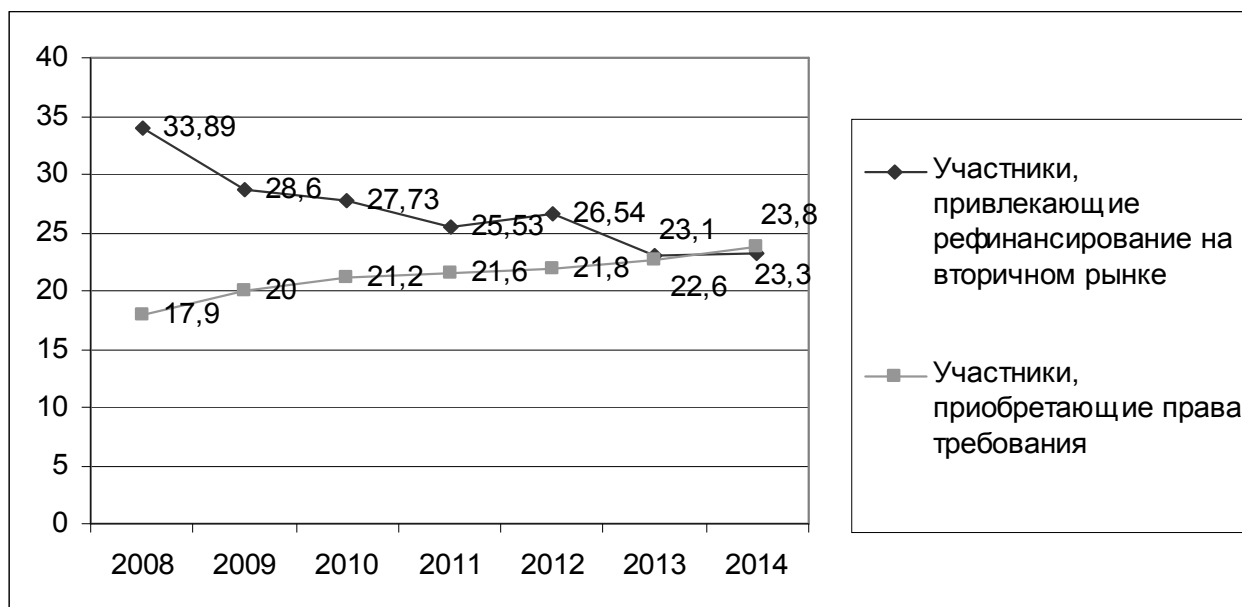


Рисунок 2.6 - Структура участников рынка ипотечного кредитования в РФ

Необходимо рассмотреть структуру источников рефинансирования и их значение для развития ипотечного жилищного кредитования. В связи с отсутствием долгосрочного фондирования и с ростом рисков банковских операций во время кризиса рефинансирование на вторичном рынке стало одной из важнейших составляющих привлечения денежных средств в ипотечное жилищное кредитование. Существенно выросло значение АИЖК как специализированной рефинансирующей организации на фоне снижения активности кредитных организаций на вторичном рынке.

В последующие годы объемы рефинансирования прав требований по ипотечным жилищным кредитам кредитными организациями повышались, однако в процентном выражении доля рефинансирования в объеме предоставления снижалась как в целом по рынку (до 7,1% в 2014 г.), так и по отдельным источникам рефинансирования. Стоит отметить, что рефинансирующие программы пользуются все меньшей привлекательностью у участников рынка. В 2013 г. АИЖК рефинансировало лишь 48,4 млрд руб. по сравнению с 61,4 млрд руб. годом ранее на фоне роста рынка. В 2014 г. данный показатель незначительно увеличился, но продолжил снижение в процентном отношении к общему объему предоставления кредитов (таблица 2.9).

**Таблица 2.9 - Показатели источников рефинансирования ипотечных кредитов
и их доли в общем объеме предоставления в РФ ***

Показатель	Годы						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Объем рефинансирования прав требований путем продажи на вторичном рынке, млрд руб.	71,7	60,3	58,1	91,5	85,2	83,9	124,9
Из них:							
объем рефинансирования АИЖК	26,4	30,3	54,7	51,3	61,4	48,0	50,2
объем приобретения прав требований кредитными организациями	30,2	10,3	8,6	11,0	14,0	13,2	17,3
Доля рефинансирования путем продажи требований, %	12,8	42,2	15,9	13,1	8,4	6,1	7,1
Из них:							
доля рефинансированных прав требований АИЖК в общем объеме предоставления	4	20	14	7,2	5,9	3,7	2,8
доля рефинансирования кредитных организаций в общем объеме предоставления	5,3	7,2	2,3	1,6	1,4	0,9	0,9

* Рассчитано по данным АИЖК, ЦБ РФ.

Актуальной задачей для малых кредитных организаций является поиск новых источников долгосрочной ликвидности и механизмов рефинансирования ипотечных кредитов, одним из которых может послужить секьюритизация.

Усиление интереса к секьюритизации со стороны кредитных организаций обусловило активизацию законотворческой деятельности в этой области в посткризисной период. Секьюритизация ипотечных активов в РФ регулируется Федеральным законом "Об ипотечных ценных бумагах" № 152-ФЗ (ред. от 29 декабря 2012 г.). Этим законом устанавливаются отношения, возникающие при выпуске, эмиссии, выдаче и обращении ипотечных ценных бумаг (за исключением закладных), а также при исполнении обязательств по указанным ипотечным ценным бумагам. В соответствии с законом определяются облигации с ипотечным покрытием, а также ипотечные сертификаты участия (ИСУ) как виды ипотечных ценных бумаг.

В соответствии с данным законом основная сумма долга по обязательству, обеспеченному ипотекой, по каждому договору или закладной не должна превышать 80% суммы, определенной независимым оценщиком рыночной стоимости

недвижимого имущества, являющегося предметом ипотеки. Эмиссия облигаций с ипотечным покрытием может осуществляться только ипотечными агентами и кредитными организациями. Данный нормативный акт содержит определение "ипотечного агента", осуществляющего эти функции, а также регулятивные нормы и ограничения деятельности данных организаций. Предметом деятельности ипотечного агента может быть только приобретение требований по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) закладных.

Облигации выпускаются в одной из форм, предусмотренных Федеральным законом от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", а порядок эмиссии регулируется приказом ФСФР от 25 января 2007 г. № 07-4/пз-н "Об утверждении стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг".

Наибольшее распространение на практике получили бездокументарные облигации на предъявителя. Выплата купонного дохода по облигациям с ипотечным покрытием должна осуществляться не реже чем раз в год, за исключением случая, когда эмиссия происходит траншами, в отношении которых предусмотрена разная очередность выплат. Как правило, облигации, эмитируемые кредитными организациями с сохранением ипотечного покрытия на балансе банка, имеют заранее определенный срок погашения. На срок погашения облигаций, выпущенных в процессе секьюритизации, большое значение оказывает скорость досрочного погашения, находящаяся на достаточно высоком уровне в данный момент. В подобных условиях расчетная дюрация старшего транша составляет 3-4 года.

На фоне дефицита долгосрочных ресурсов в банковской системе большое количество кредитных организаций продолжает испытывать необходимость в рефинансировании выданных ипотечных кредитов. В рассматриваемом периоде существенно выросли объемы эмиссии облигаций с ипотечным покрытием, а рынок ипотечных ценных бумаг оказывал все большее влияние на развитие рынка ипотечного жилищного кредитования (таблица 2.10).

**Таблица 2.10 - Объемы внутреннего рынка облигаций с ипотечным покрытием
и его доля в общем объеме предоставления ипотечных кредитов в РФ***

Показатель	Годы						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Объем выпущенных облигаций с ипотечным покрытием, млрд руб.	22,0	31,7	13,5	46,4	68,3	140,5	252,8
Из них:							
доля выпущенных облигаций с ипотечным покрытием в общем объеме кредитования, %	3,9	22,2	1,9	6,7	6,7	10,1	14,2
В том числе:							
доля эмиссии облигаций с ипотечным покрытием на балансе кредитных организаций	-	10,5	-	2,2	1,2	2,4	2,0
доля секьюритизации ипотечных портфелей кредитными организациями	-	11,7	-	1,6	3,6	5,9	11
доля эмиссии облигаций с ипотечным покрытием АИЖК	3,9	-	1,9	2,9	1,8	1,5	1,4

* Рассчитано по данным АИЖК, "Русипотеки".

Важно отметить не только увеличение объемов выпущенных ценных бумаг, но и рост данного показателя в процентном отношении к общему объему предоставления ипотечных жилищных кредитов. Также стоит акцентировать внимание на превышении объемов эмиссии облигаций с ипотечным покрытием, осуществляемой посредством секьюритизации, над эмиссией с сохранением ипотечного портфеля на балансе кредитных организаций. В докризисный период кредитные организации в условиях укрепляющейся национальной валюты активно осваивали международные рынки капитала в качестве источника долгосрочной ликвидности⁴⁸. В условиях глобального высокого спроса на финансовые инструменты западный опыт применялся в организации первых сделок трансграничной секьюритизации⁴⁹. Выдаваемые кредиты в иностранной валюте

⁴⁸ Санникова Т. Секьюритизация - первый опыт [Текст] / Т. Санникова // РЦБ. - 2005. - № 5. - С. 33.

⁴⁹ Анисимов А., Ипполитов А. История российской секьюритизации активов [Текст] / А. Анисимов, А. Ипполитов // РЦБ. - 2006. - № 11. - С. 47.

являлись эффективной базой для подобных сделок, поскольку позволяли ликвидировать валютные риски⁵⁰. Резкое снижение объемов предоставления ипотечных кредитов в иностранной валюте после 2008 г., а также существенный рост просроченной задолженности отразились на изменении ориентиров сделок секьюритизации. Трансграничная секьюритизация стала потенциально нести значительные валютные риски, поэтому основные участники ипотечного рынка начали осуществлять выпуск облигаций с ипотечным покрытием на внутреннем рынке, используя уже накопленный опыт в международных сделках.

Существенную долю рынка облигаций с ипотечным покрытием занимает АИЖК, участвующий не только в качестве эмитента, но и инвестора в облигации с ипотечным покрытием⁵¹. На раннем этапе развития отечественного рынка ипотечных ценных бумаг успешно реализуемые программы приобретения облигаций с ипотечным покрытием в размере 20 млрд руб. в год позволили создать инвестиционную базу для эффективных размещений ценных бумаг кредитными организациями наравне с Программой поддержки ипотечного рынка Внешэкономбанка. Реализуемые меры позволили сформировать внутренний рынок облигаций с ипотечным покрытием, обеспечить интерес со стороны институциональных инвесторов - в первую очередь, негосударственных пенсионных фондов (далее - НПФ). В 2013 г. уже большая часть первичных размещений (70% по экспертным оценкам) была размещена среди рыночных инвесторов.

Следует отметить, что все рассматриваемые вложения со стороны НПФ осуществлены в рамках действующего законодательства, которое разрешает, не ограничивая в портфеле долю одного эмитента, до 40 % пенсионных накоплений направлять на приобретение облигаций с ипотечным покрытием и сертифика-

⁵⁰ Шитов Н. Опыт секьюритизации российских активов // РЦБ. - 2006. - № 22. - С. 28.

⁵¹ Программа ОАО "Агентство по ипотечному жилищному кредитованию" [Электронный ресурс]: по приобретению облигаций с ипотечным покрытием. - Режим доступа: http://ahml.ru/common/img/uploaded/files/participants/polit/icb/icb_base_1109.pdf 07.07.2013.

тов⁵². В настоящий момент в ипотечные бумаги вкладывают не более 20 % НПФ. Из российских НПФ можно выделить фонд "Благосостояние", общие вложения которого в облигации с ипотечным покрытием уже в 2013 г. составили 12 % от портфельных накоплений, или 14 млрд руб. Инвестиционная активность кредитных организаций при первичных размещениях остается крайне невысокой.

Ключевой задачей анализа является сравнение эффективности моделей рефинансирования с позиции оказания совокупного эффекта на деятельность банка. По сравнению с продажей пула на вторичном рынке секьюритизация обладает рядом преимуществ (таблица 2.11).

Таблица 2.11 - Сравнительная характеристика секьюритизации и продажи ипотечного портфеля в качестве инструментов рефинансирования

Способ рефинансирования	Преимущества	Недостатки
Продажа портфеля	Короткие сроки привлечения дополнительной ликвидности Простота оформления сделки	Потеря процентной маржи, сокращение клиентской базы, отсутствие доходов от сервсинга, узкий круг инвесторов
Секьюритизация	Получение процентной маржи, удержание клиентской базы, сохранение доходов от сервсинга, повышение имиджа банка, широкий круг инвесторов	Высокие издержки эмиссии, длительность подготовки сделки

Во-первых, круг потенциальных инвесторов в облигации с ипотечным покрытием значительно шире, чем при продаже пула. Во-вторых, за счет младшего транша, удерживаемого на балансе, банк оставляет за собой получение процентных доходов от ипотечного покрытия, при этом решая проблему рефинансирования портфеля. Доходность младшего транша часто устанавливается выше доходности ипотечного покрытия за счет избыточных процентов, поэтому банк получа-

⁵² См.: Федеральный закон № 75-ФЗ "О негосударственных пенсионных фондах".

ет дополнительную прибыль. В-третьих, банк сохраняет комиссионные доходы от сервисинга. Следовательно, в долгосрочной перспективе, несмотря на издержки по организации сделки, секьюритизация является наиболее эффективным способом рефинансирования по сравнению с другими⁵³ (рисунок 2.8).

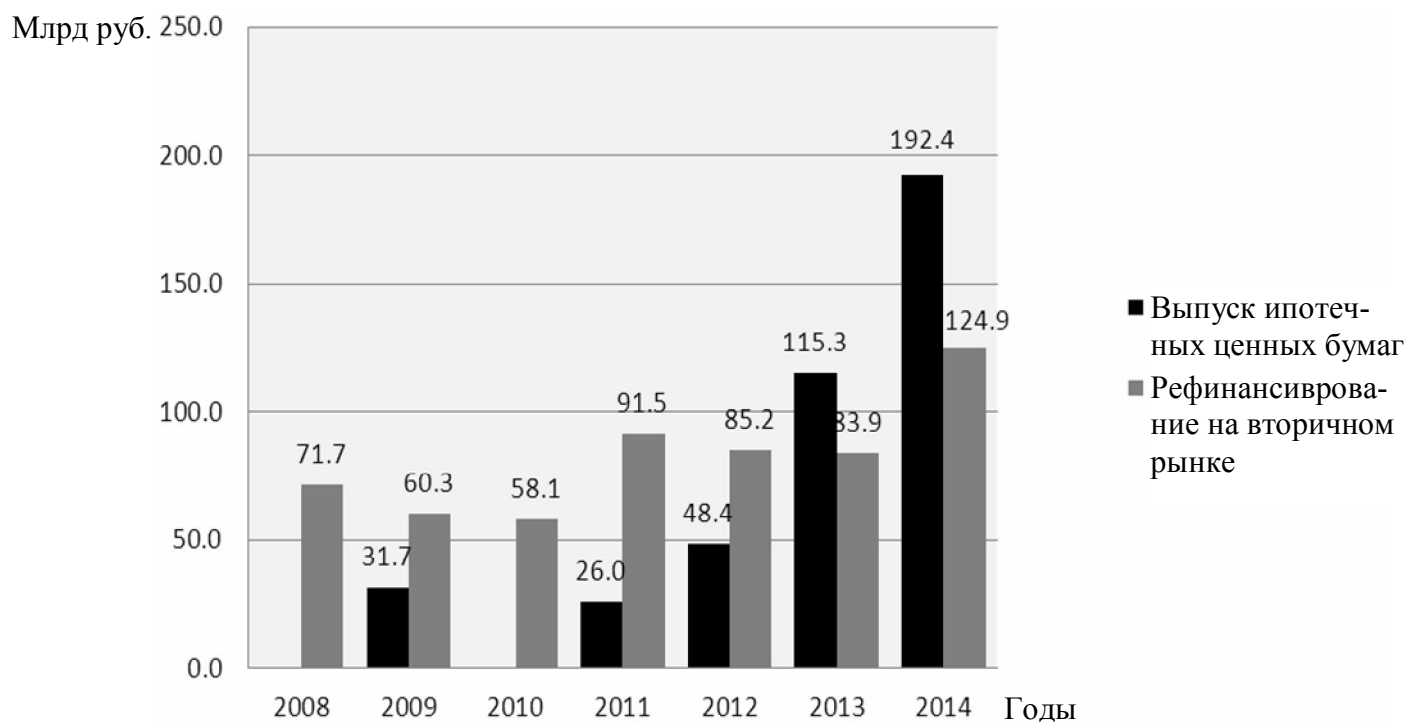


Рисунок 2.7 - Объемы рефинансирования ипотечных жилищных кредитов на вторичном рынке и выпуска ипотечных ценных бумаг кредитными организациями в РФ

Проведенное сравнение подтверждается на практике освоением все большим количеством кредитных организаций технологии секьюритизации и существенным ростом объемов выпускаемых ипотечных ценных бумаг, которые в 2013 г. превзошли объемы рефинансирования на вторичном рынке⁵⁴. Эта тенденция продолжилась в 2014 г.

