

УДК 336.763

ВОЗМОЖНОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ БАНКОВСКИХ АКТИВОВ В ПОСТКРИЗИСНЫЙ ПЕРИОД

© 2013 г. Ю. В. Рыбина

Северо-Кавказский федеральный университет, г. Ставрополь

Обобщен российский опыт применения секьюритизации банковских активов, описаны параметры и модели сделок, представлены направления развития секьюритизации активов кредитной организации в России.

Ключевые слова: *финансовый инструмент; секьюритизации; секьюритизации активов; кредитный риск; способы снижения кредитного риска; транзакция; евровексель; облигация.*

Author summarized Russian experience of securitization of the bank assets, described the parameters and model transactions and presented the development trends of assets securitization credit organization in Russia.

Key words: *financial instrument; securitization; asset securitization; credit risk; credit risk mitigation techniques; the transaction Eurobill; bond.*

За последние тридцать лет глобальный финансовый рынок претерпевал существенные изменения с позиций развития многочисленных финансовых инженерий, направленных на разрешение противоречий, возникающих между его основными участниками. Важной особенностью указанных преобразований стала своевременность создания современных финансовых инструментов с функциями, максимально адаптированными к потребностям рынка. В конце прошлого столетия было создано около 30 новых типов финансовых продуктов, которые до сих пор проходят систематическую модернизацию. Одним из таких продуктов стала секьюритизация активов.

Секьюритизация — это сделки, еще недавно бывшие одними из самых современных и перспективных направлений, в настоящее время переживают масштабный кризис. С одной стороны, понятна та степень недоверия, с которой относятся в профессиональной среде к данному типу операций. Естественно, ведь именно с них начался финансовый кризис — они послужили тем «клапаном», кото-

рый, открывшись, привел к стремительному спуску «пузыря» современной экономики.

Однако следует вспомнить, что механизмы сделок секьюритизации были разработаны как сверхтранспарентный инструмент рефинансирования и разделения рисков. Правда, в определенный момент участники рынка, кажется, забыли, что экономический риск можно разделить, уменьшить или избежать его. Еще одной вещью, о которой со временем забыли участники рынка, стала ответственность. Больше того, секьюритизацию стали применять как механизм ухода от таковой. Не случайно профессор калифорнийского университета Л. Лопакки, свою статью, посвященную этой проблеме, озаглавил «Смерть ответственности» [7]. В конечном итоге, именно эти два обстоятельства привели к появлению «ипотечного пузыря».

Тем не менее, с началом деятельности Базельского комитета по банковскому надзору при Банке международных расчетов (Committee on Banking Supervision of the Bank for international Settlements) и связанным с этим ужесточением обязательных нор-

мативов для банков, секьюритизация активов стала восприниматься участниками рынка не только в качестве эффективного инструмента управления балансовыми показателями, но и как система управления кредитными рисками. И потому-то, как раз в условиях ограниченной ликвидности, не использовать один из самых эффективных инструментов ее восстановления или, по крайней мере, не делать попыток к восстановлению рыночных возможностей его использования, по меньшей мере, недальновидно. Конечно, в условиях кризиса и посткризисной ситуации остро встают вопросы оценки связанных с секьюритизацией рисков и соответственно построение схем, использование механизмов (инструментов) минимизации или защиты от таких рисков.

