

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«**Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации**»
(**Финансовый университет**)

Финансовый факультет

Департамент банковского дела и финансовых рынков

Выпускная квалификационная работа

на тему: «Перспективы и проблемы секьюритизации активов российских
кредитных организаций»

Направление подготовки 38.04.08 «Финансы и кредит»

«Современное банковское дело и риск-менеджмент в коммерческом банке»

Выполнила студентка учебной группы

СБД19-1м

Зайцева Анастасия Александровна

_____ (подпись)

Руководитель к.э.н., доцент

Мешкова Елена Ивановна _____

(подпись)

**ВКР соответствует предъявляемым
требованиям**

Руководитель Департамента

д.э.н., профессор

_____ М. А. Абрамова

(подпись)

«___» _____ 2021 г.

Москва – 2021 г.

Оглавление

Введение	3
ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ	7
1.1 Экономическая природа и сущность секьюритизации	7
1.2 Организационно-экономический механизм реализации секьюритизации активов	13
1.3 Сравнительный анализ видов секьюритизации и их ключевых характеристик	23
1.4 Инструменты секьюритизации	29
ГЛАВА 2 АНАЛИЗ РАЗВИТИЯ СОВРЕМЕННОГО РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ	39
2.1 Тенденции современного российского рынка секьюритизации	39
2.2 Мировой опыт использования секьюритизации активов как инструмента управления риском	49
2.3 Рынок секьюритизации альтернативных классов активов	63
ГЛАВА 3 ПЕРСПЕКТИВЫ И ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ	74
3.1 Проблемные аспекты российского рынка секьюритизации активов	74
3.2 Направления решения проблем развития рынка секьюритизации активов	83
3.3 Перспективы развития рынка секьюритизации активов на современном этапе	94
Заключение	101
Список использованных источников	105

Введение

На сегодняшний день многие российские банки, в особенности крупнейшие из них, являющиеся системно значимыми, заинтересованы в дополнительных ресурсах для фондирования своих кредитных портфелей и готовы к применению более сложных и высокотехнологичных операций, таких как секьюритизация активов.

Теоретическая актуальность выбранной тематики обусловлена активным развитием такого направления как исследование проблемных аспектов и факторов стагнации в развитии рынка секьюритизации в России и за рубежом.

Практическая актуальность выбранной тематики обусловлена тем, что на сегодняшний день секьюритизация – наиболее выгодный способ привлечения более дешёвого финансирования относительно иных источников, в особенности, с учетом удорожания ресурсов на кредитных рынках, что подтверждает необходимость решения прикладной проблемы развития рынка секьюритизации, а именно выявление проблемных аспектов развития и факторов стагнации и разработка практических рекомендаций по их минимизации.

Степень разработанности темы можно оценить как среднюю, однако, в последние годы появляется все больше исследований в области секьюритизации как в России, так и за рубежом. Это объясняется важностью секьюритизации как перспективного инструмента для развития национальной и мировой экономики, а также высокой практической значимостью секьюритизации для участников финансового рынка.

Отечественные исследователи в своих работах уделяют больше внимания проработке общетеоретических вопросов, касающихся формирования рынка секьюритизации. Среди них необходимо отметить работы таких ученых как Д.М. Михайлов, Б.Б. Рубцов, Л. Н. Красавина, В.М.

Усоскин, Я.М. Миркин, А.В. Кавкин, М.В. Лычагин, Д.М. Михайлов, В.В. Рудько-Силиванов, Ю.В. Бородач, Е.В. Иванова и других.

Отдельные аспекты функционирования глобального рынка секьюритизации и его развития рассмотрены в работах А. Корзуна, Н. Ситниковой, В. Стели, А. Анисимова, М. Хюфнера, В.Тилмана, О. Иванова, опубликованных в периодической печати.

Среди зарубежных представителей, внесших значительный вклад в исследование проблемы формирования и функционирования рынка секьюритизации, следует отметить работы Фабоцци Ф.Д., Халла Д.К., Амермана Д., Виллмота П., Барретта Р., Эвана Дж., Финнерти Дж., Кэйна Э., Коури С., Бера Х.П., Хилла С., Ж.Ж. де Вриз Роббе, Дэвидсона Э., Сандерса Э., Вольфа Л.-Л., Чинг А., Синки Дж., Хейра Л., Джобста А., Эффенбергера Д., Маршалла Дж.Ф., Бансала В. К. и других.

Целью исследования является выявление ключевых проблем и перспектив секьюритизации активов кредитных организаций в России, а также разработка рекомендаций по разрешению выявленных проблемных аспектов развития российского рынка секьюритизации активов кредитных организаций.

Поставленной цели соответствуют следующие задачи исследования:

1. Изучить ключевые теоретико-методологические аспекты секьюритизации, включая экономическую природу и сущность, организационно-экономический механизм, виды и инструменты секьюритизации.

2. Проанализировать состояние российского и мирового рынков секьюритизации;

3. Выявить основные тенденции и проблемы современного российского рынка секьюритизации;

4. Разработать рекомендации по разрешению проблемных аспектов российского рынка секьюритизации активов кредитных организаций;

5. Оценить дальнейшие перспективы развития рынка секьюритизации активов кредитных организаций.

Объектом исследования является секьюритизация активов кредитных организаций.

Предмет исследования – рынок секьюритизации активов российских кредитных организаций.

В качестве теоретической основы исследования используются теории, концепции, классификации и подходы, сформулированные и развиваемые в работах отечественных и зарубежных исследователей секьюритизации активов кредитных организаций.

Методологическая основа исследования сформирована посредством использования общенаучных методов: анализ, синтез, обобщение, сопоставление, сравнение, классификация, индукция, дедукция.

В информационную базу исследования включены федеральные законы и другие нормативно-правовые акты различных уровней, регулирующие вопросы организации и реализации сделок по секьюритизации активов кредитных организаций. Также в исследовании используются монографии по исследуемой тематике, материалы периодических изданий, статистика из различных баз данных (Росстат, статистика кредитных организаций и ЦБ РФ) и иные ресурсы сети Интернет, соответствующие тематике исследования.

Научная новизна исследования состоит в развитии теоретических положений относительно проблемных аспектов развития рынка секьюритизации в России.

Теоретическая значимость исследования состоит в увеличении степени проработанности темы секьюритизации активов по следующим вопросам: проблемные аспекты, тенденции и перспективы развития рынка секьюритизации активов кредитных организаций.

Практическая значимость исследования состоит в возможности практического внедрения разработанных и предложенных рекомендаций по разрешению выявленных проблем, осложняющих развитие российского

рынка секьюритизации активов кредитных организаций. Практические рекомендации могут быть направлены участникам российского рынка секьюритизации: кредитным организациям, АО ДОМ.РФ и иным участникам сделок по секьюритизации.

В качестве апробации и внедрения результатов исследования проведено выступление на международной научно-практической конференции «Научный поиск молодых ученых» 28 апреля 2020 года по теме «Анализ российского рынка секьюритизации: ключевые тенденции и перспективы».

Публикации по теме исследования: опубликована статья «Анализ российского рынка секьюритизации: ключевые тенденции и перспективы» в монографии «Развитие финансовых рынков и банков в миропорядке открытого информационного доступа» под редакцией Л. Н. Андриановой, И. Е. Шакер в 2020 году.¹

¹ Шакер. И. Е. Развитие финансовых рынков и банков в миропорядке открытого информационного доступа : монография / под редакцией Андриановой Л. Н., Шакер И. Е. – Москва : Русайнс, 2020. – 264 с. – ISBN 978-5-4365-5549-2

ГЛАВА 1

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

1.1 Экономическая природа и сущность секьюритизации

На сегодняшний день многие российские банки, в особенности крупнейшие из них, являющиеся системно значимыми, заинтересованы в дополнительных ресурсах для фондирования своих кредитных портфелей и готовы к применению более сложных и высокотехнологичных операций, таких как секьюритизация активов. Секьюритизация является сложным и многогранным экономическим явлением, подход к определению которого также может быть рассмотрен с нескольких точек зрения.

Непосредственно термин «секьюритизация» впервые был использован официально и в том экономическом смысле, который присущ ему сегодня, в 1977 году и был связан с английским словом «security», которое имеет несколько значений: безопасность, обеспечение, ценные бумаги. В 1977 году в прессе была широко освещена сделка, в процессе которой Solomon Brothers продала ипотечный кредит «Bank of America». В интервью журналистам брокер, ответственный за сделку, порекомендовал назвать проведенную операцию «секьюритизацией».²

Позже финансовые институты обращались к секьюритизации ввиду появления «новой финансовой реальности», а именно, развития рынка ценных бумаг и его становления ключевым источником получения дополнительных ресурсов на выгодных условиях.

В западной литературе существует несколько концепций, объясняющих экономическую природу секьюритизации, как классической, так и синтетической. Одна из центральных концепций, сформулированная экономистом У. Зильбером в конце 1970-х, рассматривает в качестве

² Белозёров С. А., Лупырь А. А. Исторические формы и концепции секьюритизации активов // Финансы и кредит. – 2013. – №. 31 (559). – С.70. – ISSN 2071-4688.