⁵³ Митин Е.А. Влияние секьюритизации ипотечных кредитов на финансовый результат деятельности кредитной организации : автореф. дис. ... канд. экон. наук / РЭУ им. Г.В. Плеханова. - М., 2011. - 25 с.

⁵⁴ Сучков А. Ю. Альтернативы фондированию ипотеки за счет привлечения денег с рынка капиталов нет. - Режим доступа: <http://bankir.ru/publikacii/s/andrei-suchkov-alternativy-fondirovaniyu-ipoteki-za-schet-privlecheniya-deneg-s-rynka-kapitalov-net-10003261/#ixzz2eZAx2dSw> (дата обращения: 10.09.2013).

Рассмотрим основных участников данного рынка в посткризисный период и инфраструктурные решения, которые применялись ими на практике. Одним из пионеров внутреннего рынка облигаций с ипотечным покрытием стал банк "ВТБ 24", осуществивший в 2009 г. эмиссию облигаций с сохранением ипотечно-го покрытия на балансе, а также секьюритизацию ипотечного портфеля общим объемом 29,47 млрд руб. Средневзвешенная ставка привлечения средств для банка составила 10% годовых. В 2010 г. происходило накопление ипотечных портфелей кредитными организациями, поэтому новых размещений облигаций не было запланировано. В результате состоялось всего одно размещение облигаций с ипотечным покрытием ЗАО "Ипотечный агент АИЖК 2010-1" на сумму 13 546 млн руб., структура которого состояла из двух старших траншей объемом 6 млрд руб. каждый со ставкой купона 9% годовых. Эмиссия облигаций с ипотечным покрытием с сохранением актива на балансе кредитной организации в 2011 г. составила 15 млрд руб. В эмиссии участвовали банки "Дельтакредит", "Юникредит" и "ВТБ 24". Стоит отметить, что подобный подход является продолжением политики привлечения ресурсов данными кредитными организациями, активно размещающими собственные корпоративные облигации на российском фондовом рынке. Распространение практики секьюритизации привлекло новых эмитентов в лице банков "Возрождение" и "ГПБ-Ипотека".

Общий объем новых размещений корпоративных облигаций в 2012 г. составил 1220 млрд руб., размещенных ценных бумаг с ипотечным покрытием - 68,3 млрд руб., или 5,5% общего объема долгового рынка. В 2012 г. семь эмитентов осуществили эмиссию ценных бумаг по сравнению с четырьмя в 2008 г. Значимой тенденцией можно считать выход на рынок кредитных организаций из среднего сегмента, таких как "Инвестторгбанк", Азиатско-Тихоокеанский банк, "Кредит Европа банк". Объем эмиссии облигаций с ипотечным покрытием через секьюритизацию, составивший 37,4 млрд руб. в 2012 г., более чем в 3 раза превысил объем выпущенных облигаций с сохранением ипотечного покрытия на балансе кредитной организации, составивший 11 млрд руб.

В 2013 г. 11 кредитных организаций провели размещения облигаций с ипотечным покрытием на сумму 115,3 млрд руб., из них 33,3 млрд руб. выпущено с баланса кредитных организаций, а 82 млрд руб. составила секьюритизация. Наибольший объем облигаций общим объемом 44,8 млрд руб. разместил банк "ВТБ 24", из которых 18,3 млрд руб. эмитированы банком с сохранением ипотечного покрытия на балансе. "Дельтакредит" произвел 3 эмиссии общим объемом 15 млрд руб., 2 размещения осуществил "Абсолют Банк", участвующий в Программе поддержки ипотечного рынка Внешэкономбанка. "Стратегия развития ипотечного рынка до 2030 года", принятая Правительством РФ, делает особый акцент на развитие рынка ипотечных ценных бумаг, в частности института секьюритизации. В соответствии с планом реализации стратегии "в долгосрочной перспективе до 60 % рынка будет фондироваться через выпуск ипотечных ценных бумаг"⁵⁵.

Помимо роста объемов размещений, российский рынок секьюритизации в 2013 году характеризовался качественным развитием структуры проводимых размещений и использованием дополнительных мер снижения кредитного риска. При дебютном размещении облигаций "Ипотечного агента Фора" (АКБ "ФОРА-БАНК") объемом 1,13 млрд руб. АИЖК было предоставлено поручительство по облигациям с ипотечным покрытием. Кроме того, в рамках данной сделки АИЖК выступило резервным сервисным агентом, обязуясь принять портфель закладных на основное сопровождение в случае несостоятельности основного сервисера. Этим была осуществлена двойная защита владельцев облигаций, гарантирующая непрерывность денежного потока для инвесторов. Подобное усиление кредитного качества позволило кредитной организации избежать дополнительных расходов в качестве премии за риск и ликвидность. Размещаемый объем старшего транша составил 868,7 млн руб., что существенно меньше среднерыночного показателя, но благодаря используемой структуре ставка купона равнялась 8,75% годовых.

Проведенное размещение Транскапиталбанком через ЗАО "Ипотечный агент ТКБ-1" объемом 4,1 млрд руб. ознаменовало расширение практики повы-

⁵⁵ Об утверждении Стратегии развития ипотечного жилищного кредитования в РФ до 2030 года: распоряжение Правительства РФ от 19.07.2010 г. № 1201-р. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

шения кредитного качества облигаций с ипотечным покрытием через механизм страхования ипотечного покрытия. Страховая компания АИЖК обеспечила ипотечное страхование по всем секьюритизированным ипотечным ссудам. В соответствии с договором страховка покрывает до 100% основной суммы кредита, проценты, начисленные на остаток основной суммы за максимальный период в 24 месяца, а также расходы на обращение взыскания на предмет залога в сумме не более 5% от остатка основного долга. Договор ипотечного страхования заключается между специальным юридическим лицом и страховой компанией АИЖК. Также АИЖК выступило в качестве резервного сервисного агента. Используемые меры позволили существенно снизить ставку купона по облигациям - до 8% по сравнению с диапазоном 8,5-9,2% по аналогичным размещениям без использования подобного механизма. Кроме облигаций с ипотечным покрытием, на российском фондовом рынке начинают обращаться ипотечные сертификаты участия. Ипотечный сертификат участия (ИСУ) - именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, переданных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, а также иные права, предусмотренные Федеральным законом "Об ипотечных ценных бумагах"⁵⁶.

При осуществлении сделки ипотечное покрытие передается коммерческим банком в доверительное управление управляющей компании, выпускающей ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие право долевой собственности, после чего банк осуществляет продажу ИСУ инвесторам, получая денежные средства. Выплату доходов инвесторам осуществляет управляющая компания.

Выдача ипотечных сертификатов участия может производиться только коммерческими организациями, имеющими лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, а также кредитными ор-

⁵⁶ Об ипотечных ценных бумагах : федер. закон № 152-ФЗ. [ред. от 29.12.2012 г.].

ганизациями. При выпуске ИСУ со стороны кредитной организации достигаются те же цели, что и при классической секьюритизации: рефинансирование выданных ипотечных кредитов путем их действительной продажи, передача кредитного риска инвесторам, трансформация структуры баланса и снижение риска ликвидности. Однако, в отличие от секьюритизации, в данном случае банк лишается возможности получения дополнительного процентного дохода.

ИСУ не рассматривается как эмиссионная ценная бумага в рамках текущего законодательства, поэтому процедура выпуска заметно упрощается, что отражается на сокращении сроков подготовки сделки. Кроме того, данный вид рефинансирования позволяет значительно сократить издержки, связанные с выпуском сертификатов, по сравнению с классической секьюритизацией. В частности, отсутствует плата государственной пошлины за регистрацию проспекта эмиссии (таблица 2.12).

Таблица 2.12 - Сравнительная характеристика ипотечных сертификатов участия и облигаций с ипотечным покрытием

Ценная бумага	Преимущества	Недостатки
ИСУ	Короткие сроки реализации сделки, высокая доходность сертификатов, низкая стоимость выпуска	Потеря процентной маржи, низкий уровень защиты вложений
Облигация	Сохранение процентной маржи для банка, высокая надежность инвестирования, возможность включения в Ломбардный список ЦБ РФ	Высокие издержки эмиссии, длительность подготовки сделки

Первой сделкой по выпуску ИСУ на российском рынке стал ИСУ-1, обращающийся на Московской бирже, организованный банком "Образование" под управлением "ГФТ Капитал". Средневзвешенная доходность по пулу ипотечных сертификатов участия составила 12,7% годовых, а объем выпуска - 1,25 млрд руб. Ипотечные сертификаты участия можно включать сразу в высший котировальный список в случае, если размер ипотечного покрытия превышает 500 млн руб.⁵⁷

⁵⁷ Сайт Московской биржи (режим доступа: www.moex.ru).

Включение в котировальный список А первого уровня позволяет НПФ приобретать данные ценные бумаги в свои портфели.

Вышесказанное и проведенный автором анализ указывают на то, что развитие рынка ипотечных ценных бумаг сдерживается несколькими причинами.

1. Высока доля досрочных погашений в общем объеме выдаваемых кредитов. При высоких ставках по ипотечным кредитам заемщики стремятся снизить свои затраты. В таких условиях инвестору становится трудно рассчитать дюрацию выпускаемых облигаций и эффективную доходность.

2. Высока стоимость эмиссии облигаций с ипотечным покрытием и осуществления сделки секьюритизации. Осуществление сделки секьюритизации требует привлечения большого количества участников - рейтинговых агентств, андеррайтеров, ипотечного агента, организаторов займа, услуги которых требуют соответствующей оплаты. Для небольших и средних банков, имеющих небольшие объемы портфелей, эмиссия облигаций становится просто нерентабельной.

3. Недостаточна ликвидность вторичного рынка облигаций с ипотечным покрытием. Участникам облигационного рынка сложно реализовывать стратегии с облигациями с ипотечным покрытием из-за неопределенной дюрации и низкой ликвидности. Участвующие в первичных размещениях организации зачастую держат облигации на балансе до погашения, соответственно снижается объем облигаций в обращении, что отражается на ликвидности выпуска. При этом львиную долю объемов облигаций приобретают АИЖК и ВЭБ, обладающие значительными долгосрочными ресурсами и активно способствующие развитию первичного рынка облигаций с ипотечным покрытием.

4. Недостаточен объем ипотечных портфелей у большинства участников рынка. Средний рентабельный объем размещаемых облигаций с ипотечным покрытием составляет 3 млрд руб. По данным ЦБ РФ, банки, занимающие места с 201-го по 500-е, по размеру активов обладают задолженностью по ипотечным кредитам в рублях в размере 48 524 млн руб. по состоянию на 1 января 2014 г., т.е. в среднем 196 млн руб. на одну кредитную организацию, осуществляющую

выдачу ипотечных жилищных кредитов, а для организаций, занимающих места с 500-го и ниже, средний размер портфеля составляет всего 34 млн руб. Для сравнения: средний размер портфеля средних банков, занимающих с 51-го по 200-е место по размеру активов, составляет 1 419 млн руб.

Учитывая рыночную конъюнктуру, снижение интереса участников рынка к программам рефинансирования АИЖК, были произведены коррективы в долгосрочную программу развития АИЖК. Наблюдательный совет АИЖК 18 июня 2013 г. одобрил изменения в стратегию, в соответствии с которой АИЖК в период с 2013 по 2018 г. создает условия для решения следующих задач с целью развития рынка ипотечного кредитования:

- 1) повышение устойчивости деятельности мелких и средних originаторов за счет диверсификации источников финансирования;
- 2) развитие инфраструктуры рынка ипотечного кредитования и повышение уровня конкуренции на рынке инфраструктурных услуг;
- 3) снижение спреда между привлечением ресурсов на вторичном рынке ипотечного кредитования и ставкой для конечного заемщика.

Решить поставленные задачи призвана Кредитная ипотечная платформа (КИП), или Система среднесрочного кредитования под залог ипотечных кредитов. Данная платформа направлена на поддержание финансовой составляющей цикла сделок секьюритизации, на создание непрерывного денежного потока в целях развития рынка ипотечного жилищного кредитования.

В рамках платформы организация - партнер АИЖК осуществляет кредитование кредитной организации, выдающей ипотечные кредиты. В рамках кредиторов могут выступать крупные кредитные организации, зарубежные компании, институциональные инвесторы, включая Центральный банк. Срок кредитования устанавливается на срок от 6 до 12 месяцев, что достаточно для накопления ипотечного портфеля и подготовки сделки секьюритизации. По истечении срока кредита кредитная организация-заемщик погашает задолженность перед кредитором за

счет средств, привлеченных в процессе осуществления секьюритизации, либо путем выкупа пула закладных АИЖК⁵⁸.

В конце 2013 г. Национальная фондовая ассоциация и Агентство по ипотечному жилищному кредитованию представили совместно разработанные стандарты по депозитарному учету закладных. Эти стандарты устанавливают требования к закладной, к месту ее хранения, выдачи и передачи по счетам депо и в залог. Данные стандарты призваны дополнить систему стандартизированного краткосрочного кредитования под залог ипотечных активов в части обеспечения контроля и повышения прозрачности движения закладных⁵⁹.

В условиях недостаточной капитализации российских банков и дефицит долгосрочных финансовых ресурсов развитие ипотечного кредитования сталкивается с серьезными препятствиями. Являясь источником дешевого финансирования, фондовый рынок может способствовать снижению ставок по ипотечным кредитам в банках, осуществляющих секьюритизацию. Приток ликвидности на российский рынок может позволить отечественным банкам размещать облигации по более низким ставкам, ориентируясь на спрос со стороны иностранных инвесторов.

Несмотря на отсутствие широкого использования секьюритизации кредитными организациями, можно констатировать, что она прочно вошла в финансовую практику в РФ и доказала свою эффективность. Анализ применения моделей рефинансирования ипотечных кредитов в России позволил автору сделать вывод, что секьюритизация обладает рядом неоспоримых преимуществ по сравнению с остальными инструментами рефинансирования.

⁵⁸ Система стандартизированного краткосрочного кредитования под залог ипотечных активов - Кредитная Ипотечная Платформа (КИП). - Режим доступа: <http://www.ahml.ru/ru/participants/project/cck>.

⁵⁹ Носкова Е. У депозитариев появились стандарты учета закладных // Российская газета. - 2013. - 19 нояб.

1. Секьюритизация позволяет получить доступ к рынку капитала и решить проблему сбалансированности активов и пассивов, это сказывается на улучшении значений нормативов Н1 и Н4⁶⁰.

2. В отличие от обычной продажи пулов ипотечных кредитов на вторичном рынке, секьюритизация позволяет банку сохранить клиентскую базу, комиссионные доходы от сервизинга, а также процентную маржу.

3. В долгосрочной перспективе секьюритизация дает возможность значительно увеличить доходность имеющихся у банка финансовых ресурсов.

⁶⁰ Об обязательных нормативах банков : инструкция Банка России от 03.12.2012 г. № 139-И: [в ред. указания Банка России от 25.10.2013 г. № 3097-У]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

Глава 3 ПЕРСПЕКТИВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ В РФ

3.1 Коллективная секьюритизация

в развитии ипотечного жилищного кредитования в региональных банках

Региональные банки в РФ осуществляют свою деятельность преимущественно на территории отдельно взятых регионов, ориентируясь на специфику социально-экономического развития территории присутствия и потребности местного населения. Продуктовая линейка региональных банков часто адаптирована к потребностям местных клиентов, что отличает данный вид кредитных организаций от других. В РФ на законодательном уровне не рассматривается определение "региональный банк", поэтому традиционно при проведении исследований к категории региональных банков относят кредитные организации, зарегистрированные и осуществляющие свою деятельность на территории какого-либо субъекта РФ. Вместе с тем, рассмотрение данного вида кредитных организаций в составе подсистемы банковской системы РФ необходимо с точки зрения оценки влияния региональных банков на развитие региональной экономики, в том числе в разрезе отдельных секторов. Современные авторские подходы различаются в определении регионального банка по его основным характеристикам.

В частности, О.И. Лаврушин⁶¹ под региональным банком понимает банки, обслуживающие, главным образом, местных клиентов одного региона, а также банки, удовлетворяющие потребности определенного города.

⁶¹ Банковское дело : учебник / под ред. О.И. Лаврушина. - 2-е изд., перераб. и доп. - М. : Финансы и статистика, 2001. - С. 21.

М.Ш. Сагитдинов, Р.Х. Марданов, И.Р. Кощегулова⁶², к региональным банкам относят "кредитную организацию, принимающую активное участие своими банковскими услугами в развитии экономики конкретного региона, выполняющую в рамках банковского законодательства определенные функции экономического регулирования региона...".

По мнению И.Н. Рыковой и Е.В. Андреяновой⁶³, необходимо выделение следующих признаков, позволяющих отличить региональный банк от других кредитных организаций, осуществляющих свою деятельность в регионе:

- 1) корни формирования собственного капитала лежат в регионе;
- 2) пассивы банка формируются в основном за счет средств населения и юридических лиц региона;
- 3) реализация банковских услуг осуществляется на рынке региона;
- 4) банк независим от финансовых ресурсов инорегиональных банков.