Касаясь опыта применения секьюритизации в России, следует отметить, что уже в конце 1990-х гг. многие российские банки заинтересовались возможностями данного финансового механизма не только для их рефинансирования, но и для реструктуризации своих обязательств. Так, элементы секьюритизации были использованы при выпуске в октябре 2000 г. банком «Российский кредит» обеспеченных расписок, зарегистрированных в системе Euroclear, на сумму 357 млн. долл. [1]. В рамках этой сделки иностранным кредиторам было предложено обменять рублевые и долларовые векселя, полученные по условиям мирового соглашения, на евровекселя, привязанные к этим ценным бумагам. В качестве держателя «генерирующих» доход активов (векселей банка «Российский кредит») выступило лондонское подразделение международного банка ING Bank, которое перечисляло денежные потоки по ним эмитенту евровекселей — оффшорной компании SNAP Limited. В свою очередь, последняя производила выплаты держателям векселей — прежним кредиторам «Российского кредита». Данная сделка не была направлена на привлечение финансирования, но и позволила «переупаковать» ценные бумаги и существенно повысить их ликвидность. Несмотря на то, что сделка была объявлена «российским дебютом секьюритизации», ее структура не обеспечивала четкого отделения активов от оригинатора и не защищала владельцев ценных бумаг в случае его банкротства. Таким образом, ни один из принципов тради-

ционной секьюритизации (действительность продажи, защищенность специальной компании от банкротства, жесткий контроль инвесторов над денежными потоками) не был соблюден.

Знаковым событием для российского рынка секьюритизации активов стало принятие Федерального закона №152-ФЗ от 11 ноября 2003 г. «Об ипотечных ценных бумагах». Закон впервые дал определение специальной инвестиционной компании и ввел в российскую политику два новых вида ценных бумаг: облигацию с ипотечным покрытием (аналог немецкой Pfandbrief) и ипотечный сертификат участия (аналог американских Mortgage backed securities). В данной статье рассмотрим отдельные сделки секьюритизации, применяемой в работе российскими банками, дадим описание их структуры. Параметры первых российских сделок секьюритизации активов представлены в таблице 1.

Несмотря на то, что многие практики постоянно говорят об уникальности каждой из проводимых в мире секьюритизаций, а также о том, что крайне тяжело найти хотя бы две абсолютно идентичные сделки, схожие по всем параметрам [3], все российские сделки являются трансграничными, они полностью копируют зарубежный опыт и никаких финансовых нововведений при их структурировании не подразумевают. Поэтому уместно остановиться на двух сделках, а именно: секьюритизации Альфа-Банка своих диверсифицированных платежных прав (Diversified Payment Rights, DPR) в марте 2006 года и ипотечной секьюритизации Совфинтрейда в декабре того же года. Первая из перечисленных привлекла внимание достаточно сложной структурой и тем, что в литературе избегали ее подробного описания, а вторая — своей уникальностью и ролью в дальнейшем развитии всего института секьюритизации в России.

Секьюритизация платежных прав Альфа-Банка

30 марта 2006 года Альфа-Банк успешно провел свою дебютную секьюритизацию — компания Alfa Diversified Payment Rights Finance Co. S. A. выпустила облигации серии 2006 — А на срок до 2011 года и общим объемом 350 млн. долларов. Этот выпуск полу-

Таблица 1

Параметры российских сделок по секьюритизации активов

Оригинатор	Секьюритизируемые активы	Транши	Рейтинги S&P/Moody's/Fitch		Сумма	Процентная ставка, %	Срок, лет
			Оригинатор на момент сделки	Рейтинг выпуска ценных бумаг			
Газпром	Экспортная выручка от продажи газа	-	BB-/Ba2/BB	BBB-/BBB-	1250 млн. долл.	7,201	15,5
РОСБАНК	Будущие потоки по пластиковым картам	-	-/B1/B	/Ba3/B+	225+75 млн. долл.	9,75	5
Банк «Союз»	Автосуды	A1, A2, B, C	CCC/-/-	-/Baa3/- -/Baa3/- -/B2/- -/-/-	49,8 млн. долл.	LIBOR +1,75 LIBOR +1,75 8,75 8,75	5
ХКФ-Банк	Потребительские кредиты	A1, A2, B	B-/Ba3/-	-/Baa2/- -/Ba2/- -/Ba3/-	126,5 млн. евро	EUROBOR+2,5 EUROBO+5,25 EUROBOR+5,0	6,5
Банк «Российский Стандарт»	Потребительские кредиты	A1, A2, B	B+/Ba2/-	BBB/Baa2/- BB-/Ba2/- BB-/Ba2/-	300 млн. евро	EUROBO+1,65 EUROBO+3,5 EUROBO+3	3
Альфа-Банк	Будущие платежные потоки	-	BB-/Ba2/B+	-/Baa3/-	350 млн. долл.	3MLIBOR+1,6	5
«Магистраль Финанс»	Лизинговые платежи	A, B, C	-/-/- -/-/- -/-/-	BBB-/Baa2/ -/-/- -/-/-	13,73 млрд. руб.	8,375 11,00 12,50	6