ключевой предпосылки к появлению механизма классической секьюритизации государственное регулирование в сфере банковской деятельности: «Активное развитие такого явления как секьюритизация стало ожидаемым ответом на ужесточение банковского законодательства, в частности, на политику кредитной рестрикции, которую проводили центральные банки некоторых стран с целью уменьшения свободной денежной массы. Для ограничения выдач кредитов центральные банки увеличивали ключевые ставки, что становилось причиной увеличения стоимости привлечения ресурсов и вызывало необходимость поиска альтернативных источников привлечения средств для соответствующего снижения затрат. Ответом на открытую потребность стали фондовые рынки и, непосредственно, механизм секьюритизации».³

Другим ученым Джоном Финерти была предложена иная концепция, объясняющая природу появления секьюритизации, во главе которой стоял риск и потребность в его регулировании и минимизации: «Выпуск ценных бумаг, обеспеченных залоговыми, был инициирован американским правительством, прежде всего, для повышения ликвидности жилищного сектора. Применение секьюритизации может рассматриваться не только как более дешевый способ привлечения ресурсов, но и как полноценный инструмент для регуляции риска, повышении ликвидности и снижении транзакционных издержек».⁴

Основная концепция, объясняющая природу появления синтетической секьюритизации, т. е. объединяющей свойства классической секьюритизации и кредитных деривативов, максимально полно описана в монографии Ж. Ж. Де Вриз Роббе и Поля Али «Секьюритизация и право», где ключевое внимание

³ Obay L. Financial Innovation in the Banking Industry. The Case of Asset Securitization. N.Y., L.: Garland publ., 2000. – С.18. – Текст : электронный. – URL: <https://books.google.ru/books?id=88ilAgAAQBAJ&hl=ru> (дата обращения: 28.09.2020).

⁴ Obay L. Financial Innovation in the Banking Industry. The Case of Asset Securitization. N.Y., L.: Garland publ., 2000. – С.19. – Текст : электронный. – URL: <https://books.google.ru/books?id=88ilAgAAQBAJ&hl=ru> (дата обращения: 28.09.2020).

уделено изменению вектора развития банковской системы в 1990-х годах (закрепление требований к резервированию капитала), законодательным ограничениям на передачу активов, а также развитию рынка кредитных деривативов.⁵

Таким образом, экономическая природа секьюритизации была сформирована рядом активно изменяющихся социально-экономических процессов:

а) Логическое развитие и усложнение экономических процессов в мире с течением времени. По мере становления экономических взаимоотношений более сложными и многоуровневыми ввиду развития общества и технологического прогресса, возросла роль финансовой сферы, как ключевого фундамента большинства процессов. Это, в свою очередь повлекло за собой развитие мировых финансовых рынков и укрепление позиций отдельных финансовых институтов;

б) Появление потребности в увеличении числа источников финансирования деятельности экономических субъектов и их оптимизации с учетом возрастающей роли инструментов рынка ценных бумаг и управления рисками;

с) Появление потребности в привлечении ресурсов меньшей стоимости. Посредством сделок по секьюритизации стало возможным привлечение более дешевого финансирования на фондовых рынках, нежели на кредитных;

д) Появление у финансовых институтов потребности в уменьшении риска по операциям;

е) Высокая волатильность процентных ставок по кредитам;

ф) Гибкость и изменчивость регулятивных банковских и налоговых норм;

⁵ Вриз Роббе Жан Жоб, Али Поль. Секьюритизация и право. Пер. с англ. [О. М. Иванов, А. А. Казаков, М. Г. Шахунян]. - Сер. Серия "Современное банковское право". – 2008. – С.5. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=19761140> (дата обращения: 29.09.2020).

г) Ускорение информационного обмена вследствие компьютеризации, автоматизации, роботизации и иного технологического усовершенствования средств передачи информации.

Переходя к анализу непосредственного определения секьюритизации, необходимо отметить, что в современной экономической литературе, как российской, так и зарубежной, существуют множество различных подходов к определению данного процесса.

По своей сущности процесс секьюритизации подразумевает под собой, в некотором смысле, замену нерыночных займов или потоков наличных денежных средств на ценные бумаги, свободно обращающиеся на рынках капиталов.⁶ Данный процесс может происходить относительно объединенных групп некрупных однородных активов, а также крупных единичных кредитов, зачастую ипотечных или потребительских.

Ввиду того, что исследование, проведенное в данной работе посвящено секьюритизации активов российских кредитных организаций, необходимо отметить, что под активами, в отношении которых может быть проведена сделка по секьюритизации, в данном случае понимаются кредиты, либо группы однородных кредитов, способные генерировать стабильные денежные потоки.

Иное определение представлено в финансово-кредитном энциклопедическом словаре под редакцией А.Г.Грязновой: «Под секьюритизацией следует понимать привлечение финансирования путем выпуска ценных бумаг и инструментов на их основе вместо привлечения банковских ссуд».⁷

Также существует подход, в соответствии с которым секьюритизация рассматривается применительно исключительно к банковской деятельности.

⁶ Супрунович Е. Секьюритизация активов: опыт и перспективы //Банковское дело. – 2007. – №. 2. – С. 64. – ISSN: 2071-4904.

⁷ Грязнова А. Г. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Колл. авторов ; Под общ. ред. А.Г. Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 1168 с. – ISBN 5-279-02306-X.

Например, Л. Н Красавина рассматривает секьюритизацию исключительно как процесс замещения банковских ссуд эмиссией ценных бумаг, обеспеченных обязательствами (пакетом обязательств) по выданным ссудам.⁸

Более того, существует подход, при которой секьюритизация рассматривается как способ структурирования неликвидных кредитов. С. А. Белозеров видит это следующим образом: «В данной концепции, по мнению ученых, секьюритизация используется банками для улучшения качества активов, путем трансформации проблемной задолженности в обеспеченные ценные бумаги и, соответственно списания с баланса банка безнадежных долгов. В данном случае предполагается следующий механизм использования секьюритизации: из относительно однородных ссуд формируется пул закладных, оформляется в виде ценных бумаг и реализуется на вторичном рынке, позволяя банку списать часть долгосрочных проблемных активов с баланса с повышением общего уровня ликвидности».⁹

Центральным классическим определением секьюритизации в западной литературе является определение по Х. П. Бэру. Х. П. Бэр разработал два определения такого явления как секьюритизация – в узком и широком смыслах.

В широком смысле определение звучит следующим образом: «Секьюритизация – это перемещение финансирования с рынка кредитов на денежный рынок и рынки капитала, опосредованное заменой кредитного финансирования схемами, основанными на выпуске ценных бумаг».¹⁰

В узком смысле Бэр определяет секьюритизацию так: «Секьюритизация – это процесс, конечным результатом которого становится

⁸ Оглоблина, Е. В. Международные валютно-кредитные отношения. Практикум : учебное пособие для академического бакалавриата / Е. В. Оглоблина, Л. Н. Красавина; под редакцией Л. Н. Красавиной. – Москва : Издательство Юрайт, 2019. – 299 с. – (Бакалавр. Академический курс). – ISBN 978-5-534-01518-8.

⁹ Белозёров С. А., Лупырь А. А. Исторические формы и концепции секьюритизации активов //Финансы и кредит. – 2013. – №. 31 (559). – С.78. – ISSN 2071-4688.

¹⁰ Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. С нем. Ю.А.Алексеева., О.М.Иванова. М.: Волтерс Клувер, 2007. – С.38. – ISBN: 978-5-466-00140-2.

списание финансовых активов с баланса предприятия или кредитной организации (в зависимости от типа секьюритизации), отделение активов от остального имущества и передача активов специально созданному финансовому посреднику для последующего рефинансирования на фондовом рынке».¹¹ Необходимо заметить, что рефинансирование может быть осуществлено посредством различных механизмов: выпуска ценных бумаг (в более классическом понимании), либо путем получения синдицированного кредита. Более подробно различия и особенности различных типов и видов секьюритизации проанализированы в следующем пункте настоящей главы.

Необходимо отметить, что несмотря на то, что данное определение принято в качестве основного определения секьюритизации, в нем есть как преимущества (описаны все классические признаки секьюритизации, позволяющие отделить данный механизм от иных схем привлечения финансирования), так и недостатки. Так, в современных сделках по секьюритизации не всегда происходит списание активов с баланса originатора, а также не всегда используется специально созданное юридическое лицо.

Таким образом, можно заключить, что до настоящего времени в литературе, как и в рыночной практике, не выработано единого, полного и принятого всеми определения секьюритизации активов. Анализ различных определений позволяет выделить современные ключевые признаки, отличающие секьюритизацию от прочих механизмов привлечения финансирования:

- а) Сложная, многоуровневая структура сделки, требующая привлечения третьих лиц и посредников;
- б) Факт отделения и передачи риска, связанного с владением активом, от originатора;

¹¹ Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. С нем. Ю.А.Алексеева., О.М.Иванова. М.: Волтерс Клувер, 2007. – С.38. – ISBN: 978-5-466-00140-2.

с) Появление нового финансового инструмента (ценных бумаг, либо иного), выпущенного под обеспечение.