Исходя из описанных предпосылок, И.Н. Рыкова и Е.В. Андреянова определяют, что региональный банк - это организация, осуществляющая финансово-посреднические специализированные операции на территории региона с целью развития его экономики и зависящая от финансового состояния юридических и физических лиц данного региона.

По мнению В.Н. Ендроновой и Н.П. Елисеева, региональным следует считать такой банк, чья деятельность ориентирована на работу преимущественно в определенном экономическом регионе, в котором зарегистрирован головной офис данного банка. Кроме того, авторы мотивируют необходимость выделения региональных банков в отдельную группу "историческими особенностями их формирования, организационно-экономическими и институциональными условиями деятельности, качественным отличием экономических характеристик региональных банков от прочих банков Российской Федерации"⁶⁴.

⁶² Сагитдинов М.Ш., Марданов Р.Х., Кощегулова И.Р. О необходимости системного подхода к разработке концепции развития банковской системы России // Деньги и кредит. - 2001. - № 7. - С. 25-26.

⁶³ Рыкова И.Н., Андреянова Е.В. Региональные банки как основа финансово-кредитной системы отдельной территории // Труд и социальные отношения. - 2011. - № 6.

⁶⁴ Ендропова В.Н., Елисеева Н.П. Особенности российских региональных банков // Финансы и кредит. - 2007. - № 24. - С. 71.

Знание особенностей развития региональной экономики дает таким банкам конкурентные преимущества перед другими кредитными организациями. Следовательно, региональный банк предоставляет рынку только те услуги, которые являются наиболее востребованными в рамках данного региона. Несмотря на значение региональных банков для банковской системы региона и сильные позиции на рынке банковских услуг, большую часть этих кредитных организаций можно отнести к группе малых и средних банков.

Региональные банки активно используют программы рефинансирования операторов вторичного рынка, однако такой вид деятельности лишает кредитные организации большей части доходов, а также конкурентных преимуществ перед другими кредитными организациями. Ипотечное жилищное кредитование как направление развития бизнеса в региональных банках занимает небольшую часть активных операций ввиду ограниченной долгосрочной ликвидности, поэтому доля рынка данных организаций невысока. Использование секьюритизации позволяет решить проблемы с ликвидностью в региональных банках при сохранении процентных доходов, однако ее использование в классическом виде недоступно по ряду следующих причин.

1. Региональные банки не обладают достаточными объемами ипотечных портфелей. Объем эмиссии облигационного займа напрямую влияет на премию ликвидности в определении купонной ставки. Кроме того, чем больше объем выпуска, тем выше эффективность транширования сделки, поскольку снижается влияние просроченной задолженности по отдельным ипотечным кредитам в покрытии. В результате стоимость привлечения ресурсов в процентном выражении резко повышается при небольших объемах эмиссии, что приводит к нерентабельности сделки секьюритизации.

2. Высокая стоимость организации сделки секьюритизации. Подготовка сделки секьюритизации требует привлечения большого числа участников, у которых общие транзакционные расходы на оплату услуг могут составлять до 30 млн руб., что является обременительной суммой для малых и средних банков.

3. Низкие рейтинги региональных банков. Рейтинг originатора оказывает существенное влияние на конечный рейтинг выпускаемых облигаций, напрямую влияющий на определение купонной ставки в процессе эмиссии. В этой связи региональные банки оказываются в невыгодном положении по сравнению с крупными кредитными организациями.

Стоит отметить, что в мировой практике распространены сделки секьюритизации, позволяющие нескольким кредиторам объединить свои кредитные портфели в единый пул. Подобное объединение является выгодным для кредитных организаций, обладающим небольшими портфелями, которые в совокупности составляют необходимую для рентабельного выпуска ценных бумаг величину обеспечения. Чем больше банков участвуют в сделке, тем больше возможности по формированию пула однородных ипотечных жилищных кредитов, поскольку однородность объединяемых портфелей является важным условием реализации сделки секьюритизации. Для инициаторов сделки подобная структура позволяет секьюритизировать максимальный объем ипотечных жилищных кредитов, что было бы невозможным при индивидуальной секьюритизации. Кроме того, участвующие в сделке кредитные организации оплачивают транзакционные издержки пропорционально при ее подготовке, что положительно сказывается на доступности секьюритизации для небольших кредитных организаций, которые в основном представлены региональными банками⁶⁵.

Заметим, что в экономической литературе подобные сделки рассматриваются в составе классической секьюритизации, поэтому их функции отдельно не выделяются. Актуальность развития секьюритизации в РФ как инструмента рефинансирования ипотечных кредитов обуславливает необходимость ее подробного рассмотрения применительно к региональным банкам.

Х. Бэр рассматривает данный процесс как секьюритизацию нескольких originаторов через спецюрлицо, которое образовано специально для выполнения данной функции и носит определение мультиоригинаторного юрлица (multi-

⁶⁵ Малахов С.В. Транзакционные издержки, экономический рост и предложение труда // Вопросы экономики. - 2003. - № 9.

originator vehicle), или мультипродающего юрлица (multi-seller vehicle) (MSV)⁶⁶. Согласно определению Бэра, MSV - это специальный способ структурирования сделок секьюритизации активов, при котором активы приобретаются спецюрлицом (SPV) у нескольких компаний (оригинаторов), иногда инкорпорированных даже в разных странах. Используя эту конструкцию (MSV), несколько оригинаторов могут осуществить единый выпуск ценных бумаг под свои активы.

Подобную трактовку также предлагают S.L. Schwarcz⁶⁷ и S. Davis⁶⁸, акцентируя внимание на участии нескольких оригинаторов в сделке. Они дифференцируют спецюрлиц в зависимости от количества оригинаторов, иницирующих сделку, при этом не внося изменений в классификацию видов секьюритизации.

Можно констатировать, что зарубежные исследователи отмечают инфраструктурное отличие мультиоригинаторного подхода от классической секьюритизации при сохранении признаков и функций секьюритизации.

В программе приобретения облигаций с ипотечным покрытием Агентства по ипотечному жилищному кредитованию используется определение мультиоригинаторной сделки⁶⁹. При данном подходе к определению мультиоригинаторной сделки она является частным случаем секьюритизации, при которой в сделке участвует несколько оригинаторов.

С точки зрения структуры, мультиоригинаторная сделка требует координации действий нескольких оригинаторов как в процессе подготовки сделки, так и в процессе ее сопровождения. До момента эмиссии координирующую функцию выполняет организатор сделки, а в процессе обращения выпущенных бумаг - мастер-сервисер, который осуществляет контроль за действиями всех участвующих оригинаторов, выполняет функции резервного сервисера при отсутствии возмож-

⁶⁶ Бэр Х.П. Секьюритизация активов. - М. : Волтерс Клувер, 2006. - 27 с.

⁶⁷ Schwarcz Steven L. The Alchemy of Asset Securitization // Stanford Journal of Law. Business & Finance. - 1994. - P. 136.

⁶⁸ Davis S. Securitization - Verbriefung von Bankenforderungen. Stuttgart: Dt. Sparkassen-Verl, 2001.

⁶⁹ Программа ОАО "Агентство по ипотечному жилищному кредитованию" по приобретению облигаций с ипотечным покрытием (базовые условия). Режим доступа: http://ahml.ru/common/img/uploaded/files/participants/polit/icb/icb_base_1109.pdf (дата обращения: 07.07.2013).

ности производить платежи по ипотечному покрытию кем-либо из сервисеров, а также занимается подготовкой консолидированной отчетности для участников сделки.

Наиболее важным с точки зрения успешности мультиоригинаторной сделки является этап инициации сделки, в рамках которого происходит начальное обсуждение условий сделки между различными оригинаторами. При этом определяющим фактором в успешности инициации выступает доверие участников сделки друг к другу, поскольку при обсуждении происходит интеграция кредитных организаций с целью выработки консолидированного решения. Следовательно, этот процесс выходит за рамки инфраструктурной составляющей, которой является мультиоригинаторная сделка.

В процессе обсуждения банки согласовывают доли участия в общем объеме ипотечного покрытия, определяют распределение издержек по сделке, утверждают организатора и других участников сделки. В процессе подготовки сделки происходит обмен опытом, сближаются стандарты предоставления и обслуживания ипотечных кредитов. Следовательно, у банков-партнеров появляется возможность совместного позиционирования на рынке ипотечного кредитования. Таким образом, выполняется важнейшая функция - интеграционная.

Сущность интеграционной функции заключается в установлении партнерских отношений между участниками сделки, что позволяет наиболее эффективно осуществить мультиоригинаторную сделку на взаимовыгодных условиях, а также усилить позиции участников на рынке ипотечного кредитования. В остальном реализация мультиоригинаторной сделки позволяет банкам-участникам решить те же задачи, которые решает классическая секьюритизация: рефинансирование ипотечного портфеля, повышение ликвидности баланса, получение дополнительной прибыли, страхование рисков ипотечного портфеля. Однако при этом существенно расширяется инвестиционная география рынка ипотечных ценных бумаг и создаются новые инвестиционные инструменты.

Интеграционная функция предоставляет также возможность использования инструментов синтетической секьюритизации несколькими кредитными организациями для решения аналогичных задач, что вызывает необходимость выделения отдельного вида секьюритизации с точки зрения классификации (глава 1).

Учитывая, что в процессе инициации, подготовки, реализации сделки и ее сопровождения участники принимают ряд коллективных решений, данную разновидность секьюритизации предлагается назвать коллективной. В зависимости от финансовых инструментов, используемых в процессе коллективной секьюритизации, различаются и ее функции, при этом реализация подобных сделок при балансовой секьюритизации невозможна (таблица 3.1).

Таблица 3.1 - Функциональная составляющая различных видов секьюритизации

Выполняемая функция	Виды секьюритизации		
	Классическая	Синтетическая	Балансовая
Рефинансирование	+	-	-
Страхование рисков	+	+	-
Управление ликвидностью	+	+	+
Получение дополнительной прибыли	+	+	+
Инвестиционная	+	+	+
Интеграционная*	+	+	-

* Для коллективной секьюритизации.

Если исходить из данной классификации, мультиоригинаторная сделка является частным случаем коллективной секьюритизации при реализации классической секьюритизации активов несколькими кредитными организациями. По нашему мнению, коллективная секьюритизация представляет собой реализацию инструментов классической либо синтетической секьюритизации в рамках интеграции нескольких кредитных организаций.

Стоит отметить, что именно использование коллективной секьюритизации помогает решить обозначенные проблемы, препятствующие использованию секьюритизации региональными банками:

1) объединение портфелей позволит обеспечить минимально необходимый объем для рентабельного выпуска ценных бумаг;

2) разделение издержек по организации сделки существенно снизит объем затрат для банков-участников;

3) рейтинг выпущенных облигаций может быть оценен на порядок выше рейтинга кредитных организаций при условии высокого качества портфеля.

Помимо возможности предоставления доступа к секьюритизации через использование данного механизма, текущее состояние рынка ипотечного кредитования и банковской системы дополнительно определяют следующие предпосылки для функционирования коллективной секьюритизации ипотечных активов:

1) диспропорции в размере активов между крупными банками и большим количеством малых банков;

2) существенные размеры вторичного рынка ипотечного кредитования, отражающие потребность малых кредитных организаций в рефинансировании;

3) развитые региональные банковские системы, являющиеся основой интеграции малых и средних банков.

С точки зрения функционирования в России модели коллективной секьюритизации, важным становится деятельность оператора вторичного рынка в процессе становления данной модели. Среди программ АИЖК на поддержку небольших originаторов направлены:

- программа по предоставлению поручительств по ипотечным ценным бумагам;
- промежуточное финансирование (целевые займы), предоставляемое на накопление ипотечного покрытия и завершение сделок секьюритизации;
- мультиоригинаторная платформа;
- программа по приобретению облигаций с ипотечным покрытием⁷⁰.

Заметим также, что ведется работа над запуском новой для российского рынка услуги мастер-сервиса, которая заключается в подготовке отчетности для участников сделки и в контроле качества работы нескольких субсервисеров в рамках одной сделки. Мастер-сервисер должен будет сводить воедино информа-

⁷⁰ Щеглов А. АИЖК. Рефинансирование ипотечных кредитов в новые инструменты АИЖК // Энциклопедия российской секьюритизации. - СПб. : Сбондс.ру ; Русипотека, 2014.

цию, получаемую от нескольких сервисов, контролировать качество обслуживания кредитного пула и распределять денежный поток (при необходимости). Также мастер-сервис позволит повышать и сохранять на хорошем уровне рейтинг старшего транша ипотечных ценных бумаг.

Первая в РФ сделка по модели коллективной секьюритизации объемом 3 млрд руб. была проведена в декабре 2013 г.⁷¹ В выпуске приняли участие Дальневосточный ипотечный центр, Агентство по ипотечному жилищному кредитованию Кемеровской области, Красноярский краевой фонд жилищного строительства и Новосибирское областное агентство ипотечного кредитования. В этой сделке АИЖК исполнило сразу несколько функций: предоставлено поручительство по старшему траншу, апробирована мультиоригинаторная платформа организации подобных сделок, было гарантировано размещение старшего транша облигаций. Структурно сделка состояла из старшего транша объемом 2 614,712 тыс. облигаций класса А, 82,924 тыс. бондов класса Б номиналом 1 тыс. руб., а также нескольких младших траншей классов В1, В2, В3, размещаемых в пользу участников сделки с последовательной очередностью погашения после исполнения обязательств по старшим траншам. Таким образом, было обеспечено распределение доходов и обязательств между участниками сделки.

Процесс реализации сделки коллективной секьюритизации во многом повторяет сделку классической секьюритизации, однако задействует несколько оригинаторов, что обуславливает наличие еще одного этапа - этапа обсуждения сделки между потенциальными оригинаторами. Рассмотрим основные этапы реализации коллективной секьюритизации региональными банками, учитывая особенности региональных банков и важность их интеграции для решения задачи фондирования ипотечного жилищного кредитования в регионе.

В рамках первого (организационного) этапа на основе интеграционной площадки происходит обсуждение параметров будущей сделки, определяются состав банков-участников, возможные объемы сделки, рассматриваются вопросы и

⁷¹ Состоялась первая российская мультиоригинаторная сделка секьюритизации ипотечных активов. - Режим доступа: <http://www.ludipoteki.ru/news/index/section/securitization/subsection/issuance-of-mortgage-bonds/entry/multioriginatornaya-sdelka-sekyuritizacii/#view>.

пожелания будущих участников с привлечением внешних консультантов. Важным итогом первого этапа становится формирование рабочей группы из представителей банков-оригинаторов, которая осуществляет дальнейшее взаимодействие в рамках подготовки сделки.

На следующем (подготовительном) этапе рабочая группа выполняет следующие функции:

- проводит мониторинг и предлагает на утверждение руководству банков-участников организатора сделки;
- осуществляет взаимодействие с мастер-сервисером по интеграции документооборота, утверждению форм и сроков отчетности, порядку разрешения споров;
- синхронизирует работу IT-платформ банков - участников сделки по предоставлению необходимых данных мастер-сервисеру;
- осуществляет мониторинг в соответствии с графиком накопления пула кредитов банками - участниками сделки;
- осуществляет взаимодействие с организатором по подготовке проспекта эмиссии будущего размещения;
- осуществляет обсуждение и утверждение предложений организатора: специального депозитария, аудитора, налогового и юридического консультанта, управляющей и бухгалтерской компаний ипотечного агента, расчетного агента, резервного сервисера.

Мастер-сервисер на данном этапе осуществляет взаимодействие с рабочей группой по вышеперечисленным вопросам, а также проводит мониторинг на предмет однородности и качества пула закладных банков - участников сделки. Организатор представляет на утверждение рабочей группе других участников сделки, осуществляющих подготовку размещения ценных бумаг, хранение пула закладных и деятельность ипотечного агента, а также контролирует заключение договоров и расчеты с данными участниками. Кроме того, организатор собирает заявки инвесторов для приобретения выпускаемых облигаций, при необходимости назначая андеррайтеров размещения.

По итогам подготовительного этапа должны быть заключены договоры со всеми участниками сделки, произведена полная синхронизация IT-платформ, накоплен необходимый объем пула кредитов, зарегистрирован проспект эмиссии в регистрирующем органе, создан ипотечный агент, юридически закреплены права, обязанности и ответственность сторон, а также порядок разрешения споров.

На третьем этапе (реализации сделки) происходит размещение ценных бумаг старшего транша среди инвесторов, ипотечное покрытие банков-оригинаторов передается на хранение в специальный депозитарий, средства от размещения облигаций поступают на счета банков-оригинаторов, младшие транши распределяются между оригинаторами, организатор регистрирует отчет о выпуске ценных бумаг, траншам выпущенных облигаций присваивается соответствующий рейтинг одним из ведущих рейтинговых агентств. Рабочая группа осуществляет контроль за размещением ценных бумаг и формирует отчет для руководителей банков-оригинаторов.

На четвертом (сопроводительном) этапе происходит сопровождение выпущенных облигаций, средства от заемщиков перечисляются сервисером расчетному агенту для последующего распределения по "водопаду платежей". Мастер-сервисер регулярно подготавливает отчеты о состоянии ипотечного покрытия, о распределении платежей банкам-оригинаторам. Отчеты обрабатываются рабочей группой. В рамках рабочей группы происходит решение спорных вопросов в процессе распределения денежных потоков либо возникновения дефолтов по закладным.