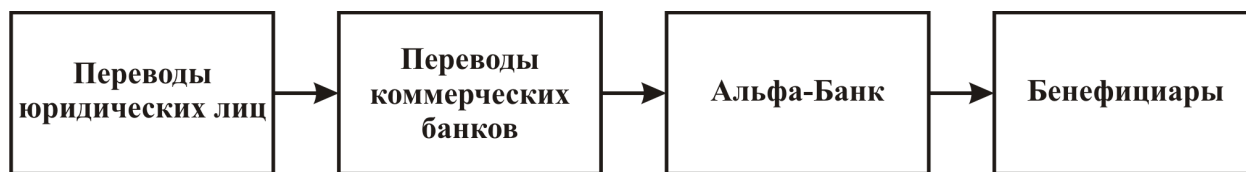


Рис. 1. Структура транзакции Альфа-Банка

чил прайсинг на уровне начальной целевой установки, а именно: 160 базисных пункта + трехмесячная ставка Либор. Транзакция привлекла огромный интерес со стороны инвесторов, как европейских, так и американских, среди которых преобладали коммерческие банки и хедж-фонды.

Транзакция Альфа-Банка — первая в России программа выпуска ценных бумаг, обеспеченных поступлениями будущих периодов (Diversified Payment Rights, DPR) — текущие и будущие требования банка к плательщикам, производящим платежи на его корреспондентские счета. Diversified Payment Rights (DPR) выпускаются в форме платежных поручений стандарта Общества всемирных межбанковских финансовых телекоммуника-

ций (SWIFT) серий MT102s/103s/202s, включающих в себя любые сообщения (электронные или иные) с инструкциями Альфа-Банку совершить платеж на конкретную сумму другому бенефициару (рис. 1).

Альфа-Банк осуществил данную транзакцию по следующим причинам:

1. Необходимость улучшения эффективности фондирования. Дешевое финансирование является важнейшим для частных банков в России, поскольку они имеют более низкие кредитные рейтинги (соответственно и более высокую стоимость финансирования) по сравнению с государственными банками.

