

К вопросу о модели секьюритизации ипотечных активов на основе краткосрочных долговых ценных бумаг

© 2013 Шакирьянова Алсу Илдаровна

кандидат экономических наук

Казанский (Приволжский) федеральный университет

420008, г. Казань, ул. Кремлевская, д. 18

E-mail: alsu.shakiryanova@yandex.ru

С учетом анализа изученного зарубежного опыта, выявленных институциональных и функциональных особенностей и тенденций развития российского рынка ипотечных ценных бумаг, специфики инвестиционных характеристик ипотечных ценных бумаг предложена модель секьюритизации ипотечных активов.

Ключевые слова: ипотечные активы, секьюритизация, модель, краткосрочные долговые ценные бумаги.

Анализ экономической литературы выявляет следующие возможности альтернативных источников долгосрочного финансирования банковской системы: межбанковские кредиты, финансовые ресурсы иностранных инвесторов, привлечение депозитных средств частных инвесторов, использование ресурсов институциональных инвесторов (пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные фонды и др.).

Статистические же данные показывают, что в настоящее время российские институциональные инвесторы не являются надежным пластом долгосрочных инвесторов, которые могли бы поддерживать спрос на российском рынке ипотечных ценных бумаг, выступая в качестве поставщиков долгосрочных ресурсов для рынка ипотеки. Сегодня существуют предпосылки использования секьюритизации в качестве инструмента финансирования, таковыми в российской практике выступают следующие: подготовлена нормативно-правовая база для секьюритизации ипотечных кредитов и в рамках действующего законодательства могут быть секьюритизированы только ипотечные жилищные кредиты; повышается доступность ипотечных кредитов; высока стоимость заемного капитала; необходима диверсификация источников внутреннего фондирования.

Эксперты неоднозначно оценивают применение техники секьюритизации. Например, С. Шварц считает, что секьюритизация выгодна, так как позволяет сформировать капитал за счет фондового рынка, стоимость капитала на котором всегда относительно ниже¹. К. Хилл подчеркивает, что механизмы фондового рынка, с использованием которых осуществляется секьюритизация, позволяют существенно снизить информационные издержки, например, в части ин-

формации о самих денежных требованиях, об эмитенте и иных элементах структуры сделки². Как считает М. Астраханцева, оправданно будет выделить новый этап в развитии секьюритизации активов как “секьюритизацию после американского ипотечного кризиса”, который будет охарактеризован более трезвым отношением к рискам, связанным с данной техникой финансирования³. Как отмечает С. Шварц, секьюритизация активов является эффективным источником финансирования при условии, что имеет альтернативные источники фондирования, т.е. выступает в качестве альтернативы⁴. Отчасти нарушение данного принципа послужило причиной возникновения “финансовой хрупкости” по Д. Мински, поскольку у американских коммерческих банков с применением секьюритизации сложилась специфическая система использования привлеченных денежных ресурсов, которую можно сравнить с перевернутой пирамидой⁵. По мнению Я. Крегеля, ключевую роль катализатора для “хрупкой” финансовой системы сыграло “хищническое кредитование”, которое означает стремление банков и ипотечных брокеров к получению как можно больших комиссионных путем выдачи большего количества ипотечных кредитов сомнительного качества⁶. Как заметил Д. Мински, “для многих низкокачественных заемщиков нет такой процентной ставки, которая компенсировала бы кредитный риск, так как чем выше запрашиваемая ставка, тем больше вероятность дефолта”⁷.

На наш взгляд, для нахождения точного и объективного результата об эффективности процесса секьюритизации для конкретного участника необходимо проанализировать конкретную сделку, учесть все затраты и статьи доходов, рассчитать реальный долгосрочный эффект. Кроме

того, многие эффекты секьюритизации активов не поддаются прямому количественному измерению, имеют стратегическую природу. Полученные выгоды часто зависят от того, как будут использованы ликвидные средства, вырученные при проведении секьюритизации, как трансформируются риски организации, в первую очередь, положительное влияние секьюритизации активов выражается в появлении на балансе денежных средств, вырученных от продажи активов для предоставления новых ипотечных кредитов. На основе изучения опыта ряда российских инвестиционных компаний в проведении сделок секьюритизации ипотечных кредитов нами предложены этапы проведения секьюритизации ипотечных активов: формирование портфеля ипотечных активов, предварительная оценка экономической эффективности и непосредственно построение модели секьюритизации.