Дополнить определение секьюритизации для более глубокого понимания ее экономической сущности возможно через анализ выполняемых ею функции:

а) Способствует развитию финансового рынка, путем создания новых финансовых инструментов;

б) Позволяет привлечь более дешевые ресурсы на выгодных условиях и, соответственно, сократить затраты предприятия, либо кредитной организации, позволив направить высвобожденные средства на развитие бизнеса;

с) Позволяет минимизировать риски владельца активов путем распределения его между банком, инвестором и посредником (при наличии);

д) Способствует повышению уровня финансовой устойчивости кредитной организации (например, с помощью секьюритизации банк может трансформировать потенциально проблемные кредиты в ликвидные ценные бумаги).

Таким образом, обобщив предпосылки к появлению и развитию механизма секьюритизации, и проанализировав различные определения российских и зарубежных ученых, а также функции секьюритизации, наиболее полно секьюритизацию можно характеризовать как одну из наиболее современных форм привлечения финансирования, опосредованную передачей части риска путём выпуска ценных бумаг или инструментов на их основе, обеспеченных активами, генерирующих стабильные потоки денежных средств и позволяющую рефинансировать стоимость этих активов.

1.2 Организационно-экономический механизм реализации секьюритизации активов

Говоря о классической простой схеме секьюритизации, можно выделить ключевых участников любой сделки: оригинатор (он же владелец пула секьюритизируемых активов), SPV (специально созданное юридическое лицо) и инвесторы.¹² Последовательность действий, которые включает сделка по секьюритизации, возможно разделить на следующие этапы (ниже). Для соответствия теме исследования будем рассматривать схему секьюритизации на примере секьюритизации активов кредитной организации:

а) Оригинатор определяет пул однородных секьюритизируемых активов из уже имеющихся, либо специально создает базовые активы под сделку. Цель – избавиться от активов в виде долгов, произвести «трансфер» средств в свободный капитал, в некотором смысле «разблокировать» его, сделав свободным для дальнейшего создания активов.

б) Далее в соответствии с условиями сделки образуется SPV;

в) SPV приобретает задолженности по их текущей рыночной стоимости, либо приобретает кредитный риск по задолженностям в зависимости от типа секьюритизации (классическая, либо синтетическая секьюритизация). Если в качестве схемы сделки выбрана классическая, то происходит непосредственное списания пула активов с баланса оригинатора и передача его SPV. В случае, если выбрана синтетическая схема проведения сделки, пул активов остается в собственности оригинатора, обособляясь на балансе.¹³

г) SPV выпускает ценные бумаги, обеспеченные будущими платежами по пулу секьюритизируемых активов, передавая их либо оригинатору, который затем выводит их на рынок, либо инвесторам.

¹² Саломатина С. Ю. Секьюритизация: терминологический аспект // Концепт. 2014. №8. – С.4. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sekyuritizatsiya-terminologicheskiiy-aspekt> (дата обращения: 10.10.2020).

¹³ Зинкевич О. В., Люкевич И. Н. Секьюритизация активов: виды и особенности механизмов // Цифровая трансформация экономики и промышленности. – 2019. – С. 610. – ISBN: 978-5-7422-6613-6.

e) Проводится работа с активами, которые участвуют в сделке: принимаются платежи от должников, ведется работа с проблемными заемщиками, а также работа с залогами. Эту работу может выполнять как сам оригинатор, так и специальное третье лицо, привлеченное для сделки – сервисный агент (servicer). За эту работу SPV выплачивает агенту комиссию.

f) Полученные впоследствии платежи по кредитам, а также иные потоки средств, полученные от пула активов, участвующего в сделке, передаются SPV.

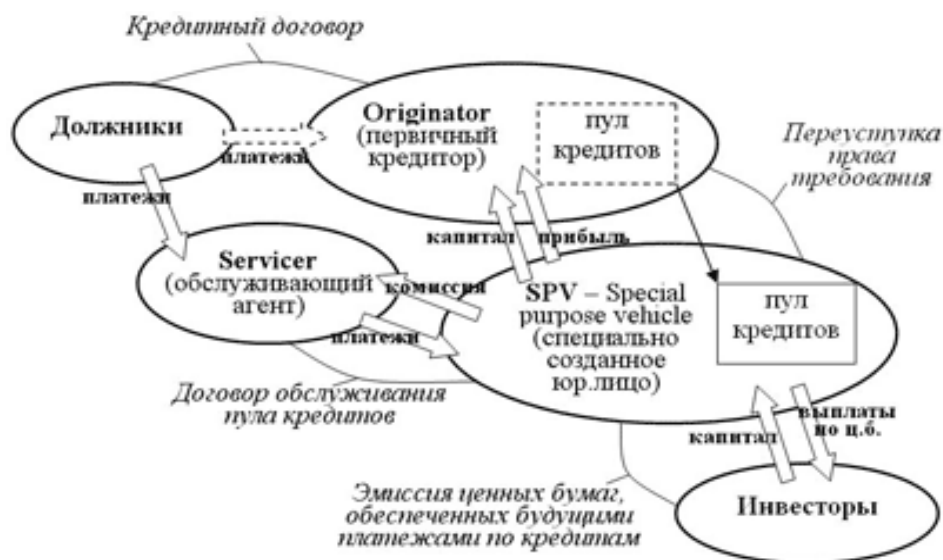
g) SPV передает средства инвесторам или реинвестирует его с тем, чтобы выплачивать инвесторам их часть с установленной периодичностью. Выплаты инвесторам производятся по той схеме, которая зафиксирована в сделке по договоренности всех участников сделки.

h) В процессе работы сервисного агента может сложиться ситуация дефолта по кредитам в пуле сделки. В таком случае сервисный агент (либо сам оригинатор) возбуждает иск против должников от лица SPV. Все дополнительно взысканные платежи по активам перераспределяются SPV по схеме, описанной выше.

i) Далее, когда непогашенными остаются только окончательно безнадежные кредиты, оригинатор обычно закрывает сделку путем выкупа этой части непогашенных задолженностей, которая, в большинстве случаев, незначительна.

j) Далее сделка завершается путем выплаты прибыли оригинатору (с учетом ранее понесенных убытков в процессе сделки, если таковые имели место) на условиях, согласованных с оригинатором.

Кратко общая схема сделки, ее участники и их ключевые обязанности отражены на схеме на рисунке 1.



Источник: составлено автором по материалам Хакимова Р. М. Секьюритизация банковских кредитов, как новый инструментарий современного финансового рынка России //Современные проблемы науки и образования. – 2015. – №. 2-2. – С. 396. ISSN 2070-7428.

Рисунок 1 - Общая схема секьюритизации

Представленная выше схема представляет собой упрощенную версию. В сделке по зачастую принимают участие не только ключевые участники (оригинатор, SPV и инвесторы), а также ряд дополнительных в случае необходимости. В качестве наиболее часто встречающихся дополнительных участников сделки по секьюритизации можно выделить следующие:¹⁴

- а) Гарант, который осуществляет кредитную поддержку секьюритизации (данную роль могут исполнять представители крупных банков или же страховой компании);
- б) Платежный агент, который осуществляет непосредственную работу с ценными бумагами (в большинстве случаев не привлекается);
- в) Андеррайтер, который выполняет функции мониторинга, оценки и поддержания цены соответствующих ценных бумаг;
- г) Консалтинговые компании, привлекающиеся для консультаций по юридическим вопросам, вопросам налогообложения и учета.

¹⁴ Лопатина С. В. Проблемы механизма секьюритизации и их влияние на экономическую безопасность в Российской Федерации //Инновационное развитие экономики. – 2019. – №. 2. – С. 324. – ISSN: 2223-7984.

е) Рейтинговая компания, которая определяет потенциальный рейтинг выпускаемых ценных бумаг;

Расширенная схема сделки по секьюритизации представлена на рисунке 2.



Источник: составлено автором по материалам Берзона Н. И. и др. Инновации на финансовых рынках: коллект. моногр. / Н. И. Берзон, Е. А. Буянова, В. Д. Газман и др. ; под науч. ред. Н. И. Берзона, Т. В. Тепловой. — М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2013. — С. 420. — ISBN 978-5-7598-0882-4.

Рисунок 2 - Расширенная схема секьюритизации

Далее проанализируем преимущества секьюритизации для двух ключевых сторон сделки: оригинатора и инвестора (инвесторов). Иницируя сделку по секьюритизации банк-оригинатор получает ряд очевидных преимуществ:

Во-первых, секьюритизация для банка – дополнительный способ альтернативного финансирования, который представляется особенно выгодным сегодня, с учетом стоимости финансирования через кредитование (в т. ч. МБК), однако это не единственная причина по которой секьюритизация – ключевой способ снизить расходы банка-оригинатора.¹⁵ Таким образом,

¹⁵ Марушина К. К. К вопросу о секьюритизации активов предприятий //Проблемы совершенствования организации производства и управления промышленными

существенно снижая стоимость финансирования, секьюритизация позволяет банку-оригинатору увеличить его объемы (в случае необходимости) и направить больше средств на развитие бизнеса.

Во-вторых, путем совершения сделки по секьюритизации банк получает возможность минимизировать кредитные риски;

В-третьих, посредством секьюритизации банк существенно улучшает свои финансовые показатели, в том числе при переводе проблемных или потенциально проблемных ссуд на SPV банк имеет возможность:¹⁶ улучшить качество кредитного портфеля; повысить доходность на собственный капитал при соблюдении требований к достаточности капитала; снизить уровень кредитного риска, связанного с пулом передаваемым на SPV.