2. Отсутствие достаточных пулов других активов. Когда было принято решение

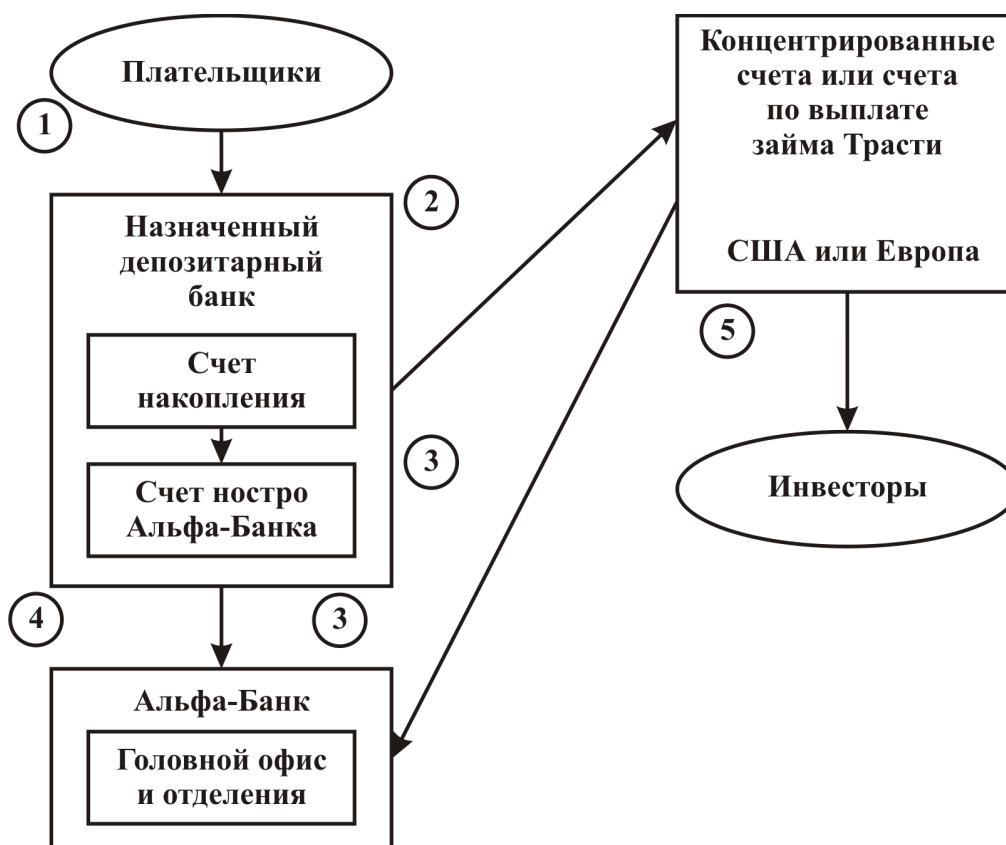


Рис. 2. Структура транзакции Альфа-Банка [6]

о структуре нового фондирования, участие Альфа-Банка в таких сегментах рынка, которые генерируют секьюритизируемые активы (потребительское кредитование, автокредитование, ипотека и др.) было минимально. Таким образом, отсутствовали достаточно сформированные пулы активов.

3. Лидирующая позиция Альфа-Банка. Процессинг платежей везде является основным банковским бизнесом, и было бы логично предположить, что Альфа-Банк, являясь одним из крупнейших российских частных банков, обладает значительными потоками DPR. Данное предположение тут же подтвердилось, когда была получена информация по совокупным суммам платежных поручений SWIFT, обработанных банком (рис. 2).

Один из ключевых элементов в секьюритизации поступлений будущих периодов заключается в способности Трасти, инвесторов и рейтинговых агентств отслеживать DPR потоки в целях быть уверенным, что в процессе жизни всей транзакции достигается минимальный уровень избыточного обеспечения. Каждая секьюритизация будущих поступлений пройдет целую серию так называемых тестов по обслуживанию долга (Debt Service Coverage Test, DSCR), которые оригинатор обязан проводить на месячной или квартальной основе. В общем случае, DSCR будет являться отношением собираемой суммы к максимальному долгу.

Подведем итоги проведенной банком секьюритизации активов:

1. Несмотря на определенные проблемы при осуществлении этой сделки, секьюритизация Альфа-Банка подтвердила свою эффективность, как с финансовой точки зрения, так и с репутационной.

2. Несмотря на несовершенное, а иногда и вовсе враждебное по отношению к инвесторам российское законодательство, со стороны рейтингового агентства Moody's были предприняты эффективные меры в целях защиты инвесторов, которое присвоило рейтинг всей сделке.

3. Большинство рисков, которые взял на себя банк в процессе транзакции, в действительности незначительны или маловероятны, также как и большинство возможных дефолтов и амортизационных событий.

Ипотечные секьюритизации Совфинтрейда

В декабре 2006 г. акционерный коммерческий банк «Совфинтрейд» осуществил две ипотечные секьюритизации:

— первый выпуск ипотечных ценных бумаг в соответствии с законом РФ «Об ипотечных ценных бумагах»: облигации с ипотечным покрытием ИСО ГПБ — Ипотека;

— первая рублевая трансграничная секьюритизация: Газпромбанк Mortgage Backed Securities, Серия 2006 — 1.