Первый этап подразумевает формирование портфеля ипотечных активов, обладающих следующими характеристиками: стандартизированные, оцениваемые и обращающиеся на рынке; имеющие в массе объемы, превышающие «критическую массу»; с высоким кредитным качеством и низким риском неплатежа. В целях секьюритизации мы выделили обязательные и возможные характеристики активов.

К обязательным характеристикам следует отнести:

1. Вычисляемость и прогнозируемость будущего потока платежей. В зависимости от вида активов эти свойства либо присущи изначально, либо должны быть специально сконструированы с помощью оптимального выбора структуры сделки. К тому же, если отсутствует достоверная статистика активов за последние три года, секьюритизация не будет эффективной. На практике для расчета будущих значений используется вероятностный анализ, экстраполяция и метод Монте-Карло.

2. Юридическая уступаемость активов. Уступка активов означает возможность передачи информации об активах третьим лицам. Уступка имеет законную силу в том случае, если секьюритизируемые активы свободны от обременений или иных притязаний со стороны третьих лиц. Для устранения таких проблем необходимо в кредитные договоры включать условия о допустимости уступки требований, что позволяет сохранить в будущем возможность секьюритизации активов.

3. Наличие технических возможностей отделения секьюритизируемых активов от остального портфеля originатора. Это возможно с помощью информационных технологий или так

называемого «маркирования». Отметим, что расходы, связанные с внедрением информационно-технологических решений, достаточно высоки. В США и Европе в настоящее время функционирует и развивается отдельная индустрия, предлагающая системные решения для управления финансированием, привлекаемым посредством секьюритизации активов.

К желательным характеристикам активов мы относим:

1. Наличие минимально необходимого объема сделки. В целях экономической целесообразности объемы сделок секьюритизируемых активов должны быть в размере 150-300 млн долл. (сумма рассчитана с учетом операционных издержек, расходов на текущее управление, мониторинг). Для покрытия этих расходов необходима так называемая экономия на масштабе. К тому же при проведении секьюритизации возникают значительные расходы, связанные с юридическим и экономическим обслуживанием.

2. Демографическая и географическая структура долга. Для снижения риска дефолта эмитента ипотечный портфель (пул активов) должен состоять из требований к должникам, представляющих различные регионы и секторы экономики.

3. Низкая частота дефолтов досрочного возврата и неплатежей. В сделках секьюритизации желательно использовать высококачественные и обеспеченные активы.

4. Превышение входящего потока платежей над исходящим потоком платежей. В сделках должен быть большой спред между процентными платежами должников и купонными выплатами по ценным бумагам для обеспечения маржи, необходимой для покрытия неплатежей и транзакционных расходов.

5. Изъятие активов и возможность использования обеспечения. В целях защиты инвесторов при реализации прав из обеспечения требований изъятие активов гарантируется обеспечительной (фидуциарной) уступкой.

Второй этап предполагает построение предварительной структуры сделки и в целях оценки экономической эффективности сделки определение следующих показателей: процентной ставки по старшему траншу с учетом влияния таких факторов, как кредитный рейтинг originатора, уровни просрочек и дефолтов по портфелю, структура сделки и текущая рыночная конъюнктура; величины разовых и ежегодных комиссий в сделке; показателя полной стоимости фондирования. Если рассчитанная полная стоимость финансирования ниже, чем в случае использования других методов финансирования, то экономическая



Рис. Модель секьюритизации с использованием ипотечного агента

выгода сделки очевидна. Отметим, что увеличение размера сделки понижает стоимость фондирования, но увеличивает риск недоразмещения среди инвесторов, а меньший объем повышает стоимость фондирования.

Третий этап. Нами предлагается следующая схема секьюритизации (см. рисунок).