Более того, преимуществом является и то, что секьюритизация для банка-оригинатора – это дополнительная возможность диверсифицировать источники финансирования путем получения доступа к рынкам капитала;

Также в качестве преимущества возможно выделить возможность расширения круга потенциальных инвесторов посредством привлечения заинтересованных лиц к выгодной сделке;

Заключительным преимуществом является то, что секьюритизация позволяет прямо признавать прибыль, то есть сделать это в момент заключения сделки. Прибылью является разница между средним доходом, потенциально полученным от реализации базового актива и средневзвешенным доходом, выплачиваемым инвесторам. Бухгалтерские стандарты позволяют взимать комиссию с этого дохода, при условии, что сделка секьюритизации удовлетворяет определенным требованиям.

предприятиями: Межвузовский сборник научных трудов. – 2016. – №. 2. – С. 157. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=27278811> (дата обращения: 10.10.2020).

¹⁶ Шелкунова Т. Г., Габараева В. С. Преимущества секьюритизации активов с точки зрения банков // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2019. – Т. 4. – №. 1. – С. 150. – ISSN: 2227-3891.

Однако преимуществ только для банка-оригинатора недостаточно, и для успешной реализации сделки необходимы достаточные преимущества и для стороны инвестора. В качестве основных из них можно выделить:

а) Ценные бумаги, выпускаемые в процессе сделки изолированы от риска банкротства первичного кредитора;

б) Минимальные транзакционные издержки. При приобретении ценных бумаг вне секьюритизации инвестору необходимо самостоятельно, либо с использованием услуг третьих лиц найти и тщательно проанализировать всю имеющуюся информацию о компании, ее руководстве, бенефициарах, бизнес-модели, стратегии, о финансовых показателях и перспективах на рынке. При покупке ценных бумаг секьюритизации инвестор практически полностью минимизирует издержки на вышеописанные действия, ограничиваясь изучением данных о структуре сделки, о пуле кредитов и об обслуживающих данную сделку лицах;

в) Ценные бумаги, выпускаемые в процессе сделки по секьюритизации являются обеспеченными, а значит меньше подвержены ценовым колебаниям по сравнению с корпоративными облигациями;

г) Ценные бумаги, выпускаемые в процессе сделки по секьюритизации являются достаточно ликвидным активом, в частности, если пул активов их обеспечивающий не является проблемным. Более того, рейтинг ценных бумаг выпускаемые в процессе сделки по секьюритизации зачастую имеют более высокий рейтинг.

д) Секьюритизация дает инвестору возможность управлять кредитным риском, а именно возможность инвестирования в различные виды активов и транши с различной степенью риска и уровнем дохода.¹⁷

Таким образом, необходимо отметить, что грамотно подготовленная и реализованная сделка по секьюритизации является взаимовыгодной для всех ее участников.

¹⁷ Кроливецкая В. Э. Особенности нового этапа секьюритизации в России // Петербургский экономический журнал. 2019. №1. – С. 133. – ISSN: 2307-5368.

В качестве основных рисков, возникающих в процессе осуществления сделки по секьюритизации можно выделить несколько классификаций, актуальных на сегодняшний день. Самая известная классификация рисков секьюритизации была предложена Х.П. Бэр: «Общие риски секьюритизации могут подразделяться на риски покрытия, то есть риски, относящиеся непосредственно к самому пулу секьюритизируемых активов, а также риски секьюритизации, или риски, зависящие от выбранного способа структурирования, включая юридические аспекты, технические сложности и множественное количество участников сделки».¹⁸

К специфическим рискам покрытия Х.П. Бэр относил риски неисполнения (риск банкротства должника по кредиту из обособленного пула), риски досрочного возврата или задержки платежей, риски реинвестирования и ликвидности (риск понижения процентных ставок в случае реинвестирования капитала при досрочном возврате средств должником), а также риски изменения процентных ставок и курсов валют.

К рискам непосредственно секьюритизации Х.П. Бэр относил риски двух категорий: риски структуры и потока платежей (риск неисполнения принятых обязательств) и правовые риски и риски регулирования (риски изменения законодательства). К первой подгруппе относятся операционный риск (технические сбои, ошибки участников сделки, ошибки расчетов и переводов денежных средств) и отдельно выделяемый риск мошенничества третьих лиц. Во вторую подгруппу включаются: риск государственного вмешательства (прямые или опосредованные барьеры для проведения сделки со стороны регулятора), риск непризнания сделки надзорным органом, а также риск неполноты документации.

Также существует классификация рисков секьюритизации по МСФО (IFRS) 7 «Финансовые инструменты: раскрытие информации». В стандарте

¹⁸ Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. С нем. Ю.А.Алексеева., О.М.Иванова. М.: Волтерс Клувер, 2007. – С.424. – ISBN: 978-5-466-00140-2.

приведен перечень классических рисков, которые берут на себя стороны сделки секьюритизации, а именно:¹⁹

- a) Кредитные риски;
- b) Риски ликвидности;
- c) Рыночные риски;
- d) Валютные риски;
- e) Процентные риски;
- f) Прочие ценовые риски.

Ключевой недостаток данной классификации – отсутствие специфических рисков секьюритизации как особой формы финансирования, а также концентрация внимания исключительно на экономическом аспекте секьюритизации.

Анализируя позицию отечественных специалистов в области секьюритизации, представилось возможным выделить два наиболее актуальных подхода. Во-первых, подход Юлии Дворак, который имеет схожие черты с концепцией Х. П. Бэра: Ю. Дворак разделяет риски секьюритизации на риски секьюритизируемых активов (без выделения отдельных подгрупп) и общие риски секьюритизации (кредитный, ликвидности и проч., аналогично классификации по МСФО 7 (IFRS)).²⁰

Во-вторых, подход А. Селивановского, который в своем исследовании уделял особое внимание рискам инвесторов. А Селивановский выделил две категории рисков: «Риски корпоративного характера и риски связанные со специально созданным юридическим лицом (SPV), а именно: риски, связанные с возможностью банкротства SPV; риски, связанные с

¹⁹ Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 7 «Финансовые инструменты: раскрытие информации» [введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 25 ноября 2011 года № 160н]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_124550/ (дата обращения: 10.10.2020).

²⁰ Александрова Н.В. Риски секьюритизации банковских активов и их снижение с помощью механизмов повышения надежности // Финансы и кредит. 2007. №29 (269). – С. 22. – ISSN: 2071-4688.

действительностью проданных активов, служащих обеспечением; риски, связанные с возможностью «вывода» активов SPV, предназначенных для обеспечения ценных бумаг».²¹

Таким образом, концепции российских ученых дополняют друг друга, однако ни один отдельно взятый из вышеописанных подходов к классификации не представляется возможным считать полным и исчерпывающим.

Также существует подход, позволяющий выделить риски секьюритизации с позиции аудиторской деятельности. Таким образом, различного рода искажения и неточности в учете и финансовой отчетности (а также иной финансовой информации) аудируемого лица в части отражения операций секьюритизации могут быть связаны со следующими рисками:²²

а) Риски, связанные с признанием, полнотой и точностью отражения в учете активов и обязательств, задействованных в процессе осуществления сделки по секьюритизации;

б) Риски, связанные с оценкой объектов сделок по секьюритизации;

с) Риски, связанные с признанием прибылей и убытков, сформированных в результате совершения сделки по секьюритизации;

д) Риски, связанные с корректностью отражения денежных потоков, относящихся к сделкам по секьюритизации;

е) Риски, связанные с раскрытием информации о сделке по секьюритизации.

Таким образом, в настоящее время существует несколько разносторонних подходов к выделению и классификации рисков секьюритизации, однако не представляется возможным выбрать какую-либо одну их вышеописанных и охарактеризовать как единственную корректную,

²¹ Селивановский А., Гафарова В. Правовые риски ипотечного агента // Хозяйство и право. – 2005. – №. 8. – С. 54. – ISSN: 0134-2398.

²² Новиков И. В. Риски операций секьюритизации активов банка с точки зрения аудитора // Экономика и менеджмент инновационных технологий. – 2016. – №. 4. – С. 111. – ISSN 2225-6431.

поскольку секьюритизация представляет собой сложное, многогранное и постоянно развивающееся во времени явление. Для формирования полноценного всеобъемлющего перечня специфичных рисков, присущих конкретной сделке по секьюритизации необходимо комбинированное использование всех существующих классификаций.

1.3 Сравнительный анализ видов секьюритизации и их ключевых характеристик

На текущий момент времени предложить единую классификацию секьюритизации представляется затруднительным, ввиду того, что в основе деления на виды могут лежать различные классификационные признаки, которые постоянно дополняются с течением времени. Наиболее полный перечень актуальных классификационных признаков выделил в своем исследовании А. Н. Анисимов. Для удобства восприятия классификационные признаки и соответствующие признакам классификации переработаны и отображены ниже в табличном виде (см. таблицу 1).

