



## Секьюритизация ипотеки: прошлое и настоящее

### История возникновения секьюритизации

Секьюритизация — общий термин для подмножества инструментов структурированного финансирования. Секьюритизация — это создание и выпуск ценных бумаг, обеспеченных пулом (портфелем) активов; должники по указанным активам, как правило, разные. Фактически любая комбинация финансовых активов или денежных потоков может быть секьюритизирована [1]. На наш взгляд, секьюритизацией в широком смысле можно назвать любую структурированную сделку, отвечающую следующим критериям.

1. Основой сделки является передача будущих денежных потоков по финансовому активу третьим лицам.
2. Актив, являющийся основанием сделки, генерирует постоянный и прогнозируемый денежный поток.
3. Денежные потоки в виде ценных бумаг являются обеспечением обязательств перед третьими лицами.

Виды задолженности, которые могут быть секьюритизированы, весьма многочисленны, они ограничены только воображением участников и законодатель-

ной базой юрисдикции, в рамках которой проводятся такие операции.

Необходимо отметить, что секьюритизация активов изначально реализовывалась не как самостоятельный инструмент, а лишь в качестве дополнительной меры по стимулированию строительного рынка США — одного из локомотивов роста американской экономики. Впервые термин «секьюритизация» был использован в 1977 г., но ее предпосылки сформировались гораздо раньше — со вступлением в силу в 1934 г. американского Национального жилищного закона (National Housing Act), который предусматривал создание Федеральной жилищной администрации. Одной из ее целей

**Кучинский Кирилл Александрович** — заместитель управляющего филиалом ОАО «Промсвязьбанк», кандидат экономических наук.

являлось обеспечение ипотечных кредитов, предоставляемых физическим лицам. В конечном итоге было создано три ипотечных агентства (Ginnie Mae, Fannie Mae и Freddie Mac), чья деятельность была направлена на стимулирование строительной отрасли. Указанные агентства выкупали права по ипотечным кредитам, предоставляли гарантии по ним, поддерживая тем самым банки, которые занимаются ипотечным кредитованием.

Развитием идеи стимулирования ипотечного рынка стал выкуп у банков прав требования по ипотечным кредитам и выпуск облигаций, выплаты по которым были привязаны к плате-

## **Широкая и не контролируемая должным образом секьюритизация ипотечных активов и стала тем роковым «запалом», который в 2007–2008 гг. привел к мировому банковскому, а затем и экономическому кризису.**

жам заемщиков по ипотечным кредитам. Впоследствии широкое распространение получили выпуски бумаг, обеспеченных пулами активов, которые уже не относились к ипотеке. Но при этом зачастую проверялись лишь формальные критерии сделки (например, наличие рейтинга по подлежащим секьюритизации активам) без оглядки на ее экономическую сущность. Необходимо отметить, что расширение перечня секьюритизируемых активов меняло суть секьюритизации. Из инструмента, который был направлен исключительно на стимулирование развития ключевой отрасли (жилищного строительства), секьюритизация превратилась в источник сверхдоходов инвестиционных банков и прочих вовлеченных в данную сферу структур — аудиторских компаний, рейтинговых агентств, хедж-фондов и т.д.

На наш взгляд, именно широкая и не контролируемая должным образом секьюритизация ипотечных активов и стала тем роковым «запалом», который в 2007–2008 гг. привел к мировому банковскому, а затем и экономическому кризису.

### **Причины кризиса — традиционный подход**

В общем случае под системным банковским кризисом можно понимать «ситуацию, когда корпоративный и банковский сектор сталкиваются с большим количеством дефолтов, и финансовые учреждения наряду с компаниями сталкиваются со значительными трудностями при возврате кредитов в срок» [2].

Одно из ключевых отличий последнего кризиса кроется в его предпосылках. Но наряду со специфическими действуют и стандартные факторы, повторяющиеся от кризиса к кризису. Западные исследователи, например Г. Сабато [3], рассматривают следующие стандартные внешние причины (предпосылки) кризиса банковской системы:

- макроэкономические дисбалансы;
- финансовая нестабильность;
- неадекватная макроэкономическая политика властей как реакция на дисбалансы и нестабильность;
- неадекватная политика и практика регулирования деятельности кредитных организаций;
- низкий уровень доверия населения к финансовой системе страны в целом и национальной банковской системе в частности (независимо от того, чем вызывается недоверие).

Мы полагаем, что главной причиной последнего кризиса 2007–2009 гг. явились практически бесконтрольные и ограниченные лишь формальными рамками финансовые инновации.

### **Бесконтрольные инновации как пусковой механизм кризисных явлений**

Развитие последнего глобального банковского кризиса кратко можно описать следующим образом. Практически все аналитики признают, что зародился он первоначально в одном из сегментов ипотечного рынка США, где лопнул «пузырь», — на рынке низкокачественных ипотечных кредитов (subprimes)<sup>1</sup>. Эти кредиты выдавались даже лицам, не имевшим доходов, работы и каких-либо приемлемых для банка активов.