Недостаточный объем ипотечного портфеля у большинства участников является одним из сдерживающих факторов развития рынка ипотечных ценных бумаг в целом (глава 2). Стоит отметить, что наиболее активное использование рефинансирующих программ со стороны небольших кредитных организаций также отражается на более низких темпах роста задолженности по сравнению с крупными кредитными организациями.

Другими словами, именно отсутствие долгосрочных финансовых ресурсов не позволяет региональным банкам наращивать объем задолженности и извлекать больше прибыли из данного направления, несмотря на имеющуюся технологиче-

скую и организационную инфраструктуру. Именно общие особенности работы банков отдельного региона, наличие региональных банковских ассоциаций способствуют более тесной интеграции региональных банков. На основе проведенного выше анализа объемов портфелей участников рынка ипотечного жилищного кредитования можно утверждать, что объединение 3-4 небольших кредитных организаций позволит сформировать минимально рентабельный объем совокупного ипотечного портфеля для организации подобной сделки (таблица 3.2).

**Таблица 3.2 - Объемы ипотечных портфелей кредитных организаций в РФ
в группировке по размеру их активов***

В миллионах рублей

Место банков по размеру активов	Годы					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1-5	70394,5	76726,4	97019,4	144912,4	255315,6	372187,0
6-20	16260,0	14946,2	15691,2	20894,8	14978,7	17446,6
21-50	4370,9	3728,2	4117,7	4303,4	5640,3	6457,3
51-200	814,5	715,6	704,3	1031,8	1419,6	1579,0
201-500	157,9	91,2	138,1	162,8	197,3	221,2
501-	33,5	33,8	32,2	34,0	35,4	44,7
Итого	1393,6	1391,7	1504,4	1997,5	2810,1	3855,4

* Рассчитано по данным ЦБ РФ.

В качестве обоснования возможности применения коллективной секьюритизации в работе представлено исследование основных показателей эмиссии ценных бумаг, определяющих результативность ее проведения в сравнении с индивидуальной. В выборку для целей исследования были включены банки, имеющие допустимые значения объемов ипотечного портфеля из двух групп банков, согласно группировке ЦБ РФ:

51-200 – с объемом 1579 млн. руб.;

201-500-с объемом 221 млн. руб.

В целях формирования рекомендованного в российской практике эффективного объема эмиссии ценных бумаг в размере 3 млрд. руб. выборка дополнена двумя банками с промежуточными показателями объемов ипотечных портфелей (таблица 3.3).

**Таблица 3.3 - Сравнительная характеристика финансового результата
осуществления секьюритизации региональными банками РФ
при индивидуальной и коллективной секьюритизации (2013 г.)***

Показатель	Индивидуальная секьюритизация				Коллективная секьюритизация				
	№ 1	№ 2	№ 3	№ 4	Эмиссия	В т.ч. в разрезе банков			
						№ 1	№ 2	№ 3	№ 4
Размер портфеля, млн. руб.	1579	700	500	221	3000	1579	700	500	221
Единовременные Расходы, млн руб.	21	19	17	15	23,6	11,6	6,4	4,0	1,6
Купонная ставка, %	9,8	10,0	10,2	10,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Переменные расходы, млн руб.	7,0	5,0	4,5	4,0	12,3	6,2	3,2	2,1	0,8
Дополнительный доход, млн. руб.	35,0	14,9	9,5	3,4	73,9	38,2	17,8	12,7	5,1
Экономический эффект, млн руб.	7,0	-9,1	-11,9	-14,4	37,8	20,2	8,2	6,6	2,7

* Рассчитано по данным ЦБ РФ.

Таким образом, приведенные расчеты демонстрируют, что осуществление коллективной секьюритизации позволяет не только существенно повысить экономическую эффективность сделки для банка №1, но и подтверждает экономическую целесообразность для секьюритизации небольших портфелей. Для банков №2, №3, №4 применение коллективной секьюритизации позволит получить положительный финансовый результат в отличие от индивидуальной секьюритизации, при которой эти кредитные организации несут ощутимые потери.

Ипотечное жилищное кредитование важно не только как надежный источник дохода, но и как инструмент увеличения клиентской базы. Как правило, ипотечные заемщики пользуются и другими банковскими услугами, а также создают благоприятный для банка репутационный фон. На наш взгляд, коллективная секьюритизация как результат сотрудничества региональных банков может сыграть важную роль в развитии региональных банковских систем. Кроме того, географическая концентрация заемщиков позволяет существенно упростить процедуры андеррайтинга благодаря идентичности основных макроэкономических показателей.

Дополнительно реализация подобного проекта на региональном уровне открывает для кредитных организаций возможность совместного позиционирования на рынке ипотечного жилищного кредитования за счет проведения совместных маркетинговых акций, унификации продуктовой линейки на основе совместно выработанных стандартов. Подобные меры способны обеспечить увеличение объема кредитования и, как следствие, приток лояльной клиентской базы, что позитивно отразится на развитии сопутствующих бизнес-направлений. Одновременно увеличение объема ипотечного жилищного кредитования стимулирует развитие программ кредитования строительства жилья.

Коллективная секьюритизация позволит существенно повысить значение фондового рынка как источника рефинансирования ипотечных жилищных кредитов за счет синергетических свойств предлагаемого метода и вовлечения большого количества кредитных организаций. Помимо существенной экономии на этапе организации сделки (до 20 млн руб.), банк получает возможность увеличить оборачиваемость имеющихся финансовых ресурсов и, следовательно, повысить свои доходы. Этот эффект является экономическим синергизмом, который будет иметь положительные последствия (рисунок 3.1).

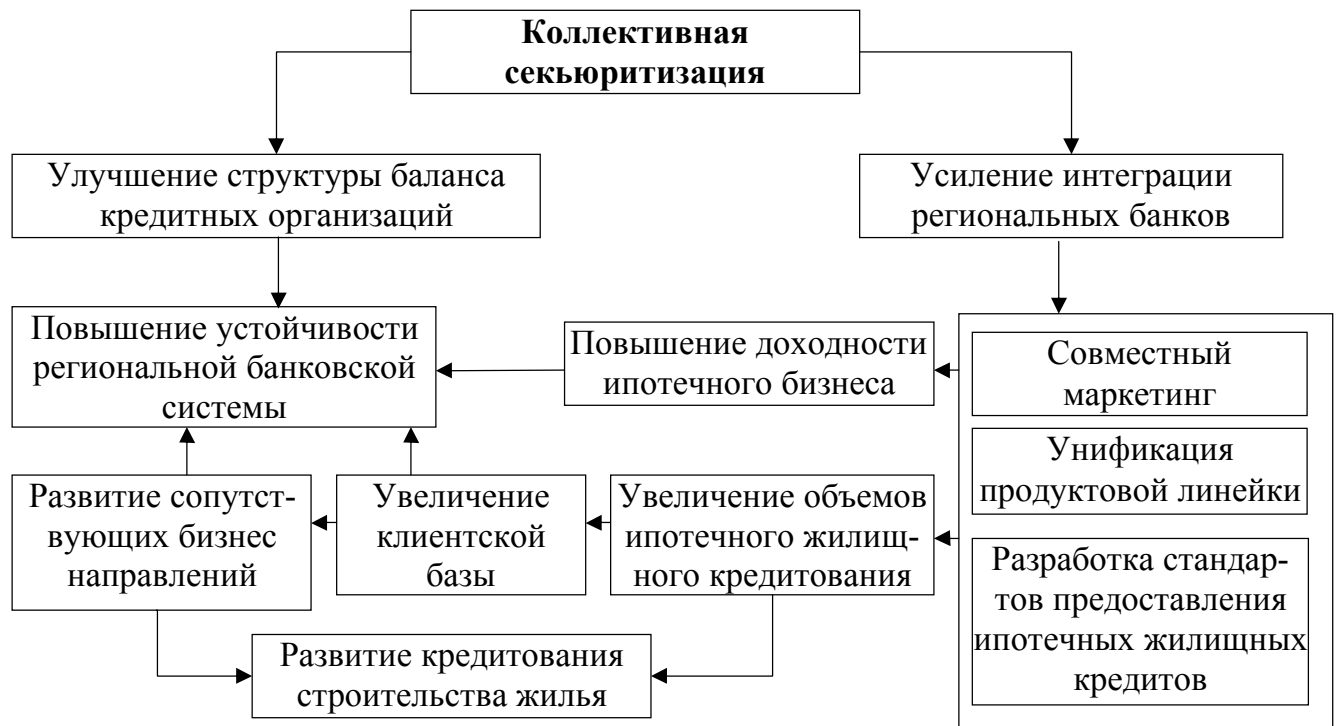


Рисунок 3.1 - Синергетический эффект применения коллективной секьюритизации региональными банками

В этих условиях лишь применение коллективной секьюритизации позволит региональным банкам усилить свои позиции на рынке ипотечного кредитования, являющегося ключевым направлением для планомерного и долгосрочного развития региональной банковской системы, а значит, и экономики региона в целом. Приоритетной задачей банковского сектора является вовлечение большего количества участников в процесс инициирования новых сделок коллективной секьюритизации.

Коммерческие банки, осуществляющие секьюритизацию на постоянной основе, стремятся максимально увеличить объемы кредитования с целью получения комиссионного дохода и накопления объема ипотечного портфеля. В случае применения коллективной секьюритизации региональными банками это приведет к увеличению их доли рынка, снижению концентрации рынка ипотечного жилищного кредитования и усилению его конкуренции. Вследствие улучшения условий предоставления кредитов снижается скорость досрочных погашений, что способствует стабилизации рынка облигаций с ипотечным покрытием. Улучшение параметров спроса на рынке облигаций вызывает сдвиг кривой доходности, что влечет за собой снижение ставок размещения облигаций с ипотечным покрытием и, как следствие, увеличение процентной маржи для банков-оригинаторов.

Следовательно, применение коллективной секьюритизации окажет многофакторное воздействие на снижение ставок по ипотечным жилищным кредитам за счет:

- 1) улучшения ресурсной составляющей малых кредитных организаций;
- 2) усиления конкуренции на рынке ипотечного жилищного кредитования;
- 3) насыщения рынка ипотечных ценных бумаг и снижения ставок размещения.

В результате композиционный эффект приведет к общему снижению ставок по ипотечным кредитам без потери доходов для банков, осуществляющих секьюритизацию. В частности, применение коллективной секьюритизации позволит снизить транзакционные издержки банков, предоставить доступ малым и средним банкам к рынку капиталов, увеличить процентную маржу и доходы для банков (рисунок 3.2).

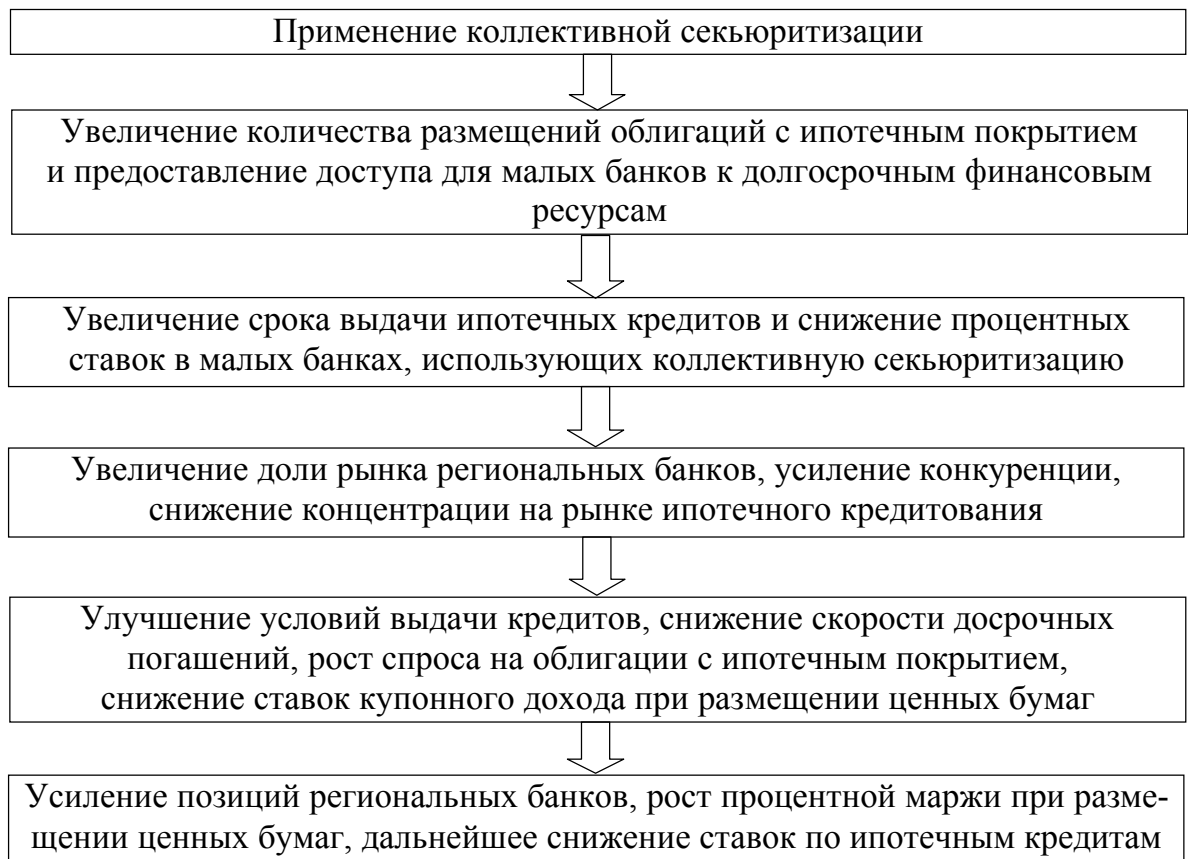


Рисунок 3.2 - Композиционный эффект влияния коллективной секьюритизации на рынок ипотечного жилищного кредитования

Из вышеизложенного можно сформулировать следующие утверждения:

1. Ипотечное жилищное кредитование является важным направлением развития розничного бизнеса, а усиление конкуренции в данном сегменте способствует улучшению условий кредитования для заемщиков с увеличением объемов выданных кредитов в конечном итоге.
2. Коллективная секьюритизация содействует интеграции банковского сообщества, развитию региональных банковских систем и рынка ипотечного жилищного кредитования в целом.
3. Постепенное развитие фондового рынка и увеличение количества эмиссий ипотечных ценных бумаг при применении коллективной секьюритизации positively скажутся на развитии рынка ипотечного жилищного кредитования.

3.2 Влияние инструментов денежно-кредитного регулирования ЦБ РФ на развитие секьюритизации ипотечных жилищных кредитов

Трансформация мировой финансовой системы, в том числе в условиях кризисных ситуаций, требует усиления роли центральных банков в обеспечении ликвидности банковского сектора и поддержки отдельных сегментов кредитного рынка, в частности рынка ипотечного жилищного кредитования. В то же время денежно-кредитная политика представляет собой основные направления, стратегию развития денежно-кредитных отношений на конкретный период времени⁷².

В этих условиях центральные банки ведущих стран (ФРС США, Банк Японии, ЕЦБ, Банк Англии) проводят политику "дешевых денег", в течение долгого времени удерживая учетные ставки на рекордно низких уровнях. В целях существенного увеличения ликвидности банковского сектора регуляторы активизировали проведение операций на открытом рынке. Данные операции сопровождались резким понижением процентных ставок в банковской системе и существенным увеличением объемов рефинансирования со стороны центральных банков. Отличием действий Банка Японии стало объявление целью своих интервенций увеличение уровня инфляции на уровне 2% год.

ФРС США преследовала цель снижения уровня безработицы и роста экономики, для чего ежемесячно на баланс ФРС приобретались облигации Федерального казначейства в размере 45 млрд долл. и облигации с ипотечным покрытием, выпущенные ипотечными агентствами в размере 40 млрд долл. в рамках третьей программы количественного смягчения (Quantitative Easing 3 (QE3))⁷³. Программа покупки активов ФРС США была максимальной по объемам по сравнению с поступками других центральных банков, поэтому представляет наибольший интерес для исследования ее воздействия на рынок ипотечного кредитования.

⁷² Тершукова М.Б. Денежно-кредитная политика государства и методы ее реализации в современных условиях. - СПб. : Изд-во Политехн. ун-та, 2009. - 129 с.

⁷³ Федеральная резервная система. - Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov.ru>.

Как отмечают многие эксперты, в последнее время на динамику процентных ставок на рынке облигаций воздействуют не столько экономическая конъюнктура и оценка кредитного риска, сколько активность центральных банков различных стран, оказывающих серьезное влияние в качестве крупных участников данного рынка. Демонстрацией подобной тенденции может являться динамика процентных ставок на облигации Казначейства США и ипотечных агентств, приобретаемых в процессе программ количественного смягчения (приложение В). Последовательная реализация программ количественного смягчения в США в течение трех лет обеспечила существенное снижение доходности по ипотечным ценным бумагам и, как следствие, по ставки по ипотечным жилищным кредитам. Это позволило увеличить доступность ипотечного кредитования для населения и восстановить спрос на жилье в США, что подтверждают многочисленные исследования.