Таблица 1 - Классификация секьюритизации по видам

№ п/п	Классификационный признак	Виды секьюритизации
1	Способ передачи рисков секьюритизируемого актива	Классическая / Синтетическая
2	Структура распределения денежного потока среди инвесторов	Прямого распределения / Обеспеченного типа
3	Подход к формированию пула активов и управлению им	Статическая / Возобновляемая
4	Секьюритизируемый актив и его тип	Существующих активов / Будущих денежных потоков
5	Способ размещения ценных бумаг	Публичная / Частная
6	Юрисдикция сделки по секьюритизации	Внутренняя / внешняя
7	Ценные бумаги, передаваемые инвесторам	По виду ценных бумаг

Источник: составлено автором на основе информации, представленной в статье Анисимовой А. Н. О видах секьюритизации банковских активов //Банковское дело. – 2007.

Далее рассмотрим ключевые виды секьюритизации из предложенных более подробнее.

1. Наиболее классической типологизацией является разделение секьюритизации на классическую и синтетическую в зависимости от способа передачи рисков, опосредуемых секьюритизируемый актив. При выборе классического вида секьюритизации происходит рефинансирование, осуществляемое через денежные средства, получаемые оригинатором ввиду фактической передачи активов в обмен на эти денежные средства. В классической секьюритизации, таким образом, фиксируем два ключевых момента: происходит фактическое движение (передача) активов и фактический трансфер денежных средств.

В операции синтетической секьюритизации трансфер денежных средств и фактическая передача актива отсутствует.²³ Активы, участвующие в сделке по секьюритизации не передаются, а обособляются на балансе оригинатора. Происходит передача не активов, а рисков им сопутствующих с использованием деривативного контракта. Так, если целью операции – это перевод кредитного риска, то используется кредитный дериватив.

Таким образом, классическую секьюритизацию от синтетической отличает передача права собственности на пул активов. При синтетической секьюритизации этого не происходит. Передача сопутствующих активам рисков происходит с помощью деривативного контракта, забалансовыми методами, т.е. синтетически.

2. Секьюритизация прямого распределения и секьюритизация обеспеченного типа в зависимости от структуры распределения денежного потока среди инвесторов. При выборе структуры прямого распределения денежного потока инвесторы участвуют в денежном потоке пропорционально, то есть получать выплаты пропорционально сборам по секьюритизируемому

²³ Зинкевич О. В., Люкевич И. Н. Секьюритизация активов: виды и особенности механизмов //Цифровая трансформация экономики и промышленности. – 2019. – С. 610. – ISBN: 978-5-7422-6613-6.

пулу кредитов. При этом SPV является исключительно инструментом сбора и последующего распространения денежных средств. Инвесторы же являются истинными пропорциональными владельцами пула. При этом SPV не осуществляет функцию управления денежным потоком: не меняет конфигурацию денежного потока, не проводит мониторинг несоответствия между сроками погашения активов и графиком выплат инвесторам, не управляет выявленным несоответствием.

Структура прямого распределения фактически нацелена на единственный результат – обеспечение инвестору дохода от задолженности посредством SPV. Позиция инвестора в данном случае такова: структура прямого распределения фактически равна пропорциональному участию в прибылях от пула задолженностей. Природа дохода инвестора в данном случае сродни природе дохода, который мог бы быть потенциально собран банком-оригинатором, если бы пул активов (кредитов) не был бы передан SPV.

Секьюритизация с использованием структуры прямого распределения является простейшим и наиболее прозрачным подвидом. Однако именно ввиду условной «простоты» возникает серьёзный проблемный аспект. Он состоит в том, что при использовании структур прямого распределения существует прямая связь между входящими платежами по активам и возвратными платежами по ценным бумагам (выплатами инвесторам). Отсюда очевидно, что при этом условии инвесторы ежемесячно получают неупорядоченные выплаты, и, соответственно, не могут прогнозировать объемы денежного потока по сделке.

Так, основной проблемой структуры прямого распределения является ежемесячная амортизация инвестиций, происходящая по неизвестной ставке, поскольку незапланированные выплаты (досрочные погашения кредитов, к примеру) влияют на объем выплачиваемых сумм. Инвесторы, привыкшие четким срокам и фиксированным доходам, скажем, от корпоративных облигаций или иных инструментов с фиксированными сроками погашения,

чувствуют себя менее комфортно в условиях неопределенности, а значит, менее заинтересованы в подобных сделках.

Как естественный ответ на эту проблему в качестве ее решения появилась секьюритизация с обеспеченной структурой. Такой вид секьюритизации включает в себя все виды структур сделки, в которых денежный поток управляем. Более того, управляем посредством SPV. При секьюритизации с обеспеченной структурой денежный поток трансформируется на уровне SPV и выплачивается инвесторам по заранее согласованному с ними графику, который, в свою очередь, может отличаться от графика выплат по активам пула.²⁴

Другими словами, SPV берет на себя не только простейшую функцию по сбору платежей по кредитам, но и функцию поиска несоответствий по срокам между сроками погашения активов и графиком выплат инвесторам и управляет этими несоответствиями. Механизм управления следующий: в обеспеченной структуре SPV покупает активы банка оригинатора таким же образом, как и в структуре прямого распределения, однако вместо пропорционального распределения собранных средств между инвесторами SPV выпускает долговые обязательства, обеспеченные активами, переданными банком-оригинатором.²⁵ Затем SPV делает некоторые реинвестиции средств, собранных по секьюритизируемым кредитам, причем таким образом, чтобы преодолеть несоответствие между сроками выплат по активам и по обязательствам (пассивам) и, в итоге, обеспечить для инвесторов фиксированные выплаты по строго установленному графику.

Природа дохода, получаемого инвестором при секьюритизации с обеспеченной структурой совершенно иная. Получаемые инвестором выплаты

²⁴ Денисов М. А. Обеспеченные облигации и секьюритизация активов: общие черты и отличительные особенности // Гуманитарные, социально-экономические и общественные науки. 2016. №6-7. – С. 14. – ISSN: 2220-2404.

²⁵ Вриз Роббе Жан Жоб, Али Поль. Секьюритизация и право. Пер. с англ. [О. М. Иванов, А. А. Казаков, М. Г. Шахунян]. - Сер. Серия "Современное банковское право". – 2008. – С.200. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=19761140> (дата обращения: 16.10.2020).

не обязательно совпадают с теми выплатами по кредитам, которые собирает SPV, не смотря на то, что именно этими выплатами по кредитам и обеспечены доходы инвесторов.

Таким образом, если при использовании структуры прямого распределения SPV является, исключительно инструментом по накоплению платежей, то при обеспеченной структуре SPV становится фактически проводником и менеджером инвестиций.

Таким образом, структура прямого распределения является наиболее простой и популярной, однако более уместна к использованию в тех случаях, когда задолженности из пула секьюритизируемых активов обеспечивают определенный прогнозируемый ежемесячный поток платежей. По этой причине такой вид секьюритизации наиболее популярен в отношении ипотечных займов. Однако, если пул активов имеет непостоянный и трудно прогнозируемый поток платежей, данный вид секьюритизации не слишком удобен для участников сделки, ввиду чего за пределами ипотечного рынка чаще используется вид секьюритизации с обеспеченной структурой.

3. Статическая секьюритизация и возобновляемая секьюритизация в зависимости от подхода к формированию пула активов и управлению им. При выборе статического подхода к формированию пула активов и управлению им пул активов для сделки формируется одномоментно, во время организации сделки.

В случае с возобновляемой секьюритизацией пул активов может изменяться. При такой структуре originator формирует для сделки некоторый набор активов. Активы со временем изменяются и, при наступлении определенного условия (события-триггера) заменяются другими для обеспечения необходимого объема денежных поступлений, причем добавление активов может происходить в двух вариантах: конкретное ограниченное количество раз или непрерывно.²⁶ Механизм такого

²⁶ Лакхбир Х. и др. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / Под ред. Лакхбира Хейра. – Москва : Альпина БизнесБукс, 2007. – С.113. – ISBN 978-5-9614-0481-4.

«трансфера» и границы его использования обязательно прописываются в условиях сделки.

Возобновляемая секьюритизация используется тогда, когда в качестве секьюритизируемого актива выступают краткосрочных активы с неопределенным (но более коротким, чем срок сделки) сроком погашения, например, задолженности по кредитным картам, торговые задолженности и краткосрочные платежи по аренде.

При использовании возобновляемой секьюритизации к общей схеме секьюритизации добавляются дополнительные элементы. Рассмотрим кратко на примере кредитных карт как секьюритизируемого актива. Основная сумма долга по кредитной карте с учетом процентов обычно полностью окупается за 3-4 месяца, тогда как инвесторы, участвующие в сделке по секьюритизации, хотели бы вложить средства на более долгий срок.

В таком случае, инвестиции собираются в SPV, который, в свою очередь, приобретает необходимое количество задолженностей по кредитным картам у банка-оригинатора. Когда задолженности погашаются, освобождается следующая сумма денег, чтобы купить на нее новые задолженности для пополнения.

Структура продолжает возобновляться в течение периода возобновления (револьверного периода) до тех пор, пока не наступает время целевой амортизации. Когда наступает время амортизировать задолженности, собранная сумма используется для выплат инвесторам.