С начала 2000-го до середины 2006 г. цены на недвижимость в США демонстрировали устойчивый рост. При этом важно, что жилье покупалось не столько с целью проживания, сколько для перепродажи. Типичная цепочка выглядела следующим образом: на заемные деньги (зачастую без первоначального взноса) покупался дом, стоимость которого в течение года значительно возрастала (в среднем на 20% в год [4]). Через год после покупки дом продавался, обеспечивая прибыль не только заемщику, но и кредитующему его банку.

Начиная с 2006 г., когда цены на жилье стали падать, многочисленные заемщики категории subprime утратили возможность перепродавать дешевевшее жилье и погашать полученные кредиты. Переждать ситуацию они не имели возможности — их финансовое состояние не позволяло полноценно обслуживать кредит. Следствием этого были неплатежи по ипотечным кредитам, что повлияло на стоимость ценных бумаг, выпущенных на основе ипотечных кредитов. Многие институциональные инвесторы, вложив-

шиеся в эти бумаги, понесли значительные потери. На межбанковском рынке стала ощущаться нехватка ликвидности, усилилось взаимное недоверие банков, что в конечном итоге заблокировало денежный рынок. Дальше американский кризис начал распространяться по всему миру через механизмы перемещения финансовых ресурсов, действующие в рамках глобальной финансовой системы.

## **Главной причиной последнего кризиса 2007–2009 гг. явились практически бесконтрольные и ограниченные лишь формальными рамками финансовые инновации.**

### **Влияние на реальный сектор экономики**

В первую очередь в кризис оказались вовлечены рынки ипотечных кредитов и краткосрочного рефинансирования, затем он распространился на другие классы активов. Иначе говоря, изначально это был кризис ликвидности на межбанковском рынке, а затем и на глобальном финансовом рынке. Кризис отдельного рынка и изначально ограниченной группы финансовых организаций в итоге подорвал основы глобальной финансовой системы. В полной мере проявилась высокая степень взаимозависимости современных мировых финансовых рынков. Значительно снизились ожидания кредиторов относительно платежеспособности финансовых институтов, что сделало их заимствования крайне дорогостоящими, а в ряде случаев просто недоступными. Далее последовала серия крахов крупных банков, после чего кризис обрушился и на реальную экономику: столкнувшись с дефицитом ресурсов, банки стали поднимать стоимость кредитования, ужесточать кредитную политику. При этом в кризис цены на сырье, промышленные товары, услуги резко пошли вниз. Свообразные ножницы стали отправной точкой для

ухудшения экономической ситуации в производственном секторе экономики.

Рухнувший рынок американских производных ценных бумаг, базовыми активами для которых были ипотечные облигации, создал давление на мировой денежный рынок. Сложные (структурированные) финансовые инструменты, создававшиеся в период бума финансовых инноваций, в новых

условиях переоценки кредитных рисков резко упали в цене. Списание убытков по кредитам и иным активам было усугублено падением цен на недвижимость, начавшимся в конце 2006 г. и продолжившимся в 2007–2008 гг. Прибыль американского банковского сектора в IV квартале 2007 г. снизилась по сравнению с аналогичным периодом предшествовавшего года с 35,2 до 8,5 млрд долл. К августу 2008 г. убытки крупнейших финансовых институтов, связанные со списаниями и потерями по кредитам, достигли 500 млрд долл.

По расчетам Департамента исследований МВФ, на октябрь 2007 г. объем потерь по находившимся в обращении в США субстандартным (subprime) кредитам и ценным бумагам составлял 250 млрд долл., а в период 2008–2015 гг. совокупные мировые потери от кризиса составят 4700 млрд долл., что в 20 раз превысит первоначальные потери по субстандартным инструментам. Снижение капитализации на мировых фондовых рынках только за июль 2007 г. — ноябрь 2008 г. составило 26 400 млрд долл., или в 100 раз больше, чем первоначальные потери по субстандартным инструментам [5].

Напомним, что изначально секьюритизация была направлена на стимулирование рынка недвижимости, строительной отрасли и смежных производств. Так обстояло дело в течение десятилетий. Каким образом инструмент, который стимулировал рост реальной активности в строительстве, стал бомбой замедленного действия для данного рынка? Как могло относительно ограниченное и локализованное событие, каким является кризис субстандартных кредитов в США, столь сильно воздействовать на мировую экономику? И самое главное: почему та система, которая успешно функционировала на благо общества на протяжении десятилетий, в одночасье дала сбой, породив кризис мирового масштаба?

### **Этапы развития кризисных явлений на рынке секьюритизированных активов**

#### *Экономические стимулы*

Большинство экспертов в качестве ключевых причин кризиса обоснованно выделяют комбинации ряда микро- и макроэкономических факторов:

- характерным для макроэкономических условий был продолжительный период избыточной ликвидности, частично обусловленный низкими процентными ставками ФРС США и других центральных банков, установленными после рецессии 2001 г. [6];
- избыточная ликвидность подогревала внутренний спрос и способствовала росту цен на объекты недвижимости, которые практически удвоились за период с 2000-го до середины 2006 г. [4];
- отсутствие премий по процентным ставкам, выплачиваемым заемщиками класса subprime;
- сужение спреда между доходностью первоклассных облигаций и доходностью облигаций класса subprime [5].



Следствием такого положения вещей стал стремительно растущий спрос на активы, обеспеченные некачественными кредитами, стыдливо называемыми subprime. Ниже приведена модель поведения финансовых посредников с учетом описанных выше макроэкономических условий.