Именно первая из указанных выше сделок стала знаковым событием в истории развития российской секьюритизации. Она является на сегодняшний день первой и единственной внутренней секьюритизацией в России, полностью осуществленной в соответствии с Федеральным законом от 11 ноября 2003 года №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», и в которой роль эмитента выполнил российский резидент — «ГПБ — Ипотека».

Объем секьюритизированного ипотечного портфеля составил примерно 8,8 млрд. рублей. При этом основными целями, которые преследовал банк, являлись: снижение стоимости привлечения денежных средств, альтернативные источники финансирования, улучшение финансовых показателей и обязательных нормативов, получение опыта проведения сложно структурированных сделок в России и других юрисдикциях.

Кратко охарактеризуем основные параметры сделок в таблице 2.

Схема по выпуску облигаций с ипотечным покрытием ИСО ГПБ — Ипотека на этапе размещения выглядит так, как показано на рис. 3.

Обслуживание портфеля закладных (сбор платежей от заемщиков, урегулирование платежей и дефолтных закладных) осуществляет Газпромбанк. Учет и хранение ипотечного покрытия также осуществляется Газпромбанком, выступающим в качестве специализированного депозитария. Газпромбанк осуществляет расчет размера ипотечного покрытия и контроль его использования ГПБ — Ипотекой, а также выступает в роли расчетного центра ГПБ — Ипотеки и платежного агента по облигациям с ипотечным покрытием и, как специализированный депозитарий, контролирует все списания с банковского счета ГПБ — Ипотеки.

Таблица 2

Ипотечные облигации и mortgage backed securities

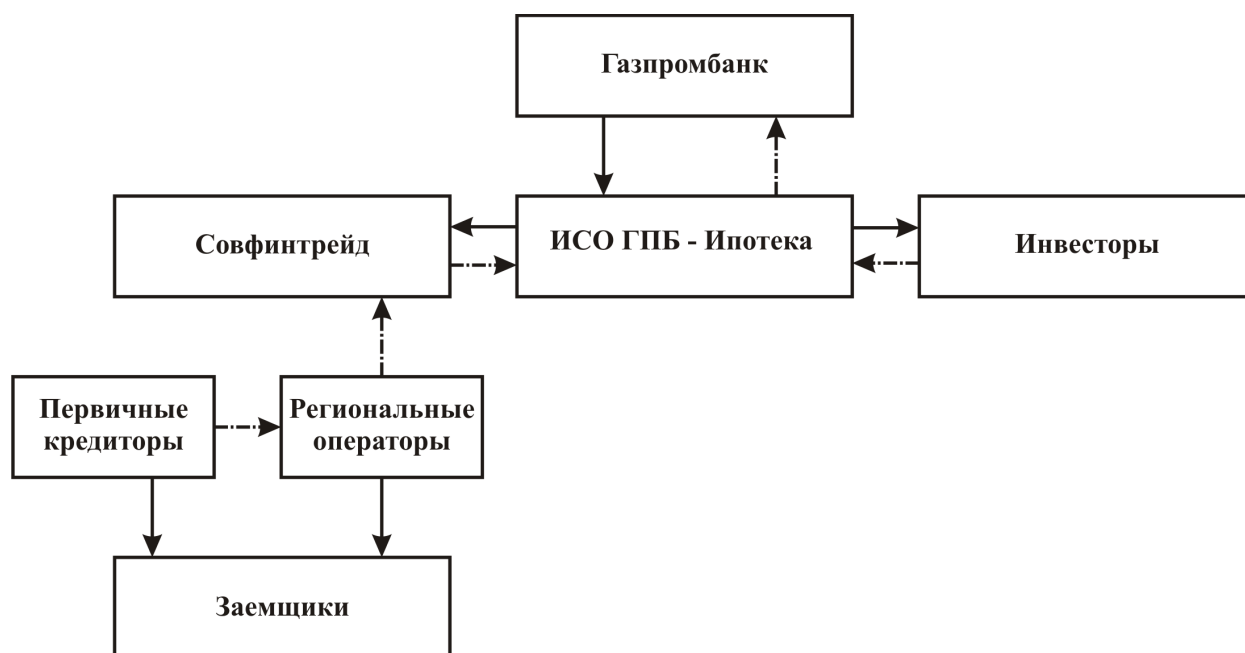
Параметры сравнения	Облигации ИСО ГПБ — Ипотека	Газпромбанк Mortgage Backed Securities Серия 2006 — 1
Объем	3 млрд. рублей	168.485.474 EUR
Транши, рейтинг	N/A Moody's Baa2	Класс А (88%) A3/BB+ Класс В (6%) Ba2/BB Класс С (6%) B2/B
Ставка	Фиксированная	Плавающая/ фиксированная
Ипотечное покрытие	3,039 млрд. рублей 5976 закладных LTV 59,12% 30 регионов РФ	5,757 млрд. Рублей 8,829 закладных LTV 67,38% 47 регионов РФ
Размещение	ММВБ	Ирландская фондовая биржа