В Европе главным посткризисным нововведением стало появление стандарта высококачественных обеспеченных ценных бумаг (Prime Collateralised Securities, далее - PCS). Сделки, соответствующие данному стандарту, обладают более высоким уровнем надежности благодаря дополнительным защитным мерам и процедурам оценки. Современная политика Европейского центрального банка направлена на повышение доверия со стороны инвесторов в инструменты секьюритизации и на увеличение объемов размещений со стороны банков-оригинаторов. По мнению аналитиков, хорошо функционирующий рынок секьюритизации в Европе позволит инвесторам диверсифицировать свои вложения и тем самым внесет вклад в улучшение условий финансирования для реальной экономики. Облигации, соответствующие стандарту PCS, используются кредитными организациями для привлечения ликвидности в операциях РЕПО с Европейским центральным банком. В дополнение к данному нововведению ЕЦБ провел несколько раундов долгосрочных операций рефинансирования (longer-term refinance operations - LTRO), в рамках которых он предоставлял долгосрочную ликвидность банковскому сектору под залог активов, в частности ипотечных⁷⁴.

⁷⁴ ECB launches targeted LTRO, intensifies preparation for ABS buys. - Режим доступа: <http://www.reuters.com/article/2014/06/05/us-ecb-ltro-idUSKBN0EG1TX20140605>.

Банк Англии также проводил операции на открытом рынке, дополнительно утвердив Funding for Lending Scheme (FLS) - программу целевого рефинансирования кредитных организаций для поддержки важных кредитных секторов - ипотечного кредитования, кредитования малого и среднего бизнеса⁷⁵. В рамках программы кредитная организация-участник получала доступ к рефинансированию в форме облигаций Казначейства Великобритании, которые можно было гибко использовать для управления ликвидностью кредитной организации. При этом лимиты рефинансирования увеличивались пропорционально росту кредитования. Стоит отметить, что наибольшее положительное воздействие эта программа оказала именно на рынок ипотечного жилищного кредитования.

Анализ мирового опыта демонстрирует, что для преодоления кризиса на рынке ипотечного жилищного кредитования центральными банками различных стран активно используются инструменты денежно-кредитного регулирования. При этом основным объектом воздействия для влияния на рынок является рынок ипотечных ценных бумаг. В России основная поддержка со стороны ЦБ РФ была оказана системообразующим банкам в соответствии с ФЗ № 173 от 13 октября 2008 г. "О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы РФ". Также существенно был расширен ломбардный список ценных бумаг и увеличен объем предоставления ликвидности через операции прямого РЕПО. Одновременно Центральный банк перешел к таргетированию инфляции, что позволило в течение нескольких лет снижать ставку рефинансирования.

В России рынок ипотечного жилищного кредитования проходит стадию поступательного развития. В процессе его становления основная задача по поддержанию развития рынка была возложена на АИЖК⁷⁶, в то время как основные направления денежно-кредитной политики ЦБ РФ были направлены на таргетирование инфляции, обеспечение ликвидности банковского сектора, на его стабили-

⁷⁵ News Release - Bank of England and HM Treasury announce launch of Funding for Lending Scheme. - Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/pages/news/2012/067.aspx>.

⁷⁶ Об Агентстве по ипотечному жилищному кредитованию : постановление Правительства РФ от 26.08.1996 г. № 1010. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

зацию⁷⁷. Как отмечают многие экономисты, в настоящий момент система рефинансирования ЦБ РФ не реализует своей стимулирующей функции. Представители Центрального банка уверены в тесной взаимосвязи ставок по ипотечным кредитам и уровня инфляции⁷⁸.

Однако на текущий момент чувствительность процентных ставок к изменению инфляционных рисков остается низкой (глава 2). Несмотря на определенные достижения данной политики по снижению инфляционного уровня в 2009-2013 гг., уровень процентных ставок по выдаваемым ипотечным жилищным кредитам находился на довольно высоком уровне. Основная причина высоких ставок по ипотечным жилищным кредитам в России сегодня вызвана необходимостью поддерживать существенный уровень процентной маржи кредитными организациями с целью компенсации рисков ликвидности. Также краткосрочный характер пассивов большинства участников рынка затрудняет выдачу кредитов на длительные сроки.

Поскольку рынок ипотечного жилищного кредитования является частью кредитного рынка, основные параметры ипотечного жилищного кредитования также подвержены воздействию со стороны денежно-кредитного регулирования. Поставленная перед ЦБ РФ задача со стороны Правительства РФ по снижению ставок по ипотечным жилищным кредитам активизировала внесение изменений в денежно-кредитную политику в части отраслевого регулирования и стимулирования развития рынка ипотечного кредитования. В этой связи большое внимание уделяется использованию различных инструментов денежно-кредитного регулирования в части воздействия на рынок ипотечного жилищного кредитования и на рынок ипотечных ценных бумаг.

В качестве одного из вариантов такого воздействия может служить использование положительного опыта программы FLS Банка Англии по расширению

⁷⁷ О Центральном банке Российской Федерации (Банке России) : федер. закон от 10.07.2002 г. № 86-ФЗ : [ред. от 04.11.2014 г.]. - Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_170640/?frame=6.

⁷⁸ ЦБ: ставка по ипотеке 8% реальна при инфляции в 5%. - Режим доступа: <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=6447105>.

лимитов рефинансирования кредитных организаций со стороны ЦБ РФ под залог ипотечных портфелей. Однако в сложившихся условиях ЦБ РФ не стремится увеличивать объемы прямого рефинансирования коммерческих банков. При этом инициатива банковского сообщества в форме обращения Ассоциации Региональных Банков в части предложений по операциям долгосрочного рефинансирования ипотечных портфелей с Банком России была отклонена в декабре 2014 г. ЦБ РФ сопровождал мотивирование данного отказа предложением к кредитным организациям активно использовать потенциал фондового рынка в части рефинансирования ипотечных портфелей путем развития секьюритизации⁷⁹.

Основная причина такого решения заключается в повышенной сложности анализа кредитных портфелей и повышенных рисках принятия таких портфелей на баланс Банка России, в необходимости выделения долгосрочных финансовых ресурсов для широкого круга кредитных организаций, обладающих различными рейтингами. В такой ситуации рефинансирование ипотечных портфелей становится неоднородным и преимущество получают крупные кредитные организации. Иными словами, реализация подобных действий требует от ЦБ РФ кардинальных изменений в политике рефинансирования кредитных организаций, что в условиях усиления концентрации и отзыва лицензий у большого числа кредитных организаций нереализуемо.

С точки зрения оптимального управления балансом ЦБ РФ и контроля размера средств, выделяемых с целью поддержки рынка ипотечного жилищного кредитования, стоит выделить целевое кредитование, которое может быть реализовано в рамках Кредитной ипотечной платформы АИЖК. Преимуществом данной программы является краткосрочный характер предоставления ликвидности, который может быть совмещен с возможностью установления предельных ставок предоставления ипотечных жилищных кредитов. Возвратность средств, осуществляемая за счет секьюритизации, позволяет интегрировать подобные действия с

⁷⁹ Режим доступа: [http://www.rbc.ru/rbcfreenews/54815983cbb20f57e695b487#\[lenta_body\]-\[news\]](http://www.rbc.ru/rbcfreenews/54815983cbb20f57e695b487#[lenta_body]-[news]).

рынком ценных бумаг, а также существенно снизить риски возвратности выделенных средств за счет гарантийного механизма со стороны АИЖК⁸⁰.

В то же время рефинансирование ипотечных ценных бумаг, выпущенных в процессе секьюритизации, через операции РЕПО дает возможность Банку России принимать в обеспечение ценные бумаги, прошедшие процедуру рейтингования со стороны рейтинговых агентств и обладающие дополнительными мерами кредитной защиты, а также позволяет гибко регулировать ликвидность банковского сектора через изменение объемов и сроков предоставления финансовых ресурсов. В рамках этих изменений одной из первых реализованных мер стало снижение начального размера дисконта по операциям РЕПО с ипотечными облигациями с 30 до 12,5%⁸¹. Снижение размера дисконта помогает кредитным организациям более эффективно рефинансировать приобретенные облигаций с ипотечным покрытием, что увеличивает спрос на данный вид активов, незначительно снижая купонные ставки по ипотечным облигациям в перспективе.

Довольно высокие темпы роста рынка ипотечного жилищного кредитования контрастировали с низкими темпами развития рынка ипотечных ценных бумаг. Несмотря на внесенные изменения, спрос на облигации с ипотечным покрытием со стороны кредитных организаций остается низким, что связано, в первую очередь, с особенностями нормативного регулирования. Привлекательность инвестирования в облигации с ипотечным покрытием в виде сравнительно высокой доходности облигаций с ипотечным покрытием (+ 0,5-0,7 п.п. по сравнению с аналогичными банковскими облигациями)⁸² и льготного налогообложения купонного дохода по облигациям с ипотечным покрытием (15% вместо 20% по корпоративным облигациям)⁸³ нивелируется некоторыми особенностями расчетов нормативов, установленных ЦБ РФ для кредитных организаций.

⁸⁰ Система стандартизированного краткосрочного кредитования под залог ипотечных активов - Кредитная ипотечная платформа (КИП). - Режим доступа: <http://www.ahml.ru/ru/participants/project/cck>.

⁸¹ Режим доступа: http://rusipoteka.ru/lenta/market/ipotechnaya_stavka.

⁸² Информационный портал (режим доступа: <http://cbonds.ru>).

⁸³ Налоговый кодекс Российской Федерации: Часть вторая : [принят 05.08.2000 г., № 117-ФЗ; в ред. от 28.12.2013 г. № 416-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

В соответствии с Положением "О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска" № 387-П от 28 сентября 2012 г. приоритетными для вложений являются ценные бумаги, по которым отсутствует рыночный риск либо существует низкий уровень риска, поскольку инвестиции в эти активы создают минимальное давление на капитал. Ценными бумагами с низким уровнем риска признаются бумаги, имеющие рейтинг, как минимум, двух из ведущих рейтинговых агентств не ниже "BBB-" по шкале агентства Standard&Poor's и Fitch или "Baa3" по классификации Moody's либо имеющие обеспечение исполнения обязательств в форме гарантии (банковской гарантии), поручительства юридического лица, обладающего соответствующими рейтингами⁸⁴.

На практике облигации с ипотечным покрытием выпускаются с одним рейтингом, чаще всего от агентства Moody's, вследствие чего признаются ценными бумагами со средним уровнем риска, что негативно сказывается на нормативе достаточности капитала Н1. Стоит отметить, что методики рейтинговых агентств при анализе рисков вложений в облигации с ипотечным покрытием во многом схожи, но не все имеют отдельно выделенные подразделения для работы с этими инструментами в России⁸⁵. Вместе с тем, облигации с ипотечным покрытием, выпущенные в процессе секьюритизации, обладают надежным обеспечением в виде ипотечного покрытия и дополнительных мер повышения кредитного качества, что существенно снижает рискованность их приобретения.

На наш взгляд, дополнительную защищенность инвесторов старшего транша наряду с подтверждением инвестиционного уровня вложений со стороны хотя бы одного рейтингового агентства можно считать достаточной для присвоения ипотечным облигациям низкого уровня риска. Внесение поправок в рассматриваемый нормативный акт в части отнесения облигаций с ипотечным покрытием в группу инструментов с низким уровнем риска позволит существенно увеличить

⁸⁴ Положение о порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска : [утв. Банком России 28.09.2012 г. № 387-П] : [ред. от 25.10.2013 г.]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru/search/?q=387-%D0%BF&x=0&y=0>.

⁸⁵ Кадук С. Sberbank CIB. Государственная поддержка рынка ипотечных облигаций в 2014 году // Энциклопедия российской секьюритизации. - СПб. : Сбондс.ру ; Рус-ипотека, 2014.

объем вложений кредитных организаций в данный вид активов и снизить ставки купонного дохода при первичных размещениях.

Конъюнктура процентных ставок, сложившаяся в результате существенного повышения ключевой ставки ЦБ РФ с 11,5 до 17%, отразилась на резком изменении доходности на рынке облигаций. Средние ставки доходности по облигациям с ипотечным покрытием выросли до 17-18,5% при ставках по выдаваемым ипотечным жилищным кредитам на уровне 13%. Дисбаланс высоких купонных ставок, определяемых при эмиссии облигаций с ипотечным покрытием, и низких ставок по ипотечным жилищным кредитам выводит финансовый результат новых сделок секьюритизации в глубоко убыточную зону.

Данное обстоятельство исключило возможность инициации новых сделок секьюритизации в ближайшей перспективе. Таким образом, не только подтверждается формула определения ставки купонной доходности по ипотечным ценным бумагам (глава 1), но и подчеркивается прямое влияние денежно-кредитного регулирования на развитие секьюритизации. Помимо этого, реализация Кредитной ипотечной платформы АИЖК также была приостановлена из-за зависимости цикла возврата получаемых кредитными организациями средств от состояния рынка секьюритизации.

Рынок ценных бумаг имеет исключительное значение как проводник денежно-кредитной политики ЦБ РФ в отношении ипотечного кредитования. В этом контексте рассмотрим механизм возможного воздействия на рынок ипотечных ценных бумаг со стороны ЦБ РФ. Основываясь на опыте центральных банков западных стран, можно констатировать, что наиболее эффективными инструментами являются операции на открытом рынке и операции прямого РЕПО с ипотечными ценными бумагами.

Как правило, операции на открытом рынке осуществляются в сегментах рынка облигаций, обладающих наибольшей емкостью и ликвидностью. В США такими сегментами являются государственные и облигаций с ипотечным покрытием, поэтому осуществление подобных операций в совокупности с низкими ставками по операциям рефинансирования привело к снижению ставок по выда-

ваемым ипотечным жилищным кредитам на первичном рынке, как было рассмотрено выше. Вследствие небольших размеров российского рынка ипотечных ценных бумаг реализация данного инструмента будет носить ограниченный характер.

Важнейшее значение имеет развитие операций РЕПО под залог ипотечных ценных бумаг, что может способствовать получению дополнительной ликвидности участниками ипотечного рынка. Именно данный вид операций во многом является источником формирования ресурсов облигационных портфелей кредитных организаций. Соответственно, условия заключения сделок РЕПО отражаются на доходности рынка облигаций. На текущий момент основным фактором воздействия на ставку по операциям РЕПО выступает ключевая ставка ЦБ РФ. На наш взгляд, только снижение ключевой ставки способно оказать существенное положительное воздействие на развитие секьюритизации в России. Однако, учитывая повышенные инфляционные и валютные риски, ключевая ставка может находиться на текущих уровнях продолжительное время.

В данной связи в целях поддержания развития секьюритизации в России за счет усиления спроса со стороны кредитных организаций - участников облигационного рынка предлагается включить облигации с ипотечным покрытием в отдельный список ценных бумаг для осуществления сделок прямого РЕПО с ЦБ РФ, а также установить по этим операциям пониженную ставку. В условиях нацеленности ЦБ РФ на снижение ставок по ипотечному кредитованию такая мера позволит кредитным организациям размещать облигации с ипотечным покрытием по ставкам ниже, чем по корпоративным облигациям. При этом инвесторы будут иметь возможность рефинансирования приобретенных ценных бумаг в ЦБ РФ по льготной ставке и получения дополнительной процентной маржи при реинвестировании полученных средств. Проведенный анализ структуры процентной ставки по ипотечным ценным бумагам дает возможность оценить влияние изменения ставки РЕПО на доходность ценных бумаг. В настоящий момент влияние изменения учетной ставки на доходность ипотечных ценных бумаг происходит линейно.