Модель расширения кредита, основанная на создании и распространении новых сложных финансовых инструментов (originate-and-distribute lending model), применявшаяся в этот период многими финансовыми институтами, также способствовала усугублению проблемы. Банки выдавали кредиты главным образом для того, чтобы продать их другим финансовым институтам, которые формировали из них пулы и выпускали ценные бумаги, обеспеченные активами. Данные инструменты (деривативы) с неопределенной стоимостью в свою очередь выступали базой для новых структурированных инструментов.

Создаваемые таким образом и торгуемые активы казались менее рискованными, чем были на самом деле [7. Р. 18]. Большинство субстандартных инструментов выглядело как сравнительно безриско-

вые, поскольку отношение суммы кредита к стоимости заложенной недвижимости (Loan-to-value), изначально бывшее значительным, впоследствии снижалось. Как правило, снижение данного показателя говорит о снижении рисков

### **Каким образом секьюритизация — инструмент, который стимулировал рост реальной активности в строительстве, стал бомбой замедленного действия для данного рынка?**

для кредиторов/владельцев бумаг. Уменьшение данного коэффициента было обусловлено исключительно ростом цен на недвижимость в докризисный период. Поэтому первоначальным импульсом формирования кризисных явлений стало снижение цен на недвижимость в США, которому предшествовал ряд явлений, создавших условия для трансформации импульса от падения цен в глобальный мировой кризис [5]. Ключевой момент — широкое применение секьюритизации активов банками — означает, что последние в определенной степени перестали быть поставщиками ликвидности и сами стали ее потребителями.

Секьюритизация привела к накоплению на балансах финансовых организаций сложных и трудно оцениваемых активов. К середине 2008 г. более 60% американских закладных было секьюритизировано. На рынке закладных из них формировали пулы для выпуска ценных бумаг, обеспеченных ипотекой (mortgage backed securities, MBS), а доходы структурировались по траншам с различным уровнем риска и доходности в качестве предложения инвесторам. В комплексе все это создавало чрезвычайно сложную и непрозрачную финансовую систему. При этом массово выпускались бумаги, платежи по которым обеспечивались уже не активами банков (кредиты, ипотека), а производными инструментами — деривативами.

В конечном итоге такая ситуация создает проблему переполненности экономики дутыми высокочемпионскими бумагами [7. Р. 19]. Существующая система «штам-

повала» все больше производных бумаг с максимальным рейтингом AAA (хотя далеко не все активы соответствовали этой планке качества). Единственным, что могло поддерживать такую модель на плаву, были растущие цены, демонстрирующие опережающий рост по отношению к прочим сегментам экономики, и положительные ожидания на рынке недвижимости.

*Для справки.* Индекс Case-Shiller Composite 10 с января 2002-го по январь 2007 г. вырос на 79% [4], что, безусловно, не соответствует улучшению макроэкономической ситуации в целом (рост ВВП без поправки на инфляцию

за аналогичный период составил 32% [8]).

До кризиса предполагалось, что американская экономика в большей степени способна противостоять снижению цен на недвижимость, чем большинство других экономик: шок, если он случится, будет амортизирован огромным числом инвесторов, а не отдельными финансовыми институтами. Предположение не подтвердилось.

*Для справки.* В качестве примера доверия к качеству ипотечных кредитов можно вспомнить введение в США нормы покрытия капитала (при расчете его достаточности) в размере 20% по кредитам, обеспеченным жилой недвижимостью, в соответствии с пресс-релизом ФРС [9].

Между тем комплексность инструмента в конечном итоге привела к непрозрачности и закрытости для понимания. Если стоимость простого пула закладных как основы MBS еще как-то можно оценить, то гораздо сложнее оценить стоимость последующих производных инструментов (derived tranches, collateralized debt obligations, CDO). Таким об-

разом, сомнения в первоначальных закладных породили еще большую неопределенность относительно стоимости получивших широкое распространение производных инструментов. Тот факт, что они были на балансах большого числа финансовых институтов, означал, что неопределенность затронет также огромное число счетов хозяйствующих субъектов.

Из-за прибыльности и доступности секьюритизации значительно усилилась взаимозависимость финансовых институтов как внутри отдельных стран, так и на мировой арене. С учетом глобализации низкая степень риска побудила зарубежных (по отношению к США) инвесторов активно вкладывать в американские ипотечные бумаги. В результате в момент кризиса никто четко не представлял, какое количество «токсичных» бумаг де-факто находится на балансе той или иной организации. Именно указанная непрозрачность привела к тому, что проблемы в ипотечном секторе США стали предпосылкой снижения доверия ко всем институтам, которые потенциально могли оказаться владельцами таких бумаг, в том числе и за пределами США. В результате сни-

жение качества активов американских банков автоматически снижало ожидаемое качество активов банков в Европе.

#### *Недостатки в работе надзорных органов*

Кризис в финансовом секторе наиболее развитых стран связан также с конфликтом интересов у ведущих операторов финансовых рынков. Отсутствие действенного механизма, обеспечивающего личную ответственность за их действия, временно позволило рынкам ориентироваться исключительно на спекулятивные операции. Такое положение вещей явно свидетельствует о наличии еще одного значимого катализатора развития кризиса — пробелов в регулировании.