4. Секьюритизация существующих активов и секьюритизация будущих денежных потоков в зависимости от типа секьюритизируемого актива. Основным отличием секьюритизации будущих денежных потоков от традиционной секьюритизации уже существующего на балансе оригинатора актива является то, что при секьюритизации будущих потоков оригинатор не

имеет поддающихся учету задолженностей на определенную дату, однако может рассчитать потенциальный объем будущего потока платежей.²⁷

Выбор в пользу одного или иного вида секьюритизации в данном случае производится исходя из целей и мотивов инициатора сделки. Более того, выбор в пользу секьюритизации будущих потоков также делается в случае наличия следующих факторов:

- a) Под сделку запланированы поступления в более «твердой» валюте в сравнении с валютой сделки;
- b) Рейтинг страны сделки ниже желаемого инвестиционного уровня;
- c) Существует избыточное обеспечение сделки.

Таким образом, необходимо отметить наличие большого количества классификационных признаков, в зависимости от которых можно произвести классификации секьюритизации. Выбор того или иного вида секьюритизации при инициации сделки происходит в зависимости от целей сделки, мотивов участников, условий сделки, экономической ситуации и прочих важных факторов.

1.4 Инструменты секьюритизации

В предыдущем параграфе была рассмотрена классификация секьюритизации по различным признакам. В качестве одного из классификационных признаков был предложен тип ценных бумаг, передаваемых инвесторам. Рассмотрим подробнее инструменты, а точнее группы инструментов, которые могут быть использованы в сделке по секьюритизации.

На текущий момент не существует единой классификации инструментов, используемых в сделках по секьюритизации. На основании

²⁷ Перепелица Н. М. Сущность и виды секьюритизации // Проблемы управления в социально-гуманитарных, экономических и технических системах: сборник научных трудов преподавателей, аспирантов, магистрантов, студентов факультета управления и социальных коммуникаций ТвГТУ. – 2020. – С. 87. – Текст : электронный. – URL: <http://elib.tstu.tver.ru/MegaPro/Download/MObject/31288/001-000136379-000000000-0000-0000-01.pdf#page=87> (дата обращения: 16.10.2020).

изученного материала по соответствующим темам условно возможно разделить все инструменты на два условных класса: обеспеченные ценные бумаги, а также кредитные деривативы и гибридные инструменты.

I. Обеспеченные ценные бумаги.

1. По своей экономической сущности MBS и ABS представляют собой ценные бумаги, владельцы которых имеют право на получение денежных поступлений, которые генерируются определенными активами, выступающие обеспечение по данным ценным бумагам.²⁸

По своей экономической сущности MBS и ABS представляют собой ценные бумаги, владельцы которых имеют право на получение денежных поступлений, которые генерируются определенными активами, выступающие обеспечение по данным ценным бумагам. В случае с MBS – это ипотека, тогда как для ABS пул активов представлен любыми другими видами займов (потребительские кредиты, автокредиты и прочее). В большинстве случаев ABS будут инструментами меньших сроков, чем MBS, что объясняется краткосрочным характером секьюритизируемых активов.

Наиболее распространенными видами MBS в мировой практике по способу распределения денежных поступлений от пула ипотечных активов между инвесторами являются «сквозные» ценные бумаги и структурированные ценные бумаги. «Сквозные» MBS позволяют инвесторам ежемесячно получать проценты и основные платежи по ипотечным займам за вычетом комиссии за обслуживание. Таким образом, «сквозные» MBS позволяют приобрести право доли в денежном потоке, генерируемом пулом ипотечных займов.²⁹ В части структурированных MBS ключевыми ценными бумагами выступают облигации, обеспеченные ипотекой. В данном случае,

²⁸ Проскурина А. А. Ипотечные ценные бумаги // Наука, образование, инновации: апробация результатов исследований. – 2020. – С. 333. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=42463026> (дата обращения: 23.10.2020).

²⁹ Нечаев А. И. Ипотечные ценные бумаги // ББК 10 Научно-издательский центр «Открытие» otkritieinfo.ru. – 2017. – С. 58. – Текст : электронный. – URL: http://otkritieinfo.ru/d/669057/d/sbornik_obshchestvo_2.pdf#page=58 (дата обращения: 23.10.2020).

вместо стандартной передачи инвестору процентов и основных платежей на регулярной основе из общей массы активов, они состоят из множества типов ценных бумаг, а передача денежных средств происходит в соответствии с набором заранее определенных правил. Также основным отличием облигаций, обеспеченных ипотекой, является природа прав инвесторов. В случае «сквозных» ценных бумаг основное право инвестора – право получения доли платежей от неделимого пула ипотечных займов, т.е. ценная бумага имеет долевую природу. В случае с облигациями, обеспеченными ипотекой, ценная бумага олицетворяет отношение долга эмитента к инвесторам и имеет долговую основу. Таким образом, ипотечные ценные бумаги могут быть также разделены на два основных класса: долевого и долговые.

В соответствии с таким делением ипотечные ценные бумаги представлены и в российском законодательстве. В российской правовой практике выделяют облигации с ипотечным покрытием и ипотечный сертификат участия.³⁰

Облигации с ипотечным покрытием представляют собой облигации, исполнение обязательств по которой обеспечивается залогом ипотечного покрытия. Облигации с ипотечным покрытием выпускаются в документарной и бездокументарной форме, подлежат обязательной регистрации и предусматривают фиксированный доход не реже одного раза в год.

Ипотечный сертификат участия – именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие. Дополнительно ИСУ предоставляет владельцу право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, а также иные права. ИСУ выпускаются только в бездокументарной

³⁰ Российская Федерация. Законы. Об ипотечных ценных бумагах: Федеральный закон № 152-ФЗ [принят Государственной Думой 14 октября 2003 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_44997/ (дата обращения: 23.10.2020).

форме, а также не являются эмиссионными ценными бумагами и не требуют регистрации. Владелец ИСУ имеет некоторую долю в общей собственности на имущество, из которого формируется покрытие сертификатов. Таким образом, владелец ИСУ, с одной стороны, выступает совладельцем ипотечных займов, составляющих покрытие, а с другой стороны, одновременно выступает в качестве учредителя и выгодоприобретателя по договору доверительного управления этим имуществом. ИСУ, в отличие от облигаций с ипотечным покрытием не имеют фиксированного дохода и номинальной стоимости.

Таким образом, российская практика в части ипотечных ценных бумаг соответствует мировой: ИСУ по своей доленой природе соответствует «сквозным» ценным бумагам, а облигации с ипотечным покрытием, по природе долговой, соответствуют облигациям, обеспеченным ипотекой.

2. Вторым наиболее часто используемым подвидом такого инструмента как обеспеченные ценные бумаги являются облигации, обеспеченные обязательствами (Collateralized Debt Obligations, далее CDO). В качестве обеспечения доходов инвесторов выступают долговые обязательства. В зависимости от класса активов, выступающих в качестве обеспечения, выделяют облигации, обеспеченные кредитами (Collateralized Loan Obligations, далее CLO) и облигации, обеспеченные облигациями (Collateralized Bond Obligations, далее CBO).³¹

В классическом виде CDO может быть определена как ценная бумага, обеспеченная пулом активов, полученным у банка-инициатора сделки. Как правило, выпуск CDO осуществляют банки, имеющие очень крупные кредитные портфели под сделку.

В качестве обеспечения (долговое обязательство) используется пул активов, принадлежащий SPV на правах собственности. Таким образом, в процессе выпуска происходит фактическая продажа актива банка-инициатора

³¹ Селиверстова М. А., Капитонов А. Г. Развитие секьюритизации банковских активов в Российской Федерации как фактор активизации финансового рынка страны // Экономика: вчера, сегодня, завтра. – 2019. – Т. 9. – №. 10-1. – С. 538. – ISSN: 2222-9167.

сделки в пользу SPV. В таком случае, принято выделять классические CDO или CDO с продажей кредита. В случае выбора второго типа риски банка-оригинатора, связанные с активом, передаются SPV (эмитенту облигаций) с помощью кредитных деривативов или гибридных инструментов, что позволяет отдельно выделить синтетические CDO.³²

Таким образом, необходимо подчеркнуть, что к обеспеченным ценным бумагам можно отнести исключительно CDO в классическом их виде, тогда как CDO, возникающие в результате синтетической секьюритизации, более уместно отнести к кредитным деривативам в виду механизма использования инструмента, который будет более подробно рассмотрен в следующем подпункте данного параграфа.

II. Кредитные деривативы и гибридные инструменты.

На текущий момент не существует единого конкретного перечня критериев для отнесения инструмента секьюритизации к тому или иному классу инструментов. В некоторых классификациях в зарубежной литературе гибридные инструменты, включающие кредитные ноты, а также синтетические облигации, обеспеченные обязательствами (синтетические CDO) выделяются отдельно, однако на правах авторской позиции, сформированной ввиду схожего механизма использования инструментов в сделках по секьюритизации принято решение объединить инструменты в один класс.

В специализированной экономической литературе сегодня отсутствует единственное верное определение кредитного дериватива. По своей сущности кредитный дериватив – это контракт, с помощью которого осуществляется отделение кредитного риска и его последующая передача от покупателя дериватива его продавцу.³³ Кредитный дериватив считается одним из

³² Школа И. И. Виды и функциональные особенности кредитных деривативов //NovaInfo. Ru. – 2019. – №. 109. – С. 32. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=41670814> (дата обращения: 23.10.2020).