В случае снижения учетной ставки для операций РЕПО с облигациями с ипотечным покрытием следует ожидать аналогичного линейного снижения до-

ходности ценных бумаг. Предлагаемая нами структура определения ставки купонного дохода облигаций с ипотечным покрытием выглядит следующим образом:

$$S = OSRCB + PL + VVKR + PRDP, \quad (2)$$

где S – купонная ставка;

OSRCB - ожидаемая ставка рефинансирования ценных бумаг;

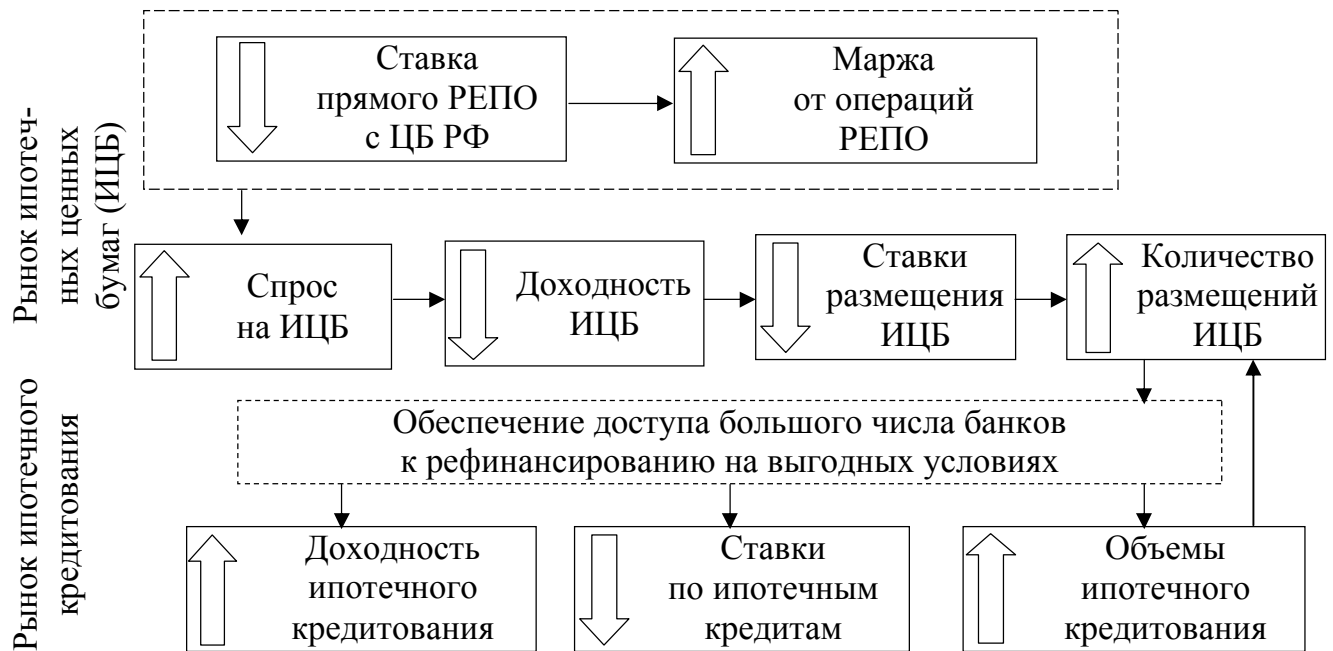
PL - премия за ликвидность;

VVKR - величина влияния кредитного рейтинга ценной бумаги;

PRDP - премия за риск досрочного погашения.

Однако формула определения процентной ставки не будет статичной в данном случае, поскольку последующее снижение ставок на первичном рынке ипотечного кредитования вызовет существенный рост объемов досрочного погашения ипотечных жилищных кредитов, а следовательно, ускоренную амортизацию облигаций с ипотечным покрытием, что, в свою очередь, увеличивает премию за риск досрочного погашения. Секьюритизация способствует устранению прямой зависимости между стоимостью депозитов и размером процентной ставки на финансовые инструменты, выпущенных на основе ипотечных активов.

Исходя из текущей премии в размере 0,5-0,7 п.п. можно ожидать удвоения данного показателя до 1,0-1,5 п.п. при существенном снижении ставок по ипотечным жилищным кредитам (более 3 п.п.) на первичном рынке. Одновременно этот процесс сказывается на кредитном качестве старших траншей, что нивелирует данное влияние, а увеличение объема торгов облигаций с ипотечным покрытием из-за повышения спроса со стороны инвесторов позволяет снизить премию за ликвидность ценных бумаг. Данные корректировки дают возможность производить расчеты исходя из изменения ставки РЕПО, что подтверждается данными из опыта западных стран. Рефинансирование ипотечных кредитов в таком случае выйдет за рамки процесса секьюритизации и приобретет форму инструмента реализации денежно-кредитной политики, направленной на реализацию стоящей перед ЦБ РФ задачи регулирования рынка ипотечного жилищного кредитования (рисунок 3.3).



**Рисунок 3.3 - Влияние снижения ставки РЕПО с ЦБ РФ
на рынок ипотечных ценных бумаг и ипотечного кредитования**

Таким образом, при рефинансировании ипотечных жилищных кредитов на основе секьюритизации достигается стабильное, долгосрочное, относительно недорогое рефинансирование и появляется возможность предоставлять долгосрочные ипотечные жилищные кредиты на выгодных для заемщиков условиях. При этом эффективность секьюритизации ипотечных активов распространяется не только на кредитные организации, она носит масштабный макроэкономический характер⁸⁶.

Разнообразие отмеченных инструментов дает возможность ЦБ РФ гибко варьировать используемые инструменты для достижения необходимых параметров. Использование данных мер позволит сформировать новую систему рефинансирования ипотечного кредитования в РФ, соединяющую модель секьюритизации и инструменты денежно-кредитного регулирования ЦБ РФ. В текущих условиях это создаст следующие предпосылки к развитию секьюритизации, ее стабилизации и масштабному функционированию в стране:

⁸⁶ Завьялова И.В. Роль секьюритизации в развитии ипотечного кредитования // Вестник Самарского государственного экономического университета. - Самара, 2008. - № 12 (50). - С. 44.

1) развитие модели секьюритизации и ее масштабного функционирования, позволяющее осуществлять более эффективное перераспределение финансовые ресурсы банковской системы РФ;

2) рост мотивации инвестирования свободного капитала в облигаций с ипотечным покрытием, значительно повышающий их ликвидность и инвестиционную привлекательность;

3) расширенные возможности эмиссии облигаций с ипотечным покрытием, существенно увеличивающие количество их размещений, обеспечивая широкий доступ к долгосрочным ресурсам, в том числе малым и средним кредитным организациям;

4) целевой подход при реализации актуальных направлений денежно-кредитной политики со стороны ЦБ РФ, что при наличии развитого рынка ипотечных ценных бумаг позволит существенно повысить эффективность инструментов денежно-кредитного регулирования для оказания воздействия на рынок ипотечного кредитования в целом;

5) улучшение условий рефинансирования посредством секьюритизации, снижение ставок купонного дохода при первичных размещениях ипотечных ценных бумаг, обуславливающие снижение процентных ставок по выдаваемым ипотечным кредитам и повышение доступности ипотечного кредитования для населения.

Постепенное развитие рынка капитала и увеличение количества выпусков ипотечных ценных бумаг позитивно скажутся на развитии рынка ипотечного кредитования⁸⁷.

⁸⁷ Савинова В.А., Файзуллин Т.Н. Развитие форм рефинансирования ипотечных кредитов в России // Вестник Самарского государственного экономического университета. - Самара, 2013. - № 9 (107). - С. 60.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Система ипотечного кредитования является основой стабильного рынка недвижимости, позволяющего решать ключевые социальные задачи в экономике. Значимость данного вида кредитования вызывает необходимость изучения его особенностей. Главной особенностью ипотечного кредитования является его залоговый характер. Ипотека позволяет обеспечить права кредитора, сохранность его вложений в случае неплатежеспособности заемщика. Надежность ипотечных кредитов привлекает многих участников кредитного рынка к данному виду бизнеса.

Основной задачей, которую должен решить кредитор, является фондирование выдаваемой ссуды. Ипотечные кредиты выдаются на длительный срок, что не всегда соотносится с краткосрочным характером пассивов кредитных организаций. Традиционные источники финансирования ипотечного жилищного кредитования (депозиты, выпуск долговых обязательств) накладывают определенные ограничения на развитие данного вида кредитования. При достижении предельных значений размера ипотечного портфеля либо дефицита финансовых ресурсов у кредитной организации возникает потребность в рефинансировании предоставленных ипотечных жилищных кредитов. В целях рефинансирования ипотечных жилищных кредитов кредитные организации используют различные финансовые инструменты и источники, исходя из специфики своей организационно-правовой формы, уставной деятельности, действующего законодательства.

Используемые подходы к рефинансированию изучаются в экономической литературе и выделяются в отдельные модели. Большинство авторов выделяют модель универсальных банков, модель ссудо-сберегательных организаций, одноуровневая модель специализированных ипотечных банков и двухуровневая модель вторичного рынка, основанная на секьюритизации.

В процессе анализа существующих моделей рефинансирования было выявлено, что доминирующий подход к выделению четырех моделей рефинансирования является неполным. В процессе исследования было обосновано разделение

двухуровневой модели на модель вторичного рынка и модель секьюритизации активов. Предпосылкой классификации моделей стало различие в формальной конструкции используемых инструментов рефинансирования.

В модели вторичного рынка рефинансирование ипотечных кредитов происходит в результате продажи ипотечного портфеля оператору вторичного рынка либо другому финансовому институту. Объектные отношения представляют собой взаимодействие первичного кредитора и рефинансирующей организации. В модели секьюритизации активов требования по ипотечным кредитам переуступаются SPV-компаниям, являющейся эмитентом ценных бумаг, которые реализуются на фондовом рынке, а средства от их продажи поступают первичному кредитору. В данном случае объектные отношения претерпевают изменения, а SPV-компания выполняет функцию связующего звена между широким кругом инвесторов фондового рынка и первичным кредитором. Обе модели существенно отличаются от модели ипотечных банков, также называемой одноуровневой, в которой ипотечный банк напрямую взаимодействует с фондовым рынком, выпуская ипотечные ценные бумаги от своего имени при этом сохраняя ипотечный портфель на балансе. На основании данных различий обоснована классификация моделей привлечения средств в систему ипотечного кредитования: выделены модели финансирования и модели рефинансирования.

С точки зрения функционирования кредитной организации, модель секьюритизации является наиболее оптимальной, поскольку сочетает в себе решение задач рефинансирования, управления ликвидностью баланса и улучшения значений банковских нормативов при сохранении клиентской базы и части процентных выплат от ипотечного покрытия. Важное условие развития модели - это присутствие широкого класса долгосрочных инвесторов на фондовом рынке.

Появление секьюритизации привело к новому витку развития финансового рынка, к обращению новых финансовых инструментов, потребовавших отдельного изучения и регулирования, но активно вошедших в практику. Ведущими рейтинговыми агентствами были разработаны собственные методики анализа и присвоения рейтингов бумагам, выпущенным в процессе секьюритизации. Различные

инструменты, позволяющие осуществить трансферт кредитного риска, были объединены в классе "синтетической секьюритизации". При этом ряд этих инструментов представляют собой деривативы, выпуск которых напрямую не влияет на структуру баланса originатора.

В процессе изучения сущности секьюритизации были рассмотрены подходы зарубежных и отечественных исследователей. Несмотря на активное использование указанного механизма на практике, среди экспертов нет единого подхода к данному определению и выполняемым функциям. На основании изученного можно сделать вывод, что большинство авторов рассматривают секьюритизацию как процесс лишь с точки зрения originатора. Секьюритизация позволяет решить проблему рефинансирования ипотечных кредитов, управлять ликвидностью коммерческого банка и снизить общий уровень принимаемого им риска; в отдельных случаях авторы выделяют возможность получения банком дополнительной прибыли.

Обращаемые ценные бумаги с ипотечным покрытием в развитых странах часто превышают объемы рынка корпоративных облигаций и давно стали одним из приоритетных направлений вложения средств со стороны институциональных инвесторов. Размещение средств в ипотечные ценные бумаги, выпущенные в процессе секьюритизации, имеет ряд преимуществ по сравнению с необеспеченными облигациями:

- высокие кредитные рейтинги ипотечных ценных бумаг;
- наличие обеспечения, а также дополнительных мер повышения кредитного качества;
- высокая доходность вложений;
- отделение от риска банкротства originатора.

Применение секьюритизации позволяет различным категориям инвесторов вкладывать значительные средства в ипотечные ценные бумаги, в связи с чем был сделан вывод, что секьюритизация выполняет инвестиционную функцию, посредством которой реализуется более эффективное перераспределение сбережений в инвестиции в финансовой системе.

Рынок ипотечного кредитования в РФ имеет высокую концентрацию, большая часть ипотечных кредитов выдается банками топ-20. Высокая капиталоемкость крупных участников рынка позволяет держать на балансе значительные объемы портфелей и выдавать кредиты на привлекательных для заемщиков условиях, что недоступно малым и средним банкам. Текущая задолженность отличается высокими темпами досрочных погашений, средний срок выдаваемых кредитов не превышает 15 лет из-за недостаточного развития инструментов рефинансирования, прежде всего секьюритизации.

В структуре рефинансирующих организаций в последние годы растет доля кредитных организаций, активно наращивающих ипотечные портфели. Несмотря на активность роста развития рынка ипотечных ценных бумаг, количество эмитентов невелико. Основными инвесторами в облигации с ипотечным покрытием являются государственные корпорации, задачей которых выступает поддержка рынка ипотечного кредитования, а также негосударственные пенсионные фонды, располагающие долгосрочными ресурсами. Инвестиции со стороны кредитных организаций, в первую очередь, сдерживаются нормативными ограничениями, в соответствии с которыми облигации с ипотечным покрытием создают дополнительную нагрузку в расчете норматива Н1.

Многоступенчатый характер и сложность осуществления секьюритизации вызывают необходимость участия большого количества сторон процесса, услуги которых требуют соответствующей оплаты за счет originатора. Высокие издержки делают размещение небольших выпусков нерентабельными. Обращение небольших выпусков характеризуется низкой ликвидностью, что приводит к требованию премии за ликвидность при размещении бумаг. Несмотря на выгоды, которые секьюритизация позволяет реализовать, малым и средним банкам РФ она недоступна.

В финансовой практике существует процесс, позволяющий участвовать нескольким небольшим originаторам совместно, объединяя свои портфели и разделяя между собой издержки по организации сделки секьюритизации. Терминологически данный процесс носит название мультиoriginаторной сделки, что счита-

ется частным случаем обычной секьюритизации. Вместе с тем, для функционирования подобной схемы необходимы принятие соглашения несколькими кредитными институтами, сближение их стандартов предоставления ипотечных кредитов, установление солидарной ответственности по обслуживанию дефолтных кредитов. Всеобъемлющий процесс интеграции кредитных организаций отличает данный процесс от обычной секьюритизации и выводит его на новый уровень подходов к оценке, что должно быть отражено и в терминологии. Исходя из экономических предпосылок, способствующих возникновению данного вида рефинансирования, автором дано определение коллективной секьюритизации, отражающее сущность процесса как самостоятельной модели.

Основным следствием становятся повышение доли рынка региональных банков и улучшение условий предоставления ипотечных кредитов. Снижения риска ликвидности оказывает положительное влияние на стабильность региональной банковской системы. Для полноценного развития данного сегмента фондового рынка необходимо вовлечение малых и средних банков в качестве эмитентов и оригинаторов. Применение коллективной секьюритизации направлено на повышение эффективности ипотечного кредитования как направления розничного бизнеса для основного количества участников ипотечной системы, имеющих небольшие по объему портфели. Данный способ рефинансирования позволит значительно увеличить количество размещений облигаций с ипотечным покрытием, обеспечив широкий доступ к долгосрочным ресурсам, в том числе для малых и средних кредитных организаций.

В процессе регулирования рынка облигаций с ипотечным покрытием огромное значение имеет позиция ЦБ РФ. Изучение возможностей сегментированного воздействия на этот сегмент финансового рынка путем установления выделенных условий при совершении кредитными организациями операций прямого РЕПО с Банком России продемонстрировало ключевую роль регулятора в дальнейшем развитии секьюритизации в России. Снижение ставки РЕПО по операциям с облигациями с ипотечным покрытием, входящим в Ломбардный список, ока-

зывает прямое воздействие на динамику доходности обращающихся ценных бумаг и ставки купонов при размещении новых облигаций.

Выделение данного вида облигаций в отдельный список для совершения операций РЕПО с пониженной ставкой позволяет ЦБ РФ оказывать прямое воздействие на улучшение условий предоставления ипотечных жилищных кредитов при сохранении основных параметров текущей денежно-кредитной политики. Кредитные организации получают стимул активнее использовать потенциал фондового рынка для эмиссии новых облигаций, а удешевление привлеченных средств отразится на снижении ставок по ипотечным кредитам.