Случаи с «Энрон» и «Пармалат» повторились в куда более крупном масштабе. Одни и те же группы компаний участвовали в структурировании выпусков, оказывали консалтинговые услуги, присваивали рейтинги и взаимодействовали в рамках аудита, что очевидным образом сказалось на качестве оценок [10]. Отсутствие необходимого контроля со стороны регуляторов за процедурами присвоения рейтингов и конфликт интересов привели к возникновению непрозрачной для конечного инвестора «переупаковки активов».

Отсутствовал должный надзор за передачей активов (и рисков!) с балансов банков. Широкое распространение получила передача активов офшорным компаниям. Например, банкам было разрешено снижать размер требуемого капитала путем передачи активов со своих балансов специальным инвестиционным компаниям (structured investment vehicles, SIV). Так, в 2006 г. стоимость выведенных за баланс активов Citigroup (2,1 трлн долл.) превысила стоимость балансовых активов (1,8 трлн долл.). Высокий уровень финансового левиреджа



стал катализатором кризисных явлений. Когда стоимость активов снижается или становится неопределенной, с ростом левериджа возрастает вероятность банкротства организаций. Именно это и происходило в 2007–2008 гг.<sup>2</sup>

Отсутствовали требования по регулированию рынка производных ценных бумаг и централизации информации, структурирование сделок с использованием компаний «специализированных» юрисдикций сделали возможным

## **Широкое применение секьюритизации активов банками означает, что последние в определенной степени перестали быть поставщиками ликвидности и сами стали ее потребителями.**

многоступенчатую переупаковку активов. В условиях всеобщего роста ожиданий это обеспечивало рост прибыли всех участников рынка. При этом регуляторы США не предприняли необходимых мер, чтобы своевременно предотвратить надувание «пузыря», а после потрясений на рынке оперативно ликвидировать последствия.

Генеральный управляющий Банка Франции К. Нуайе [11] в одном из своих выступлений в начале 2009 г. особо отметил непрозрачность финансового рынка как одну из ключевых причин, которые стали катализаторами кризиса. Действительно, рынок производных инструментов — это существенная часть мировых финансовых рынков. При этом объем внебиржевых инструментов более чем значителен [12]. Недостаточное внимание надзорных органов к данному вопросу сделало возможным появление большого количества непрозрачных и не переоцениваемых рынком инструментов. Определение стоимости указанных инструментов происходило на нерыночных принципах — в основном исходя из оценок рейтинговых агентств.

В связи с этим одним из очевидных шагов по предотвращению кризиса в будущем является перевод значительного объема внебиржевых инструментов на регулируемые фондовые рынки [13].

Кроме того, нынешний финансовый кризис можно рассматривать и как кризис оценки сложных финансовых инструментов по «справедливой» (рыночной) стоимости, который породил недоверие на мировых рынках, усилившее неопределенность в от-

ношении оценки рисков. Кризис показал, что оценка финансовых инструментов не сводится только к их учету, а затрагивает вопросы измерения и управления рисками в финансовых учреждениях, соблюдения пруденциальных норм, обеспечения финансовой стабильности в целом.

Отдельного внимания заслуживает необходимость обмена регуляторами информацией в целях упрощения идентификации «пузырей» на финансовых рынках [13].

В дополнение к модели кредитования originate-and-distribute многие банки (особенно в США и Великобритании) при формировании пассивов стали все больше опираться на межбанковское кредитование. В кризис положение таких банков стало особенно уязвимым, что еще больше усилило давление на глобальный денежный рынок.

Следствием перекосов явилось несоответствие между срочностью активов и пассивов. Наличие такого несоответствия как одного из последствий перехода на непрозрачную систему признано и руководством ФРС [14].

К сожалению, большинство справедливых оценок было сделано уже после начала глобального кризиса. А до этого господствовали совсем другие модные настроения [15].

Тем не менее необходимо отметить, что изначально основными движущими силами устойчивого развития секьюритизации были очевидные преимущества и стимулы, значимые как для инвесторов, так и для заемщиков.

### **Положительные стороны секьюритизации остаются**

Рассматривая сегодня вопрос о дальнейшей судьбе секьюритизации и устранении очевидных недостатков, необходимо еще раз вернуться в 1930-е годы, когда сформировались причины возникновения и развития данного инструмента. Очевидно, что с точки зрения экономики в целом секьюритизация ипотеки — это не столько самодостаточный инструмент, сколько механизм, направленный на стимулирование приоритетных направлений экономической активности. Исторически в целях формирования стабильного и устойчивого спроса на жилье ресурсы направлялись именно в строительный сектор. Но в качестве сектора-реципиента денежных средств может быть выбран любой из приоритетных сегментов экономики, нуждающихся в привлечении долгосрочных и недорогих ресурсов.

При этом уроки 2007–2009 гг. диктуют необходимость пересмотра существующих механизмов ипотечной секьюритизации. Перед регулятором стоит задача по предложению и внедрению механизмов, которые при обеспечении системы стимулов для сектора-реципиента ресурсов не будут нести в себе риски для финансовой системы и экономики в целом. Выше мы достаточно подробно рассматривали предпосылки кризиса и недостатки секьюритизации имен-

но для того, чтобы определить механизмы, которые обеспечат функционирование секьюритизации в качестве стимулирующего инструмента без накопления существенных рисков.