³³ Рогозин С. С. Современное состояние рынка кредитных деривативов в России //Финансы и управление. – 2019. – №. 2. – С. 119. – ISSN: 2409-7802.

наиболее действенных инструментов, используемых сегодня для управления кредитными рисками. Преимущество кредитного дериватива заключается в том, что использование данного инструмента позволяет отделить кредитный риск от иных рисков, присущих конкретному активу, и перенести такой риск от продавца риска («приобретателя кредитной защиты») к покупателю риска («продавцу кредитной защиты») без фактической продажи актива.³⁴

Рассмотрим инструменты класса «Кредитные деривативы и гибридные инструменты» более подробно.

1. Кредитный дефолтный своп (CDS). Данный инструмент является наиболее распространенной разновидностью кредитных деривативов. CDS выпускается в отношении кредитного обязательства и аналогичен договору страхования. Стандартным механизмом использования инструмента является двухстороннее соглашение, по которому одна из сторон (покупатель дериватива) производит периодические выплаты второй стороне (продавцу дериватива) в обмен на право получить пул платежей, обусловленный наступлением оговоренного кредитного случая по указанному активу (пулу кредитов). Если банк не объявит дефолт по пулу секьюритизируемых активов (т.е. кредитное событие не произойдет), покупатель дериватива не получит выигрыша и потеряет уже осуществленные выплаты. Если кредитное событие произойдет, то покупатель с большой вероятностью получит купный выигрыш. Таким образом, CDS предусматривает компенсацию потерь в случае дефолта кредитного обязательства продавцом CDS покупателю CDS в обмен на премию.³⁵ На текущий момент существует целый ряд различного

³⁴ Байрамуков М. К., Айлазова К. Ж. Кредитные деривативы как инновационные инструменты управления кредитным риском // Университетская наука-региону. – 2019. – С. 143. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=39196517> (дата обращения: 29.10.2020).

³⁵ Барабанов А. Анализ развития рынков инструментов секьюритизации в России и за рубежом // Вестник МИРБИС. – 2018. – С.32. – Текст : электронный. – URL: https://cs.journal-mirbis.ru/-/D0Tr2uJtY-AoDRwmXqvKjg/sv/document/b8/89/b2/521295/416/3_2018_VM.pdf?1540279018#page=31 (дата обращения: 29.10.2020).

рода кредитных дефолтных свопов, используемых в зависимости от условий сделки по секьюритизации.

2. Инструменты, связанные с кредитными спредами, используемые в процессе осуществления сделок по секьюритизации также традиционно могут быть отнесены к классу кредитных деривативов. Особенность этих инструментов заключается в том, что одна из сторон контракта берет на себя обязательство по компенсации отклонения стоимости кредитного актива, в случае, если будет иметь место изменения кредитного спреда. Под кредитным спредом, в таком случае, понимается спред над безрисковой процентной ставкой, предназначенный для компенсации инвестору кредитного риска базового актива. Кредитный спред может быть рассчитан как разница между доходностью по облигации или кредиту и доходностью безрискового инструмента.³⁶

3. Третий тип инструментов из класса кредитных деривативов и гибридных инструментов – комбинированные инструменты. Такой тип инструментов используется для одновременного хеджирования рисков дефолта и рисков изменения кредитного спреда. Единственным комбинированным инструментом, используемым на сегодняшний день в сделках по секьюритизации – это своп на совокупный доход (Total Return Swap, далее TRS). Своп TRS представляет собой контракт, по которому получатель совокупного дохода осуществляет периодические платежи, рассчитанные по безрисковой ставке или ставке LIBOR (плюс фиксированный спред) взамен на потенциальный совокупный доход, генерируемый неким базовым активом.³⁷ Совокупный доход есть сумма всех платежей по базовому активу контракта с учетом платежей, связанных с изменением его стоимости.³⁸

³⁶ Карпов И.М. Кредитные деривативы и их использование в секьюритизации // Контентус. 2019. №4 (81). – С. 23. – ISSN: 2658-6932.

³⁷ Черниховская М. Б. Кредитные и процентные деривативы в деятельности коммерческих банков РФ // Финансовая экономика. – 2019. – №. 11. – С. 629. – ISSN: 2075-7786.

³⁸ Зыкова А. В., Корзина А. В. Кредитные деривативы как инструмент минимизации кредитных рисков // NovaInfo. Ru. – 2017. – Т. 2. – №. 63. – С. 234. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=28937772> (дата обращения: 17.11.2020).

4. Еще одним типом кредитных деривативов является кредитная нота (Credit Linked Note, далее CLN). Иногда в зарубежной практике кредитные ноты выделяют отдельно, как гибридные инструменты секьюритизации. В общем широком смысле, кредитная нота представляет собой некий тип облигации, синтетическую ценную бумагу, привязанную к пулу секьюритизируемых активов.

Кредитные ноты являются многофункциональным инструментом: зачастую в сделке по секьюритизации они используются не только для хеджирования кредитных рисков, но и для привлечения финансирования ее эмитентом.³⁹

Ввиду необходимости обеспечения такой «мультиформатности», кредитная нота в узком смысле не может представлять собой единичный инструмент, и является скорее комбинацией процентной бумаги (ноты) и определенного условия по кредитному риску секьюритизируемых активов. Дополнительно такой «симбиоз» позволяет получить более высокую доходность за счет принятия части кредитного риска по секьюритизируемому активу.

5. Облигации, обеспеченные обязательствами (синтетические CDO). Облигации CDO, которые возникают в результате синтетической секьюритизации, относятся к классу кредитных деривативов. В качестве долгового обязательства, выступающего обеспечением по синтетическим CDO, используется пул активов, не принадлежащий SPV на правах собственности.

Другими словами, в процессе сделки фактическая продажа актива банка в пользу SPV не происходит, риски банка-оригинатора, связанные с активом, передаются SPV (эмитенту облигаций) с помощью кредитных деривативов или гибридных инструментов, то есть банк-оригинатор продает

³⁹ Якушев М. Инновационные финансовые технологии в современной экономике //Инновационная стратегия развития современного предпринимательства. – 2019. – С. 186. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=42779404> (дата обращения: 17.11.2020).

SPV не непосредственный пул активов, а кредитный дериватив, привязанный к платежам этого пула. Эта особенность и позволяет отделить синтетические CDO от классических.

Подытоживая анализ теоретических аспектов исследования секьюритизации по первой главе возможно сформулировать следующие выводы:

1. Существует ряд определений термина «секьюритизация», разработанных отечественными и зарубежными учеными и специалистами в широком и узком смыслах, характеризующие исследуемое явление с различных точек зрения. По своей сущности секьюритизация представляет собой форму привлечения финансирования, опосредованную передачей части риска путём выпуска ценных бумаг или инструментов на их основе, обеспеченных активами, генерирующих стабильные потоки денежных средств, позволяющую рефинансировать стоимость этих активов.

Экономическая природа секьюритизации была сформирована рядом активно изменяющихся социально-экономических процессов, следующих из естественного развития и усложнения экономических и финансовых процессов в мире с течением времени.

2. Организационно-экономический механизм реализации секьюритизации активов трансформируется и усложняется в зависимости от экономической конъюнктуры на соответствующем рынке, цели сделки, количества участников и секьюритизируемых активов, однако существует две стандартные схемы секьюритизации: классическая, с участием основных участников сделки (оригинатор, SPV и инвесторы) и расширенная, с привлечением дополнительных участников-специалистов. В зависимости от вышеупомянутых факторов в процессе проведения сделки возникает ряд рисков: общие и специфичные для секьюритизации.

3. На текущий момент времени единой полной классификации типов секьюритизации в научной литературе не предложено. В основе типизации секьюритизации могут лежать различные классификационные признаки,

которые постоянно изменяются и дополняются с течением времени, а именно: способ передачи рисков секьюритизируемого актива; структура распределения денежного потока среди инвесторов; подход к формированию пула активов и управлению им; тип секьюритизируемого актива; способ размещения ценных бумаг; юрисдикция сделки по секьюритизации; вид ценных бумаг, передаваемых инвесторам.

4. Инструменты секьюритизации возможно разделить на два класса: финансовые инструменты — результат секьюритизации (обеспеченные ценные бумаги) и финансовые инструменты, составляющие основу секьюритизации (использующиеся в процессе проведения сделки).

Таким образом, к обеспеченным ценным бумагам возможно отнести ценные бумаги, обеспеченные активами, и облигации, обеспеченные обязательствами (исключительно в классической секьюритизации), в то время как финансовые инструменты, составляющие основу секьюритизации включают в себя кредитные деривативы (кредитный дефолтный своп, своп на совокупный доход, инструменты, связанные с кредитными спредами) и гибридные инструменты секьюритизации (кредитные ноты и облигации, обеспеченные обязательствами, возникающие в синтетической секьюритизации).

ГЛАВА 2

АНАЛИЗ РАЗВИТИЯ СОВРЕМЕННОГО РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

2.1 Тенденции современного российского рынка секьюритизации

Переходя от исследования теоретических аспектов секьюритизации к анализу современного рынка секьюритизации, ключевое внимание необходимо уделить пониманию состояния современного рынка секьюритизации в текущем моменте времени и, как следствие, сформулировать основные тенденции его развития.