Для повышения кредитного качества ИЦБ были использованы следующие механизмы: был сформирован неамортизируемый резервный фонд, который будет использован для покрытия кассовых разрывов, вызванных просрочками по кредитам, и потерь от дефолтов. Размер резервного фонда составляет 450 млн. рублей, объем портфеля обеспечения превышает размер обязательств по облигациям, процентные поступления по портфелю превышают ставку купона по облигациям. В результате использования механизмов, а также высокого рейтинга Газпромбанка, меж-

дународное рейтинговое агентство Moody's присвоило облигациям ГПБ — Ипотеки кредитный рейтинг на уровне Baa2.

Структура сделки предоставляет ГПБ — Ипотеке возможность полного досрочного погашения облигационного займа в случае, если задолженность по ИБЦ до 20% от номинала облигации.

Газпромбанк Mortgage Backed Securities Серия 2006 — 1 оказалась третьей трансграничной ипотечной секьюритизацией после сделок Внешторгбанка в июле и Городского Ипотечного Банка в августе 2006 года, а так-

**Рис. 3.** Схема ИСО ГПБ — Ипотека на этапе размещения

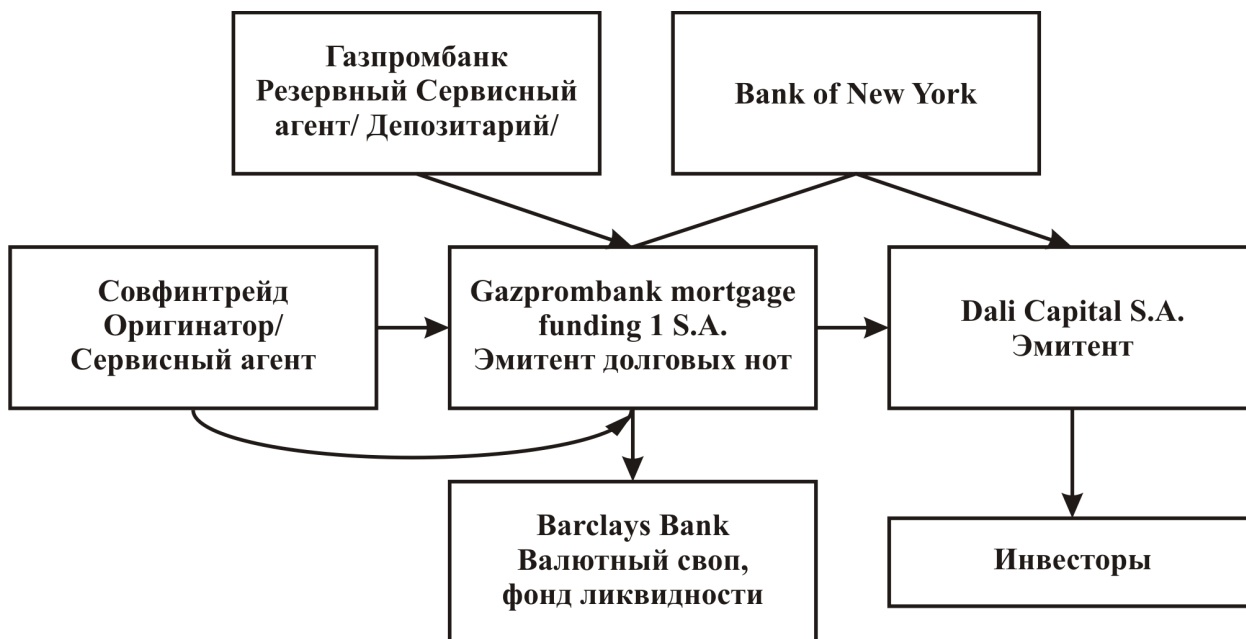


Рис. 4. Схема Газпромбанк Mortgage Backed Securities

же первой российской секьюритизацией, где ипотечное обеспечение было деноминировано в рублях (рис. 4).

Проведенные Совфинтрейдом ипотечные секьюритизации дают возможность сравнить одновременно внутреннюю и трансграничную секьюритизации, выявить как положительные так и отрицательные стороны сделок. До Совфинтрейда никто не осуществлял выпуск ипотечных ценных бумаг в соответствии с российским зако-

ном, как и провести две сделки специально, преследуя цели дальнейшего сравнения их результатов. Итоги данного сравнения представлены в таблице 3.

На примерах проведения сделок секьюритизации активов описанными банками, нами были выявлены следующие преимущества секьюритизации, как для экономики страны, так и для анализируемых банков.

Задачи, которые позволяет решать секьюритизация активов следующие:

Таблица 3

Сравнение внутренней и трансграничной сделок на примере Совфинтрейда