Какие преимущества для направления — реципиента ресурсов должна обеспечивать секьюритизация?

- Для российского рынка жилой недвижимости одной из наиболее актуальных задач остается привлечение долгосрочных ресурсов.

- Пониженная относительно рыночных ставок стоимость финансирования.

- Обеспечение стабильности привлечения ресурсов при заданной стоимости. Как показала практика, крайне важны не только характеристики срочности и стоимости привлекаемых ресурсов, но также и доступность финансирования для заемщиков при заданном кредитном качестве. Иначе говоря, при прочих равных условиях заемщик должен иметь возможность спрогнозировать объем кредита, на который он может рассчитывать. Например, если физические лица, удовлетворяющие требованиям банков по выдаче ипотечных кредитов, получают отказы из-за нестабильности пассивной базы самого банка, то такое явление просто замораживает активность на рынке жилья. То же самое можно сказать и о ставках — резкое увеличение ставок на 50–100% (что мы также наблюдали во время кризиса) фактически прекращает выдачу ипотеки. При этом очевидны преимущества секьюритизации для финансовых организаций.

- Оптимизация фондирования. Секьюритизация ипотечных активов способствует удешевлению фондирования. Стоимость заимствования (депозитов) очень высока из-за неразвитости банковского сектора и фон-

дового рынка, значительной инфляции. Поэтому применительно к Российской Федерации секьюритизация позволяет выйти на рынок ценных бумаг и восполнять недостаток кредитных ресурсов путем привлечения средств на более выгодных условиях. Превращение ипотечных активов в долгосрочные ценные бумаги дает банкам возможность получить доступ к более дешевым ресурсам, так как ипотечные ценные бумаги традиционно считаются низкорисковыми, ставки купонов невысоки, они могут быть даже ниже ставок по межбанковским кредитам, что обеспечивает доступ к «дешевым

## **Непрозрачность финансового рынка — одна из ключевых причин, ставших катализаторами кризиса.**

деньгам». Данное достоинство особенно важно для небольших банков, для которых доступ к недорогим долгосрочным ресурсам чаще всего вообще закрыт.

- Удобство в плане управления уровнем ликвидности банка.

- Снижение нагрузки в части обязательных нормативов. Секьюритизация ипотечных активов дает возможность вывести кредиты за баланс, улучшить таким образом показатели ликвидности банка, снизить нагрузку на капитал.

- Возможность снижения рисков как для инвесторов, так и для банков-оригинаторов. Для банка снижается риск, так как он частично переходит на инвесторов (покупателей ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами). С другой стороны, для инвесторов риск вложения в ипотечные ценные бумаги также ниже, чем если бы они вкладывали средства в традиционные ценные бумаги, так как ипотечные ценные бумаги являются производными от денежных потоков стабильного и значительного по размерам строительного сектора.

Очевидно, что говорить об описанных преимуществах в полной мере возможно только после устранения недостатков, ряд которых подробно освещен выше.

### **Возможные направления развития ипотечной секьюритизации**

С учетом перечисленных выше преимуществ секьюритизации очевидно, что после доработки ее механизмы могут быть крайне полезными для экономики.

Применительно к России кризис секьюритизации как таковой не стал заметным событием как для

банковского сектора, так и для рынка недвижимости в целом ввиду незначительного масштаба.

*Для справки* [16]. Объем рефинансированных ипотечных кредитов по состоянию на 1 сентября 2010 г. составил всего около 108 млрд руб. из 31 трлн руб. активов российского банковского сектора [17], то есть незначительную долю.

При этом российские банки не преследовали цель выдать как можно больше кредитов без должного обеспечения, тщательно проверяя кредитное качество заемщиков. Не последнюю роль в данном случае сыграли жесткие нормы резервирования.

В настоящее время в банковском секторе, как и в российской экономике в целом, наблюдается некоторое оживление. При этом, несмотря на рост активов банковского сектора в целом и рынка ипотечного кредитования в частности, потенциал для российского банковского сектора все еще значителен. Это подтверждается и новейшими рыночными тенденциями, например выходом на

российский рынок новых крупных игроков, таких как HSBC [18].

В связи с наличием потенциала на рынке ипотеки и, соответственно, секьюритизации ипотечных активов очевидной необходимостью стимулирования указанного сектора, а также в связи с принятием Стратегии развития ипотечного кредитования до 2030 г. [19] имеет смысл уделить внимание мерам, направленным на снижение уровня рисков при сделках секьюритизации.

Важным моментом является тот факт, что рынок ипотечной секьюритизации в России находится на начальной стадии роста. При этом европейский и особенно американский рынок — это сложившиеся институты, которые в первом приближении уже учли уроки нынешнего кризиса. Там регуляторы также наметили кардинальные меры по предотвращению подобных ситуаций в будущем.

Необходимо отметить, что регулирование рынка с триллионными объемами и множеством участников — крайне затратный процесс, сопряженный со значительными рисками.

В связи с вышеизложенным нами предлагаются меры, направленные на минимизацию рисков по сделкам секьюритизации применительно к России.