Банк сначала создает специальную финансовую компанию, которая юридически полностью независима от него. В российском законодательстве наиболее близкой легальной структурой является ипотечный агент. Ипотечный агент начинает регулярно выкупать у создавшего его банка и накапливать на своем балансе ипотечные кредиты. Механизм передачи кредитного риска портфеля обязательств банка осуществляется в соответствии с Гражданским кодексом РФ, согласно которому (ст. 382) предусмотрено, что по договору финансирования под уступку денежного требования одна сторона (ипотечный агент) передает или обязуется передать другой стороне (клиенту) денежные средства в счет денежного требования клиента (кредитора) к третьему лицу (должнику), вытекающего из оказания клиентом услуг третьему лицу, а клиент уступает или обязуется уступить финансовому аген-

ту это денежное требование. Денежное требование к должнику может быть уступлено клиентом финансовому агенту также в целях обеспечения исполнения обязательства клиента перед финансовым агентом. Для рефинансирования ипотечных кредитов ипотечный агент эмитирует и размещает на вторичном рынке свои собственные месячные долговые бумаги, обеспеченные ипотечными кредитами со своего баланса. В конце месяца ипотечный агент получает месячные платежи по своим ипотечным кредитам, выплачивающим длинный купон, и тогда же обязан выплатить короткий купон по своим долговым обязательствам и погасить их номинал. Длинный купон по ипотечным кредитам всегда будет больше короткого по долговым бумагам ипотечного агента, обеспеченным этими же кредитами. Чтобы погасить номинал своих долговых бумаг этого месяца, ипотечный агент выпускает и размещает на рынке такие же бумаги на следующий месяц, а полученными от размещения деньгами гасит номинал своих бумаг текущего месяца. Инвестиционная привлекательность ипотечных ценных бумаг обеспечивается купонным доходом, который формируется за счет возможных поступлений от инвестиций в дополнительный (лик-

видный) портфель ценных бумаг ипотечным агентом. Такой портфель формируется из ликвидных облигаций с высоким рейтингом, и его качество влияет на качество основного портфеля эмитента.

Рефинансируя пул своих активов с помощью регулярно повторяющихся эмиссий месячных бумаг, агент в состоянии накопить пул ипотечных кредитов, достаточный для долгосрочной секьюритизации, которая может осуществляться в виде сертификатов участия или структурированных ипотечных ценных бумаг. После секьюритизации и размещения ипотечных ценных бумаг происходит полное погашение долговых бумаг и процесс накопления пула начинается сначала. Эффективная секьюритизация ипотечного пула такого размера позволит эмитировать ценные бумаги, которые можно будет разместить не только в России, но и за рубежом. Ипотечный агент может являться эффективной структурой для российского финансового рынка. С одной стороны, он занимает деньги на очень короткий период времени, поэтому ставка рефинансирования получается очень низкой. С другой стороны, привлекаются короткие деньги с российского финансового рынка. Модель подразумевает следующие условия использования: наличие ипотечной программы с разработанными

стандартами предоставления ипотечных кредитов; выполнение законодательных требований к достаточности капитала; наличие механизмов повышения качества эмитируемых ценных бумаг. Возможность реализации модели требует изменения законодательства в части правового регулирования и надзора за рисками, которые берут на себя участники финансового рынка, а именно разработки организационно-правовых форм ипотечного агента, пересмотра стандартов бухгалтерской отчетности в отношении сложных финансовых продуктов и т.д.

¹ *Schwarz S.L.* The Alchemy of Asset Securitization // *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*. 1994. Vol. 1. P. 154.

² *Hill C.A.* Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons // *Washington University Law Quarterly*. 1996. Vol. 74. No. 4. P.1116.

³ *Астраханцева М.И.* Ипотечные ценные бумаги как финансовые инструменты фондового рынка: дис. ... канд. экон. наук. СПб., 2007.

⁴ *Schwarz S.L.* Op. cit. P. 154.

⁵ *European Securitization Forum Data Report*. Spring 2002. URL: www.europansecuritization.com.

⁶ *Kregel J.* Financial Innovation and Crises - A Post-Keynesian-Minskyan Perspective // *Presentation*. August. 2007.

⁷ *European Securitization...*

Поступила в редакцию 04.08.2013 г.