	Облигации ИСО ГПБ — Ипотека	Газпромбанк Mortgage Backed Securities Серия 2006 — 1
Преимущества	<ul style="list-style-type: none"> — относительно невысокая стоимость организации выпуска; — отсутствие валютных рисков; — наличие налоговых льгот для инвесторов; — возможное участие «пенсионных денег». 	<ul style="list-style-type: none"> — гибкий подход к структуре сделки и ипотечного портфеля; — снижение суверенных рисков; — сложившийся круг ABS инвесторов; — возможность использования иностранного права.
Недостатки	<ul style="list-style-type: none"> — новое явление в правоприменительной практике; — пробелы законодательства; — чрезмерное нормативное регулирование; — отсутствие сложившегося круга инвесторов 	<ul style="list-style-type: none"> — значительная стоимость организации выпуска; — валютные и налоговые риски; — риск «постоянного представительства».

1. Снижение стоимости заемного финансирования.
2. Снижение долговой нагрузки на баланс компании.
3. Повышение эффективности использования капитала.
4. Диверсификация источников финансирования.
5. Управление рисками.

Таким образом, появление секьюритизации активов стало логичным следствием общей тенденции к повышению роли ценных бумаг. Она представляет собой высокоэффективный финансовый инструмент, позволяющий кредитным организациям всего мира осуществлять не только рефинансирование выданных ссуд, но и активно управлять кредитным риском.

С 2004 года данный инструмент стал успешно применяться и российскими банками, в первую очередь, для финансирования своих ипотечных программ. За это время отечественный секьюритизационный рынок увеличился в 18 раз, значительно расширился перечень секьюритизируемых активов, сформировался устойчивый круг инвесторов. Свод планируемых сделок по секьюритизации банковских активов за 2013–2015 годы представлен в таблице 4.

Если рассматривать секьюритизацию активов с экономической точки зрения, то она соединила в себе тенденцию к оптимизации источников финансирования с учетом возрас-

тающей роли инструментов рынка ценных бумаг и управления рисками активов за счет отделения их друг от друга.