Сразу же хотели бы отметить, что, как показывает практика, сложив-

шиеся на развитом рынке США даже сверхэффективные механизмы раскрытия информации не являются панацеей, избавляющей от формирования «пузырей» и перекосов в финансовом секторе. Капитал всегда пойдет туда, где в соответствии с ожиданиями инвесторов прибыль будет выше. В связи с этим нельзя надеяться исключительно на невидимую руку рынка. Цикличность мировых кризисов только подтверждает это. Иначе говоря, экономические стимулы, ставшие фундаментом для кризисных явлений, в том или ином виде будут существовать всегда. Поэтому только налаживание эффективного риск-ориентированного надзора может предотвратить негативные последствия. В России в последние годы о риск-ориентированном надзоре много говорят. Но несмотря на рекомендации международных организаций, например МВФ и Всемирного банка, практически отсутствуют законодательные основы риск-ориентированного надзора, а без этого невозможно создать полноценную нормативную базу.

Для отслеживания кризисных явлений в экономике надзорным органам в первую очередь необходима вся полнота информации, а также соответствующие полномочия для принятия верных управленческих решений. С учетом того, что одним из основных катализаторов кризиса стало формирование «пузыря» на рынке недвижимости и рынке секью-

ритизированных активов, необходимо в первую очередь обратить внимание на централизацию сбора данных и соответствующий контроль.

Применительно к рынку недвижимости сделать это достаточно просто, создав базу данных по основным параметрам (цена, метраж, стоимость, расположение и т.д.). Поскольку в соответствии со ст. 164 ГК РФ сделки с недвижимым имуществом подлежат обязательной регистрации и соответствующая инфраструктура уже функционирует, значительных затрат на совершенствование этой системы не потребуется.

Таким образом, одна из первоочередных задач — это создание государством централизованного регистра по сделкам с недвижимостью, содержащего всю полноту информации о подобных сделках. Подчеркнем, что существует необходимость анализа именно рыночных параметров сделок, равно как и введение обязательства для отражения в договорах купли-продажи необходимых надзорным органам параметров, таких как наличие/отсутствие заемного финансирования при покупке недвижимости, а также информация о кредитном учреждении, предоставившем кредит.

При этом каждому объекту недвижимости должен быть присвоен уникальный код. Существующим ипотечным кредитам, равно как и вновь выдаваемым, также необходимо присваивать уникальный идентификационный номер на уровне банка. При этом данные о любых сделках с указанными кредитами (в том числе залог прав требования, передача в управление и т.д.) должны направляться по специально созданным формам отчетности в Банк России.

Применение таких мер, с одной стороны, позволит обезличить данные за счет обработки их по специализированным номерам, с другой — в короткие сроки со-



здать информационную базу о рыночных параметрах сделок с недвижимостью. Применение принципов обязательного уведомления регулятора о сделках с ипотечными кредитами не только сделает возможным создание базы данных для мониторинга рынка, но и позволит отслеживать текущее распределение кредитов и прав требования по ним с целью анализа рисков.

Также отметим, что создание указанных баз данных и обеспечение доступа к ним для надзорных органов (Банка России) является необходимым условием запуска регулируемого рынка купли-продажи ипотечных кредитов и, следовательно, ипотечных ценных бумаг.

При этом указанный рынок может быть создан «с нуля» либо, что наиболее вероятно, может стать одной из секций уже существующих крупных биржевых площадок — ММВБ и РТС. Очевидно, что при регулировании сделок купли-продажи базовых активов (ипотечных кредитов и ипотечных ценных бумаг) в обязательном порядке должны регулироваться и производные инструменты, выплаты по которым напрямую зависят от исполнения обязательств по базовым активам, и, безусловно, должны обращаться на организованном рынке. Для стимулирования сделок именно на регулируемом рынке необходимо ввести различные требования по капиталу при расчете рисков по торгуемым и неторгуемым производным ценным бумагам. При этом факт обращения на организованной в соответствии с законодательством России биржевой площадке может снижать коэффициент, используемый для расчета обязательных нормативов.

Реализация описанных выше принципов позволит как минимум:

- выявлять на ранних стадиях зарождение «пузырей»;
- в режиме реального времени принимать корректирующие меры;

- оперативно получать информацию о результатах указанных выше мер.

Таким образом, будет преодолеваться дефицит информации в сфере секьюритизации ипотечных активов (необходимой прежде всего надзорным органам).

Безусловно, открытым остается вопрос о том, на какой базе будет создаваться описанная инфраструктура. Вместе с тем очевидно, что ее отсутствие чревато реализацией рисков даже в условиях развитого финансового рынка и прозрачности финансовой информации.

Остается открытым острейший вопрос — контроль за производными финансовыми инструментами. Сделки с ипотечными бумагами уже регулируются отдельным федеральным законом, чего нельзя сказать о рынке производных финансовых инструментов. Такие сделки заключаются на внебиржевом рынке, что приводит к непрозрачности и возможным манипуляциям. В связи с этим одним из наиболее простых с точки зрения реализации шагов является постепенный перевод торговли производными финансовыми инструментами на биржевые площадки, регулируемые соответствующими надзорными органами. Важное

значение также имеют практические механизмы регулирования рынка производных финансовых инструментов с учетом наличия значительного количества сделок трансграничной секьюритизации.