Развитие ипотечного кредитования будет способствовать обновлению жилого фонда, что является приоритетной задачей государственной политики. В соответствии со "Стратегией развития ипотечного рынка до 2030 года" развитию рынка ипотечных ценных бумаг уделяется особое внимание. Коллективная секьюритизация может стать тем инструментом, который позволит решить задачу рефинансирования более 50% выдаваемых кредитов на фондовом рынке за счет синергетических свойств предлагаемого метода. Активное использование регионального подхода к коллективной секьюритизации позволяет реализовать композиционный эффект в масштабах всего рынка ипотечного жилищного кредитования.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Конституция Российской Федерации [Текст]: [принята всенар. голосовани-ем 12.12.1993 г.; в ред. от 30.12.2008 г. № 6-ФКЗ, № 7-ФКЗ] // Российская газета. 2009. 21 янв.
2. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) [Электронный ресурс]: [принят 30.11.1994 г. № 51-ФЗ; в ред. от 02.11.2013 г. № 302-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
3. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) [Электронный ресурс]: [принят 26.01.1996 г. № 14-ФЗ; в ред. от 28.12.2013 г. № 416-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
4. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть третья) [Электронный ресурс]: [принят 26.11.2001 г., № 146-ФЗ; в ред. от 28.12.2013 г. № 446-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
5. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть четвертая) [Электронный ресурс]: [принят 18.12.2006 г., № 230-ФЗ; в ред. от 23.07.2013 г. № 222-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
6. Градостроительный кодекс Российской Федерации [Электронный ресурс]: [принят 29.12.2004 г., № 190-ФЗ; в ред. от 23.12.2013 г. № 418-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
7. Жилищный кодекс Российской Федерации [Электронный ресурс]: [принят 29.12.2004 г., № 188-ФЗ; в ред. от 28.12.2013 г. № 417-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
8. Налоговый кодекс Российской Федерации: Часть первая [Электронный ре-сурс]: [принят 31.07.1998 г., № 146-ФЗ; в ред. от 28.12.2013 г. № 420-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
9. Налоговый кодекс Российской Федерации: Часть вторая [Электронный ре-сурс]: [принят 05.08.2000 г., № 117-ФЗ; в ред. от 28.12.2013 г. № 416-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

10. О банках и банковской деятельности [Электронный ресурс]: федер. закон от 02.12.1990 г., № 395-1: [в ред. от 2.07.2013 г. № 146-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
11. О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации [Электронный ресурс]: федер. закон от 28.07.2012 г. № 145-ФЗ: [в ред. от 28.12.2013 г. № 420-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
12. О внесении изменений в Федеральный закон "Об ипотечных ценных бумагах" [Электронный ресурс]: федер. закон от 29.12.2012 г. № 281-ФЗ. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
13. О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним [Электронный ресурс]: федер. закон от 21.07.1997 г. № 122-ФЗ: [в ред. от 21.12.2013 г. № 379-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
14. О жилищных накопительных кооперативах [Электронный ресурс]: федер. закон от 30.12.2004 г. № 215-ФЗ: [в ред. от 23.07.2013 г. № 251-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
15. О кредитных историях [Электронный ресурс]: федер. закон от 30.12.2004 г. № 218-ФЗ: [в ред. от 23.07.2013 г. № 251-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
16. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс]: федер. закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ: [в ред. от 28.12.2013 г. № 39-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
17. О Центральном банке Российской Федерации (Банке России) [Электронный ресурс]: федер. закон от 10.07.2002 г. № 86-ФЗ: [в ред. от 28.12.2013 г. № 410-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
18. Об инвестиционных фондах [Электронный ресурс]: федер. закон от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ: [в ред. от 23.07.2013 г. № 251-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
19. Об ипотеке (залоге недвижимости) [Электронный ресурс]: [федер. закон от 16.07.1998 г. № 102-ФЗ: [в ред. от 7.05.2008 г. № 101-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.

20. Об ипотечных ценных бумагах [Электронный ресурс]: федер. закон от 11.11.2003 г. № 152-ФЗ: [в ред. от 23.07.2013 г. № 251-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
21. Об организации страхового дела в Российской Федерации [Электронный ресурс]: закон РФ от 27.12.1992 г. № 4015-1: [в ред. от 28.12.2013 г. № 234-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
22. О содействии развитию жилищного строительства [Электронный ресурс]: федер. закон от 24.07.2008 г. № 161-ФЗ: [в ред. от 23.07.2013 г. № 239-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
23. Об оценочной деятельности в Российской Федерации [Электронный ресурс]: федер. закон от 29.07.1998 г. № 135-ФЗ: [в ред. от 23.07.2013 г. № 249-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
24. Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации [Электронный ресурс]: федер. закон от 30.12.2004 г. № 214-ФЗ: [в ред. от 28.12.2013 г. № 414-ФЗ]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
25. О бюджетной политике в 2014 - 2016 годах [Электронный ресурс]: бюджетное послание Президента РФ Федеральному Собранию от 13.06.2013 г. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
26. О мерах по обеспечению граждан Российской Федерации доступным и комфортным жильем и повышению качества жилищно-коммунальных услуг [Электронный ресурс]: указ Президента РФ от 07.05.2012 г. № 600. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
27. О мерах по развитию системы ипотечного кредитования в Российской Федерации [Электронный ресурс]: постановление Правительства РФ от 11.01.2000 г. № 28: [в ред. постановления Правительства РФ от 08.05.2002 г. № 302]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
28. О федеральной целевой программе "Жилище" на 2011-2015 годы [Электронный ресурс]: постановление Правительства РФ от 17.12.2010 г. № 1050:

- [в ред. постановления Правительства РФ от 12.10.2013 г. № 923]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
29. Об Агентстве по ипотечному жилищному кредитованию [Электронный ресурс]: постановление Правительства РФ от 26.08.1996 г. № 1010. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
 30. Об утверждении Стратегии развития ипотечного жилищного кредитования в РФ до 2030 года [Электронный ресурс]: распоряжение Правительства РФ от 19.07.2010 г. № 1201-р. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
 31. О введении в действие Международных стандартов финансовой отчетности и Разъяснений Международных стандартов финансовой отчетности на территории Российской Федерации [Электронный ресурс]: приказ Минфина России от 25.11.2011 г. № 160н: [в ред. от 18.07.2012 г. № 106н]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
 32. Об обязательных нормативах банков [Электронный ресурс]: инструкция Банка России от 03.12.2012 г. № 139-И: [в ред. указания Банка России от 25.10.2013 г. № 3097-У]. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>.
 33. Концепция развития унифицированной системы рефинансирования ипотечных жилищных кредитов в России [Электронный ресурс]: письма Минэкономразвития от 28.03.2005 г. № Д06-593, от 29.03.2005 г. № 3963-АШ/Д06. - Режим доступа: - <http://www.rusipoteka.ru>.
 34. Стратегия развития группы компаний "АИЖК" на 2011-2020 годы, [Электронный ресурс]: решение Наблюдательного совета ОАО "АИЖК" от 28.06.2011 г. (протокол № 10). - Режим доступа: <http://www.rusipoteka.ru>.
 35. Положение о порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска" [Электронный ресурс] : [утв. Банком России 28.09.2012 г. № 387-П] : [ред. от 25.10.2013 г.] - Режим доступа: <http://www.consultant.ru/search/?q=387-%D0%BF&x=0&y=0>.
 36. Программа ОАО "Агентство по ипотечному жилищному кредитованию" по приобретению облигаций с ипотечным покрытием [Электронный ресурс]. -

- Режим доступа: http://ahml.ru/common/img/uploaded/files/participants/polit/icb/icb_base_1109.pdf (дата обращения: 07.07.2013).
37. О Центральном банке РФ (Банке России) [Электронный ресурс] : федер. закон от 10.07.2002 г. № 86-ФЗ : [ред. от 04.11.2014 г.]. - Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_170640/?frame=6.
 38. О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы РФ [Электронный ресурс] : федер. закон от 13.10.2008 г. № 173. - Режим доступа: [http://rusipoteka.ru/lenta/market/ipotechnaya_stavka/http://www.rbc.ru/rbcfreenews/54815983cbb20f57e695b487#\[lenta_body\]-\[news\]](http://rusipoteka.ru/lenta/market/ipotechnaya_stavka/http://www.rbc.ru/rbcfreenews/54815983cbb20f57e695b487#[lenta_body]-[news]).
 39. Об ипотечных ценных бумагах [Электронный ресурс] : федер. закон от 11.11.2003 г. № 152-ФЗ : [ред. от 29.12.2012 г.] - Режим доступа: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=140388> (дата обращения: 19.08.2013).
 40. Показатели рынка ипотечного жилищного кредитования Банка России [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=ipoteka>.
 41. Проект Федерального закона "О строительно-сберегательных кассах" [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://dmitrieva.org/id157>.
 42. Стратегия развития ипотечного рынка до 2030 года. [Электронный ресурс]. - Режим доступа: http://ahml.ru/common/img/uploaded/files/agency/strateg_1201.pdf.
 43. Абрамова П.И. К вопросу об актуальности использования механизмов секьюритизации активов в России [Текст] / П.И. Абрамова. - М. : [б. и.], 2006.
 44. АИЖК обеспечило рекордные объемы на рынке ипотечных ценных бумаг в 2014 году [Электронный ресурс] : пресс-релиз АИЖК. - Режим доступа: <http://www.ahml.ru/ru/press/PR/index.php?id4=5811>.
 45. Александрова Н.В. Понятие и виды секьюритизации активов [Текст] / Н.В. Александрова // Рынок ценных бумаг. - 2007. - № 5 (245).

46. Аналитические материалы по ипотечному и жилищному кредитованию [Электронный ресурс] // Офиц. сайт "Агентства по ипотечному кредитованию и жилищному кредитованию". - Режим доступа: [http: www/ahml.ru](http://www/ahml.ru).
47. Андреянова Е.В. Региональные банки как основа-финансово-кредитной системы региона [Текст] / Е.В. Андреянова, И.Н. Рыкова // Труд и социальные отношения. - 2011. - № 6.
48. Анисимов А. История российской секьюритизации активов [Текст] / А. Анисимов, А. Ипполитов // РЦБ. - 2006. - № 11. - С. 47.
49. Асаул А.Н. Экономика недвижимости [Текст] / А.Н. Асаул. - СПб. : Питер, 2007. - 405 с.
50. Банковское дело [Текст] : справ. пособие / М.Ю. Бабичев [и др.]; под ред. Ю.А. Бабичевой. - М. : Экономика, 1995.
51. Банковское дело [Текст] : учебник / под ред. О.И. Лаврушина. - 2-е изд., перераб. и доп. - М. : Финансы и статистика, 2001.
52. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента [Текст] / И.А. Бланк. Киев : Эльга-Н : Ника-Центр, 2001.
53. Блэк Дж. Экономика. Толковый словарь [Текст] / Дж. Блэк ; ред. И.М. Осадчая. - М. : ИНФРА М : Весь Мир, 2000.
54. Борисов Е.Ф. Основы экономики [Текст] / Е.Ф. Борисов. - 2-е изд., испр. - М. : Дрофа, 2005.
55. Брусницын Е.А. Ипотечное жилищное кредитование на региональном рынке недвижимости [Текст] : дис. ... канд. экон. наук / Е.А. Брусницын. - Волгоград: ВАЭ, 2003.
56. Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов - инновационная техника финансирования банков [Текст] / пер. с нем. Ю.М. Алексеева, О.М. Иванова. - М. : Волтерс Клувер, 2007.
57. Вайн С. Опционы: полный курс для профессионалов [Текст] / С. Вайн. - М. : Альпина Бизнес Букс, 2007.

58. Васьков В.О. Предпосылки, принципы и пределы вмешательства государства в функционирование ипотечного рынка [Текст] / В.О. Васьков // Вестник МГПУ. - 2005. - № 4. - С. 256-259.
59. Википедия - свободная энциклопедия : информац. сайт [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://ru.wikipedia.org>.
60. Володин А.Г. Глобализация: истоки, тенденция, перспективы [Текст] / А.Г. Володин // Полис. - 1999. - № 5.
61. Володькова Л.В. Секьюритизация на рынке ценных бумаг [Текст] / Л.В. Володькова // Финансы и бизнес. - 2009. - № 3.
62. Госкомстат [Электронный ресурс] : офиц. сайт. Режим доступа: http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/IssWWW.exe/Stg/d05/1.htm.
63. Грязнова А.Г. Макроэкономика. Теория и российская практика [Текст]: учебник / А.Г. Грязнова ; Фин. акад. при Правительстве РФ. - 5-е изд., перераб. и доп. - М. : Кнорус, 2008.
64. Давыдова Н. Ипотечный рынок России: итоги и перспективы [Электронный ресурс] / Н. Давыдова // Недвижимость & Цены. - 2013. - № 7. - Режим доступа: <http://realty.dmir.ru/articles/33176>.
65. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран. - М. : Альпина Паблишер, 2008.
66. Дейли Ж.П. Банковское право США. [Текст] / Дейли Ж.П. - М. : [б. и.], 1992.
67. Дорофеев Д. Мировой рынок ABS: глобальное потепление [Текст] / Д. Дорофеев // CBonds Review. - 2012. - № 11.
68. Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ [Текст] / Э. Дэвидсон, Э. Сандэрс. - СПб. : Вершина, 2007.
69. Едророва В.Н. Особенности российских региональных банков [Текст] / В.Н. Едророва, Н.П. Елисеева // Финансы и кредит. - 2007. - № 24.
70. Завьялова И.В. Роль секьюритизации в развитии ипотечного кредитования [Текст] / И.В. Завьялова // Вестник Самарского государственного экономического университета. - Самара, 2008. - № 12 (50).

71. Ивакин И.В. Зарубежный опыт секьюритизации активов [Текст] / И.В. Ивакин // Сибирская финансовая школа. - 2007. - № 2. - С. 95.
72. Информационный сайт ИК "Финам" [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.finam.ru>.
73. Кадук С. Государственная поддержка рынка ипотечных облигаций в 2014 году. [Текст] / С. Кадук // Энциклопедия российской секьюритизации. - СПб. : Сбондс.ру: Русипотека, 2014.
74. Казаков А. Секьюритизация активов - эволюция института [Текст] / А. Казаков // РЦБ. - 2003. - № 19.
75. Карабанова К.И. Ипотечные ценные бумаги: понятия и виды [Текст] / К.И. Карабанова // Законодательство и экономика. - 2004. - № 9.
76. Киселева М.С. Классификация субъектов секьюритизации факторинговых активов и их роли в сделке. Экономические выгоды секьюритизации для участников сделки [Текст] / М.С. Киселева // Современная наука актуальные проблемы теории и практики. Серия "Экономика и Право". - 2012. - № 2.
77. Кияткина В.В. Теоретические основы современных моделей рефинансирования ипотечных кредитов [Текст] / В.В. Кияткина // Бизнес в законе. - 2010. - № 3.
78. Копейкин А.Б. Ипотечные ценные бумаги. [Текст] / А.Б. Копейкин, Н.Н. Рогожина, Ю.Е. Туктаров. - М. : Фонд "Институт экономики города", 2008.
79. Корнай Я. Трансформационный спад [Текст] / Я. Корнай // Вопросы экономики. - 1994. - № 3.
80. Кох И.А. особенности формирования краткосрочного спекулятивного портфеля ценных бумаг [Текст] / И.А. Кох // Российское предпринимательство. - 2009. - №8 Вып. 1(140). - с.141-146.
81. Лазорина Е. Секьюритизации в России [Текст] / Е. Лазорина, О. Якощук // Рынок ценных бумаг. - 2005. - № 23.
82. Малахов С.В. Трансакционные издержки, экономический рост и предложение труда [Текст] / С.В. Малахов // Вопросы экономики. - 2003. - № 9.
83. Масленченков Ю.С. Технология и организация работы банка: теория и практика [Текст] / Ю.С. Масленченков. - М. : Перспектива, 1998.

84. Масленченков Ю.С. Технология и организация работы банка: теория и практика [Текст] / Ю.С. Масленченков. - М. : Перспектива, 1998.
85. Маслов В.П. Расходы покупателей и скорость оборота при нелинейном финансовом осреднении. Законы эконофизики [Текст] / В.П. Маслов // Доклады РАН. - 2004. - Т. 396. - № 2.
86. Меньшикова А. Задачи и перспективы развития секьюритизации в России [Текст] / А. Меньшикова // Ипотека в России. - 2006.
87. Мерфи Д. Технический анализ фьючерсных рынков [Текст] / Д. Мерфи. - 1985.
88. Митин Е.А. Влияние секьюритизации ипотечных кредитов на финансовый результат деятельности кредитной организации [Текст] : автореф. дис. ... канд. экон. наук. / Е.А. Митин ; РЭУ им. Г.В. Плеханова - М. , 2011.
89. Московская биржа [Электронный ресурс] : офиц. сайт. - Режим доступа: www.moex.ru.
90. МСФО-39. Финансовые инструменты: признание и оценка [Электронный ресурс]. - Режим доступа: URL: <http://www.rambler.ru/massmedia>.
91. Носкова Е. У депозитариев появились стандарты учета закладных [Электронный ресурс] / Евгения Носкова // Российская газета. - 2013. - 19 нояб. - Режим доступа: <http://www.rg.ru/2013/11/19/zakladnie-site-anons.html>.
92. Обзор европейского рынка секьюритизации [Электронный ресурс] / ЮниКредит. - Режим доступа: http://www.xaia.com/uploads/media/Securitization_Guide_2013_Carry_On_pdf.
93. Показатели рынка жилищного кредитования. Сведения о жилищных кредитах, предоставленных кредитными организациями физическим лицам. [Электронный ресурс] / ЦБРФ. - Москва. - Режим доступа: <http://www.cbr.ru/statistics/Prtid=ipoteka>.
94. Показатели рынка ипотечного жилищного кредитования ЦБ РФ. [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=ipoteka> (дата обращения: 15.08.2013).
95. Раниери Л. Слухи со Стрит [Текст] / Lewis S. Ranieri // Wall Street Journal. - 1977. - № 2.