Одновременно проведенный в статье анализ российского опыта применения секьюритизации показал «узость» российского рынка, ориентированного исключительно на зарубежных инвесторов, и его неустойчивость в условиях неблагоприятной экономической конъюнктуры. Соответственно возникла потребность в разработке мер по стимулированию внутреннего рынка, в том числе путем вовлечения в нее региональных кредитных организаций, а также определения возможных направлений ее совершенствования на страновом уровне.

Одним из важнейших условий развития внутреннего секьюритизационного рынка в России является создание необходимой инфраструктуры, неотъемлемыми элементами которой выступают законодательное обеспечение сделок секьюритизации, банковский надзор в области сьюритизационных операций, система рейтинговых агентств, внутренняя инвестиционная база. Проведенный анализ подготовленных Федеральной службой по финансовым рынкам и Ассоциацией региональных банков России законопроектов позволил установить, что основой для регулирования сделок по внутренней секьюризации банковских ссуд должен стать не комплекс изменений в действующее законодательство, а специальный Федеральный закон «О секьюритизации», в котором будет даваться ее строгое определе-

Таблица 4

Планируемые сделки по секьюритизации банковских активов в РФ за 2013–2015 гг.

Оригинатор	Рейтинги оригинатора S&P/Moody's/Fitch	Объект секьюритизации	Предполагаемая сумма сделки
Русский Стандарт	B+/Ba2/-	Задолженность по кредитным картам	Нет свед.
АИЖК	-/-/-	Ипотечные ссуды	100–150 млн. долл.
ДельтаКредит	-/Ba2/-	Ипотечные ссуды	50 млн. долл.
ВТБ	BBB/Baa2/BBB	Ипотечные ссуды	164,5 млн. евро
Мдм-Банк	B+/Ba2/BB-	Автокредиты	200 млн. долл.
Банк «Авангард»	-/-/-	Автокредиты	100 млн. долл.
Банк «Юникредит»	-/CC+/-	Потребительские ссуды	300 млн. долл.

ние как трансформацию пула низколиквидных активов в ценные бумаги, обеспеченные будущими поступлениями от исходных активов, в результате которой происходит перераспределение рисков пула между участниками сделки.

Кроме того, следует обосновать экономическую целесообразность проведения секьюритизации банковских ссуд коммерческими банками при наличии негативных факторов, таких как небольшой размер ссудного портфеля, недостаточная известность на международных финансовых рынках, отсутствие кредитного рейтинга, что позволит использовать данную финансовую технологию даже небольшим кредитным организациям.

Литература

1. Гусаков В., Еропкин Д. Применение секьюритизации при реструктуризации банков. // РЦБ. — 2011. — №4. — С. 8–10.

2. Струченкова Т. В. Современные подходы к регулированию банковских рыночных рисков. // Банковское дело. — 2004. — №6. — С. 21–25.

3. Супрунович Е. Круглый стол «Секьюритизация активов: опыт и перспективы». Стенограмма. // Международный банковский клуб «Аналитика без границ», 25 сентября 2010 г.

4. Усоскин В. М. Современный коммерческий банк: управление и операции. — М.: ВАЗАР — ФЕРРО, 2011.

5. Fabozzi F. J., Kothari V. Securitization: The Tool of Financial Transformation. // Yale ICF Working Paper №0707, 2007.

6. Khrapchenko L., Patti J. Alfa-Bank's DPR Securitization. / Материалы презентации. — М., 2007.

7. LoPucki L. M. The death of liability. // The Yale Law Journal. — October 1996.

Поступила в редакцию

17 июля 2013 г.



Юлия Владимировна Рыбина — аспирант Северо-Кавказского федерального университета.

Julia Vladimirovna Rybina — postgraduate student at the North-Caucasus Federal University.

355000, г. Ставрополь, ул. Мира, 297-А, кв. 12
297-A Mira st., app. 12, 355000, Stavropol, Russia
Тел.: +7 (8652) 32-42-50; e-mail: julia-nna@inbox.ru