Говоря об особенностях применения законодательства в части трансграничных сделок секьюритизации, нельзя не упомянуть о рейтингах и их роли в формировании кризиса. Как уже говорилось, слепая вера в рейтинговые агентства стала одним из мощнейших катализаторов глобального кризиса 2007–2009 гг. К сожалению, несмотря на печальные уроки прошлого, никаких новых механизмов, заменяющих оценку рейтинговых агентств, не появилось. Вместе с тем работы в указанном направлении не прекращаются. Об этом свидетельствует принятие законопроекта, посвященного регулированию финансовой сферы в США [20].

Основными направлениями этого законопроекта являются расширение полномочий и ответственности регулятора, а также внедрение регулирования в различных сегментах рынка.

Ключевые моменты в отношении регулирования деятельности рейтинговых агентств — исключение конфликта интересов и отказ



от ссылок на рейтинги в законодательных актах и предложениях инвесторам. Очевидно, что для нормального функционирования финансового сектора понадобится дополнить систему рейтингов:

- аккредитацией рейтинговых агентств;
- созданием альтернативных и публично доступных систем оценки качества эмитентов.

Аккредитация существующих систем рейтингования и рейтинговых агентств, равно как и создание новых систем с регуляторными органами, позволит разработать и внедрить определенные принципы присвоения рейтингов, таких как, например, ответственность рейтинговых агентств за выставленные рейтинги, стандарты раскрытия информации при присвоении рейтингов. На данный момент указанные требования в российском законодательстве отсутствуют. В конечном итоге данные меры приведут к повышению прозрачности как на рынке ипотечных ценных бумаг, так и на финансовых рынках в целом.

В соответствии с положениями Стратегии развития ипотечного кредитования до 2030 г. снижение цен на жилье рассматривается как фактор риска, поэтому Стратегия направлена на стабилизацию цен (ст. 2 данного документа). В связи с этим можно констатировать, что снижение стоимости жилья не расценивается как стимул расширения ипотечного кредитования, наоборот, ставка делается на стабилизацию цен.

При таких предпосылках очевидным направлением развития ипотеки становится секьюритизация. С нашей точки зрения, одним из дополнительных стимулов совершенствования данного инструмента, равно как и ограничителем роста «пузырей», может стать прогрессивная шкала налогообложения доходов от сделок с ипотечными ценными бумагами. С учетом того, что стабильность на рынке ипотечного

кредитования в современных условиях напрямую зависит от стабильности и стоимости финансирования (что непосредственно связано с рынком ипотечных ценных бумаг), внедрение прогрессивной шкалы налогообложения позволит сдерживать спекулятивные импульсы.

Идея применения прогрессивной системы налогообложения не новость. Вместе с тем стандартная логика — чем больше доход, тем больше налог — не сможет быть сдерживающим фактором для спекулятивных импульсов. В настоящее время прибыли, по-

### **Капитал всегда пойдет туда, где в соответствии с ожиданиями инвесторов прибыль будет выше.**

лучаемые участниками финансового рынка именно за счет спекулятивных операций, более чем значительны. Именно спекулятивные сделки зачастую являются определяющими факторами при формировании цен финансовых инструментов [21]. Уроки кризиса показали, что помимо значительных краткосрочных прибылей подобные сделки являются основой для развития нестабильной ситуации. Принимая во внимание значительное влияние спекулятивной составляющей, американские монетарные власти намерены ввести ограничения на краткосрочные спекулятивные операции [22]. Логика проста: спекулятивные операции будут облагаться большим налогом, чем операции по купле-продаже активов, находившихся во владении в течение длительного времени. Иначе говоря, шкала налогообложения прогрессивная, но ставка налога зависит не от суммы, а от времени владения активом, количества сделок в день и т.д.

В настоящий момент действует плоская шкала налогообложения доходов от операций с ценными бумагами как для юридических, так и для физических лиц

(20 и 13% соответственно). Например, прибыль по операциям, проведенным в течение одного дня, будет облагаться налогом по таким же ставкам, как и прибыль, заработанная за 5 лет долгосрочных инвестиций. То же самое касается и прибыли, полученной в рамках первичного размещения секьюритизированных бумаг.

В связи с этим достаточно обоснованным с точки зрения общественных интересов является вариант льготного налогообложения прибыли при продаже ценных бумаг, приобретенных в рамках первичного размеще-

ния. Наряду со льготами необходимо ввести повышенный налог (не являющийся, впрочем, запретительным) по прибыли, полученной при спекулятивных продажах в рамках одного дня.

Таким образом, предлагаемая шкала налогообложения для ипотечных ценных бумаг выглядит следующим образом (см. таблицу).

Отметим, что результатом внедрения подобных мер будет не только «удлинение денег» и сглаживание колебаний на рынке, но и дополнительные доходы для бюджета в форме налоговых поступлений.

Важный момент — предлагаемые изменения должны найти отражение в соглашениях об избежании двойного налогообложения, в противном случае значительная часть инвесторов просто сменит юрисдикцию компаний — держателей ценных бумаг.

\*\*\*

В статье проанализирована природа секьюритизации. Особое внимание уделено секьюритизации ипотеки. С учетом новей-

ших тенденций уточнены основные причины кризиса ипотечной секьюритизации, рассмотрены механизмы его трансформации в глобальный финансовый кризис. Предложен ряд шагов, направленных на поддержку и стабильное развитие данного сегмента финансового рынка в будущем.