96. Рачкевич А.Ю. Секьюритизация: характерные признаки и определение [Текст] / А.Ю. Рачкевич, И.А. Алексеева // Деньги и кредит. - 2008. - № 8.
97. Региональная структура ипотечных жилищных кредитов, предоставленных в рублях с начала года заемщикам различных регионов [Электронный ресурс]. - Режим доступа: http://www.cbr.ru/statistics/UDStat.aspx?Month=01&Year=2013&TblID=4-9&pid=ipoteka&sid=ITM_11372 (дата обращения: 16.08.2013).
98. Резванова Л.М. Механизм секьюритизации в системе рефинансирования ипотечного кредитования [Электронный ресурс] / Л.М. Резванова // Банковское кредитование. - № 1. - 2008. - Режим доступа: http://www.reglament.net/bank/credit/2008_1_article.htm (дата обращения: 18.07.2013).
99. Роуз П.С. Банковский менеджмент [Текст] : пер. с англ. / П.С. Роуз. - М. : Дело, 1997.
100. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки [Текст] : учеб. пособие для вузов / Б.Б. Рубцов. - М. : Альпина Бизнес Букс, 2007.
101. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций [Текст] / Я.М. Миркин [и др.]. - М. : Альпина Бизнес Букс, 2004.
102. Рыкова И.Н. Региональные банки как основа финансово-кредитной системы отдельной территории [Текст] / И.Н. Рыкова, Е.В. Андреянова // Труд и социальные отношения. - 2011. - № 6.
103. Савинова В.А. Ипотечный кредит в системе финансово-кредитных отношений [Текст] / В.А. Савинова // Вестник Самарского государственного экономического университета. - Самара, 2012. - № 8 (94).
104. Савинова В.А. Развитие форм рефинансирования ипотечных кредитов в России [Текст] / В.А. Савинова, Т.Н. Файзуллин // Вестник Самарского государственного экономического университета. - Самара, 2013. - № 9 (107). - С. 60.
105. Сагитдинов М.Ш. О необходимости системного подхода к разработке концепции развития банковской системы России [Текст] / М.Ш. Сагитдинов, Р.Х. Марданов, И.Р. Кошегулова // Деньги и кредит. - 2001. - № 7.
106. Санникова Т. Секьюритизация - первый опыт [Текст] / Т. Санникова // РЦБ. - 2005. - № 5.

107. Селивановский А. Правовые риски ипотечного агента [Текст] / А. Селивановский // Хозяйство и право. - 2005. - № 8-9.
108. Семенюта О.Г. Анализ динамики финансовых потоков между банковским и другими секторами экономики [Текст] / Семенюта О.Г., Козлова С.Ю. // Банковское дело. - 2011- 11 (215).- С. 82-86.
109. Скопинцева Е. Ипотечный рынок полностью преодолел последствия кризиса [Электронный ресурс] / Е. Скопинцева // Экономика и жизнь. - 2013. - № 6 (9472). - Режим доступа: URL: <http://www.eg-online.ru/article/203056>.
110. Стругацкий И. Обслуживание ипотечных кредитов: "Подводные камни" [Текст] / И. Стругацкий // Рынок ценных бумаг. - 2005. - № 23-24.
111. Суворов Г. Секьюритизация активов с использованием кондуита [Электронный ресурс] // Открытая экономика. - Режим доступа: www.opres.ru.
112. Сучков А. Ипотечные ценные бумаги: международный контекст и российская перспектива [Текст] / А. Сучков // Энциклопедия российской секьюритизации. - 2013.
113. Сучков А.Ю. Альтернативы фондированию ипотеки за счет привлечения денег с рынка капиталов нет [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://bankir.ru/publikacii/s/andrei-suchkov-alternativy-fondirovaniyu-ipoteki-za-schet-privlecheniya-deneg-s-rynka-kapitalov-net-10003261/#ixzz2eZAx2dSw> (дата обращения: 10.09.2013).
114. Тавлуй А.А. Особенности и перспективы секьюритизации активов в России. [Текст] / А.А. Тавлуй, В.С. Семенова, Л.Д. Сангинова // Вестник молодых ученых СГЭУ. - 2007. - № 2.
115. Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями [Текст] : учеб. для вузов / Т.В. Теплова. - М. : ГУ ВШЭ, 2000.
116. Тершукова М.Б. Денежно-кредитная политика государства и методы ее реализации в современных условиях [Текст] / М.Б. Тершукова. - СПб. : Изд-во Политехн. ун-та, 2009.
117. Туктаров Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды [Текст] / Ю. Туктаров // Рынок ценных бумаг. - 2005. - № 16.

118. Усоскин В.М. Современный коммерческий банк: управление и операции. [Текст] / В.М. Усоскин. - М. : ВАЗАР - ФЕРРО, 1995.
119. Федеральная резервная система [Электронный ресурс]. - Режим доступа: - <http://www.federalreserve.gov.ru>.
120. Финансовые инструменты [Текст] / под ред. Ф. Фабоцци. - М. : Эксмо, 2010.
121. Фисюн О.А. Критерии пригодности финансовых активов [Текст] / Фисюн О.А. // Вестник Самарского государственного экономического университета. - Самара, 2010. - № 2 (64).
122. Хейр Л. Рынки ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и активами [Текст] / Л. Хейр. - М. : Альпина Бизнес Букс, 2007.
123. Цылина Г.А. Ипотека: Жилье в кредит [Текст] / Г.А. Цылина. - М. : Экономика, 2001.
124. Чикагская товарная биржа [Электронный ресурс] : офиц. сайт. - Режим доступа: www.cme.com.
125. Ширяев А.Н. Основы стохастической финансовой математики [Текст] / А.Н. Ширяев. - М. : [б. и.], 1998.
126. Шитов Н. Опыт секьюритизации российских активов [Текст] / Н. Шитов // РЦБ. - 2006. - № 22.
127. Щеглов А. Рефинансирование ипотечных кредитов: новые инструменты АИЖК [Текст] / А. Щеглов // Энциклопедия российской секьюритизации. - СПб. : Сбондс.ру: Русипотека, 2014.
128. Эмиссии ипотечных ценных бумаг. Выпуски ипотечных ценных бумаг (внутренняя и внешняя (трансграничная) секьюритизация) [Электронный ресурс]. - Москва. - Аналит. Агентство Русипотека. - Режим доступа: <http://www.rusipoteka.ru/issue.htm>.
129. Яблонская О.В. Секьюритизация банковских активов: Зарубежный опыт, перспективы развития в России [Текст] : дис. ... канд. экон. наук / О.В. Яблонская. - М., 2004.
130. Яковец Ю. Циклы и кризисы в российской экономике [Текст] / Ю. Яковец // Экономический вестник. - 1998. - № 1.
131. Якунин С.В. Типы стратегии банка на рынке ценных бумаг [Текст] /

- Якунин С.В.// Экономический анализ: теория и практика. 2013. № 19 (322). С. 31-44.
132. Ярощук О. Секьюритизация в России [Текст] / О. Ярощук, Е. Лазорина // Рынок ценных бумаг. - 2005. - № 23-24.
 133. Case Study: The Collapse of Lehman Brothers [Electronic resource]. - Mode of access: <http://www.investopedia.com/articles/economics/09/lehman-brothers-collapse.asp> (дата обращения: 22.07.2013).
 134. Davis S. Securitization - Verbriefung von Bankenforderungen [Text] / S. Davis. Stuttgart: Dt. Sparkassen-Verl., 2001.
 135. Diana Hancock & Wayne Passmore in Finance and Economics Discussion Series [Electronic resource] : Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). - 2014. Mode of access: <https://www.fedinprint.org/authors/dianahancock.html>.
 136. Jains E. How should we use entropy in economics? Some half-baked ideas in need of criticism [Text] / E. Jains. - N.Y., 1991.
 137. Key issues in structuring a synthetic securitisation transaction [Electronic resource] / E. Uwaifo, M. Greenberg, Uwaifo E. // Europe Securitisation and Structured Finance Guide 2001. - Mode of access: [http://www.sidley.com/db30/cgi-bin/pubs/Key%20Issues%20in%20Structuring%20\(Uwaifo\).pdf](http://www.sidley.com/db30/cgi-bin/pubs/Key%20Issues%20in%20Structuring%20(Uwaifo).pdf) (дата обращения: 22.07.2013).
 138. Lipson Jonathan C. Re: Defining Securitization / Lipson J.C. // Temple University Legal Studies Research Paper No. - 2013. - May.
 139. М. Де Сяр Секьюритизация финансовых активов [Текст] : курс лекций в СГЭУ. - Самара, 2009.
 140. Schwarcz S. L. The Alchemy of Asset Securitization [Text] / S.L. Schwarcz // Stanford Journal of Law. Business & Finance. -1994.
 141. Section 69 and 71. Consultative Document Asset Securitisation [Text] // Basel Committee on Banking Supervision, Supporting Document to the New Basel Capital Accord. 2001.

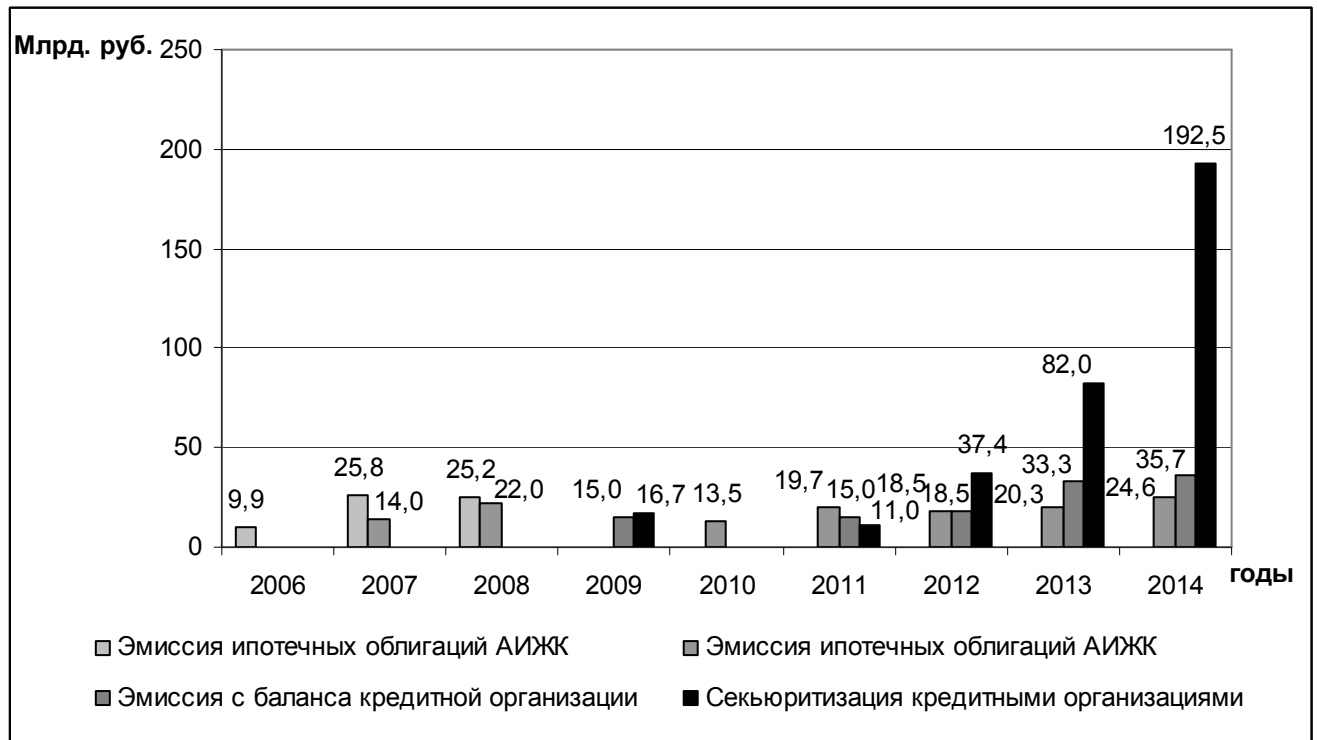
Приложение А

Показатели рынка ипотечного кредитования в РФ
(региональный разрез)

Показатель	Годы					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Мин. % ставка	11,5 Ненецкий АО	10,7 Респ. Удмуртия	9,8 Респ. Удмуртия	10,5 Респ. Удмуртия Курганская обл.	10,5 Курганская обл.	11,7 Курганская обл. Ненецкий АО
Макс. % ставка	14,0 Чеченская респ.	16,6 Еврейская АО	19,2 Респ. Алтай	12,9 Респ. Тыва	13,1 Респ. Кабардино-Балкария	12,9 Карачаево-Черкесская Респ., Алтай, Башкирия, Калмыкия
Средняя ставка по РФ	12,9	14,3	13,1	11,9	12,3	12,4
Мин. срок предоставления	129,5 Респ. Сев. Осетия - Алания	150,6 Еврейская АО	66,8 Респ. Алтай	141,5 Респ. Татарстан	154 Респ. Татарстан	158,2 Респ. Удмуртия
Макс. срок кредитования	279,4 Респ. Тыва	266,2 Курганская обл.	253,4 Курганская обл.	232,1 Ямало-Ненецкий АО	233,8 Ямало-Ненецкий АО	222,1 АО Югра
Средняя ставка по РФ	215,3	197,5	196,3	178,9	179,5	176,4

Приложение Б

Структура размещения облигаций с ипотечным покрытием российскими эмитентами



Размещение облигаций

**Таблица В1 - Проведенные размещения облигаций
с ипотечным покрытием кредитными организациями в 2009 г.**

Компания	Эмитент	Объем выпуска, млн руб.	Ставка купона старшего транша, %
ВТБ 24	С баланса банка	15 000	9,70
МБРР	ЗАО "Ипотечный агент МБРР"	Транш А: 1 906,9 Транш Б: 310,4	8,00
ВТБ 24	ЗАО "Национальный ипотечный агент ВТБ 001"	Транш А: 9 990,7 Транш Б: 2 027,1 Транш В: 2 461,5	10,50

**Таблица В2 - Проведенные размещения облигаций
с ипотечным покрытием кредитными организациями в 2011 г.**

Компания	Эмитент	Объем выпуска, млн. руб.	Ставка купона старшего транша, %
Банк Возрождение	ЗАО "Ипотечный агент Возрождение-1"	Транш А: 2 931 Транш Б: 1 140	8,95
Дельтакредит	С баланса банка	5000	8,33
ВТБ 24	С баланса банка	Транш А: 3 333,3 Транш Б: 1 666,7	9,00
ЮниКредит Банк	С баланса банка	5 000	8,20
ГПБ-Ипотека	ОАО "Ипотечная специализирован- ная организация ГПБ-Ипотека Два"	Транш А: 5 507 Транш Б: 1 553	7,50

**Таблица В3 - Проведенные размещения облигаций
с ипотечным покрытием кредитными организациями в 2012 г.**

Компания	Эмитент	Объем выпуска, млн. руб.	Ставка купона старшего транша, %
ВТБ 24	ЗАО "Ипотечный агент ВТБ24-1"	Транш А: 15 800 Транш Б: 2 800	8,70
Азиатско- Тихоокеан- ский банк	ЗАО "Ипотечный агент АТБ"	Транш А: 1 532 Транш Б: 510,62	8,75
Кредит Европа Банк	ЗАО "Ипотечный агент Европа 2012-1"	Транш А: 2 355 Транш Б: 703,41	8,00
Номос-Банк	ЗАО "Ипотечный агент НОМОС"	Транш А: 3 753 Транш Б: 1 251	8,75
Дельтакре- дит	С баланса банка	5 000	9,15
Инвесттор- гбанк	ЗАО "Ипотечный агент ИТБ-1"	Транш А: 2 400 Транш Б: 933,31	8,75
ВТБ 24	С баланса банка	Транш А: 4 000 Транш Б: 2 000	9,00
Банк Уралсиб	ЗАО "Ипотечный агент Уралсиб 01"	Транш А: 4 300 Транш Б: 1 075	8,75

**Таблица В4 - Проведенные размещения облигаций
с ипотечным покрытием кредитными организациями в 2013 г.**

Компания	Эмитент	Объем выпуска, млн руб.	Ставка купона старшего транша, %
Транс-капиталбанк	ЗАО "Ипотечный агент ТКБ-1"	Транш А:4118 Транш Б:458	8,00
Абсолют банк	ЗАО "Ипотечный агент Абсолют 2"	Транш А:6909 Транш Б:1316	8,90
ВТБ24	с баланса банка	Транш А: 8200 Транш Б: 4100	9,00
ВТБ24	ЗАО " Ипотечный агент ВТБ24-2"	Транш А:26300 Транш Б:2925	7,90
ХКФ банк	ООО "ХК Финанс"	5000	8,25
Инвест-торгбанк	ЗАО "Ипотечный агент ИТБ 2013"	Транш А:3000 Транш Б:529	9,00
ДельтаКредит	с баланса банка	5000	8,33
Банк "Открытие"	ЗАО "Ипотечный агент Открытие 1"	Транш А:3448 Транш Б:915	9,10
ДельтаКредит	с баланса банка	5000	8,45
Ханты-Мансийский банк	ЗАО "Ипотечный агент ХМБ-1"	Транш А:4950 Транш Б:1563	9,20
Пром-связьбанк	ЗАО "Ипотечный агент ПСБ 2013"	Транш А:2504 Транш Б:587	8,50
Райффайзенбанк	ЗАО "Ипотечный агент Райффайзен 01"	Транш А:4070 Транш Б:930	7,85
ВТБ24	с баланса банка	Транш А: 4000 Транш Б: 2000	9,00
Дельта Кредит	с баланса банка	5000	8,50
Банк Возрождение	ЗАО "Ипотечный агент Возрождение 2"	Транш А: 2960 Транш Б: 1040	8,50
Абсолют банк	ЗАО "Ипотечный агент Абсолют 1"	Транш А:9584 Транш Б:2703	9,20
Фора-Банк	ЗАО "Ипотечный агент Фора"	Транш А:869 Транш Б:259	8,75