В целях обеспечения стабильности развития секьюритизации и финансового рынка в целом сформировано ключевое (в том числе с учетом международной практики) предложение — безусловное усиление роли регулятора. Для достижения указанной цели в работе предложен ряд шагов, которые являются необходимыми условиями для дальнейшего развития секьюритизации ипотеки. В первую очередь это создание соответствующих баз данных в сочетании с внедрением системы стимулов для перевода операций с производными ценными бумагами на биржевые площадки. Одновременно предполагается регламентация прав доступа к указанным базам со стороны регуляторов. Создание массивов данных позволит за короткое время собрать статистику, необходимую для текущего анализа и выработки дальнейших решений. В то же время уже сегодня влияние спекулятивных импульсов может быть ограничено за счет внедрения прогрессивной (по времени владения ценной бумагой) шкалы налогообложения.

Для полноценного мониторинга финансового рынка и рынка ипотечной секьюритизации также целесообразно отказаться от однозначной трактовки рейтингов, присваиваемых международными рейтинговыми агентствами. Развитию регулирования в данной области будет способствовать процесс аккредитации рейтинговых агентств в сочетании с созданием прозрачной и контролируемой системы рейтингования.

Претворение в жизнь указанных мер позволит, с одной стороны,

## Предлагаемая шкала налогообложения для ипотечных ценных бумаг

Срок нахождения бумаги у одного инвестора	Ставка налога на прибыль
С момента первичного размещения (но не менее 5 лет)	10% для физических лиц, 15% для юридических лиц
От 1 до 30 дней	35% для физических лиц, 35% для юридических лиц
Иные варианты	13% для физических лиц, 20% для юридических лиц

достаточно оперативно снизить подверженность существующим рискам, с другой — создаст прочный фундамент для дальнейшего усиления риск-ориентированного надзора.

ПЭС 10271/15.12.2010

### Примечания

1. По аналогичному сценарию развивался банковский кризис в Японии в 1990 г., но он не мог стать мировым прежде всего из-за различия в масштабах инвестиций в указанные инструменты.

2. В том числе за счет введения в действие новых положений в стандартах МСФО FAS № 157, применяемых для составления отчетности после 15 ноября 2007 г.: при постановке активов на баланс в соответствии с МСФО необходимо отражать финансовые инструменты по справедливой стоимости.

### Литература

1. Tavakoli, J. Collateralized Debt Obligations & Structured Finance, John Wiley & Sons, 2003.
2. Systemic Banking Crises: New Database, L. Laeven, F. Valencia, IMF Working Papers, 2008.
3. Financial crisis: Where did management fail? Royal Bank of Scotland, Amsterdam 2009.
4. <http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/us/?indexId=spusacashpidf-p-us>.
5. The crisis: Basic mechanisms and Appropriate policies. O. Blanchard IMF working papers, 2009.
6. <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>.
7. The new paradigm of the financial markets, George Soros, Public Affairs, New York 2008.

8. [http://www.google.com/publicdata?ds=wb-wdi&met=ny\\_gdp\\_mktp\\_cd&idim=country:USA&dl=en&hl=en&q=usa+gdp](http://www.google.com/publicdata?ds=wb-wdi&met=ny_gdp_mktp_cd&idim=country:USA&dl=en&hl=en&q=usa+gdp).

9. [http://www.federalreserve.gov/generalinfo/base12/NPR\\_StandardizedApproach/](http://www.federalreserve.gov/generalinfo/base12/NPR_StandardizedApproach/).

10. Thirteen questions about subprime crisis, Barry Eichengreen, University of California Berkeley, 2008, Working paper.

11. <http://www.bis.org/review/r090130a.pdf?noframes=1>.

12. <http://www.forbes.com/2009/05/18/geithner-derivatives-plan-opinions-contributors-figlewski.html>.

13. <http://www.iie.com/publications/papers/goldstein0408.pdf>.

14. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20100318a.htm>.

15. Vaughan R. J., Hill E. W. Banking of the Brink: the Troubled Future of American Finance. Washington Post, 1992.

16. <http://cbr.ru/publ/BBS/Bbs1009r.pdf>.

17. [http://cbr.ru/analytics/bank\\_system/obs\\_100701.pdf](http://cbr.ru/analytics/bank_system/obs_100701.pdf).

18. [http://www.vedomosti.ru/finance/news/1092252/hsbc\\_reshit\\_kvartirnyj\\_vopros](http://www.vedomosti.ru/finance/news/1092252/hsbc_reshit_kvartirnyj_vopros).

19. <http://www.rian.ru/economy/20100719/256353755.html>.

20. <http://www.govtrack.us/congress/bill.xpd?bill=h111-4173>.

21. J. Mei, J. Scheinkman, W. Xiong Speculative Trading and Stock Prices: Evidence from Chinese A-B Share Premia, Annals of economics and finance 10-2, 225-255 (2009), Princeton, New Jersey.

22. <http://www.bloomberg.com/news/2010-09-07/sec-weighs-new-rules-for-high-frequency-traders-after-may-6-market-plunge.html>.