Характеризуя состояние рынка в общих терминах, многие отраслевые специалисты сходятся во мнении, что современный российский рынок секьюритизации, главным образом, ипотечной, в текущем моменте находится в стадии активного роста.⁴⁰ Говоря о темпах роста рынка неипотечной секьюритизации эксперты в мнениях и прогнозах расходятся. Проанализируем действительное положение дел по данному вопросу.

Российский рынок секьюритизации имеет ряд специфических характеристик, которые обуславливают динамику и пути его непосредственного развития. Среди таких особенностей российского рынка в можно выделить следующие:⁴¹

а) Малый объем и небольшое количество сделок. Данная особенность определяется в сравнении с объемами зарубежных рынков, в особенности, США и Европы,⁴²

⁴⁰ Сучков А. Российский рынок ипотечных ценных бумаг: рост продолжается// Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 68. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/829/> (дата обращения: 02.01.2021).

⁴¹ Коновалова М. Е., Кузьмина О. Ю. Современное состояние рынка секьюритизации российских банковских активов // Экономика и управление. – 2020. – №. 2. – С. 63. – ISSN: 1998-1627.

⁴² Таутейн О. Европейский рынок структурированного финансирования в 2019 году// Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 47. URL: <http://review.cbonds.info/article/references/821/> (дата обращения: 02.01.2021).

b) Низкая ликвидность ценных бумаг, обеспеченных секьюритизированными активами, неразвитость вторичного рынка;

c) Преобладание ипотечных кредитов в качестве активов для проведения сделок по секьюритизации по отношению к другим типам кредитов;

d) Объединение более мелких банков для проведения совместных сделок;

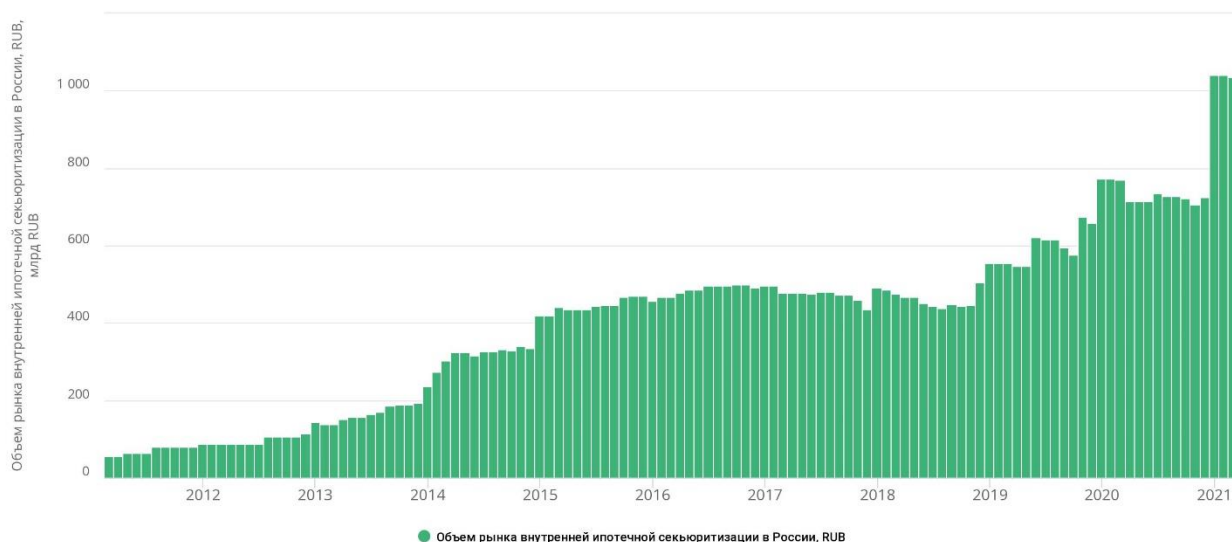
e) Неразвитость нормативно-правовой базы в сфере регулирования сделок по секьюритизации, в частности с альтернативными активами;

f) Неразвитость базы инвесторов, в частности, в вопросе соотношения институциональных инвесторов и физических лиц (розничных инвесторов).

С учетом данных специфических особенностей российского рынка можно начать анализ его состояния и выявление ключевых тенденций.

I. Общая динамика объемов рынка секьюритизации.

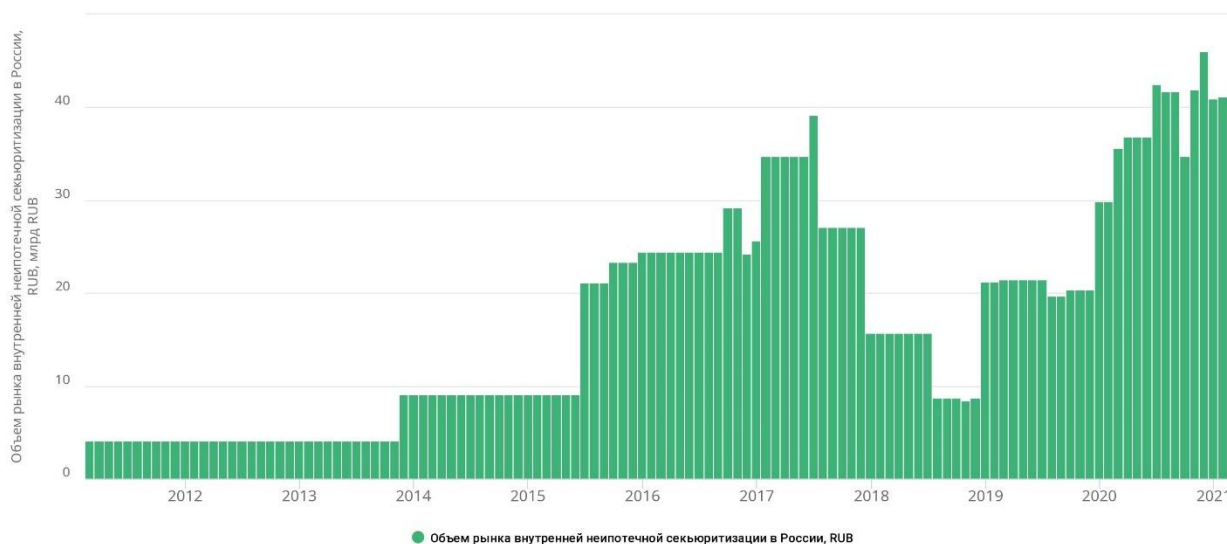
На рисунках 3 и 4 представлена динамика развития рынка секьюритизации на ежемесячной основе за период 2011-2021 гг.



Источник: составлено автором по материалам Cbonds.ru. [Электронный ресурс].

Режим доступа - <https://cbonds.ru/indexes/18129/> (дата обращения: 31.03.2021).

Рисунок 3 - Объем рынка ипотечной секьюритизации в России, 2011-2021 гг.



Источник: составлено автором по материалам Cbonds.ru. [Электронный ресурс].
Режим доступа - <https://cbonds.ru/indexes/18129/> (дата обращения: 31.03.2021).

Рисунок 4 - Объем рынка непоточной секьюритизации в России, 2011-2021 гг.

На 31.03.2021 объем рынка ипотечной секьюритизации в России составляет 1 035 млрд рублей, тогда как непоточная секьюритизация на ту же отчетную дату дает 41 млрд рублей. Общий рынок секьюритизации оценивается в 1 076 млрд рублей. Средний темп роста всего рынка, с учетом эпизодических падений, составляет порядка 8%, тогда как в последние годы, начиная с января 2019 г. темп роста увеличился практически вдвое и составил 14%. Наиболее высокие темпы роста рынок ипотечной секьюритизации демонстрировал в 2014 и 2019 годах, тогда как непоточной – в последнее время – в 2019 и 2020 годах. Более того, статистика наглядно подтверждает факт, что для российского рынка секьюритизация в большей мере используется в отношении крупных портфелей ипотечных кредитов.

Таким образом, российский рынок секьюритизации, на фоне удорожания финансовых ресурсов на кредитных рынках, демонстрирует устойчивую положительную динамику роста, главным образом за счет ипотечной секьюритизации.

II. Структура российского рынка секьюритизации.

На сегодняшний день возможно говорить о наличии определенного дисбаланса на российском рынке секьюритизации: от 85% до 90,2% новых

размещений на рынке секьюритизации в разное время за последние 5 лет приходилось на ипотечную секьюритизацию. Непременно, существует отдельный новый сектор рынка секьюритизации, касающийся работы с альтернативными активами, однако в текущей реальности он занимает менее 3%.⁴³ Из материалов на рисунках 3 и 4, используемых ранее, можно увидеть, что текущее соотношение объемов рынка ипотечной и неипотечной секьюритизации составляет крайне низкое соотношение: 96% и 4% соответственно. Также данное утверждение подтверждается статистикой новых размещений на российском рынке секьюритизации (см. рисунок 5) в разрезе секьюритизируемых активов: новые размещения неипотечной секьюритизации являются точечными, некрупными, в то время как размещения ипотечной секьюритизации демонстрируют уверенный рост с течением времени.



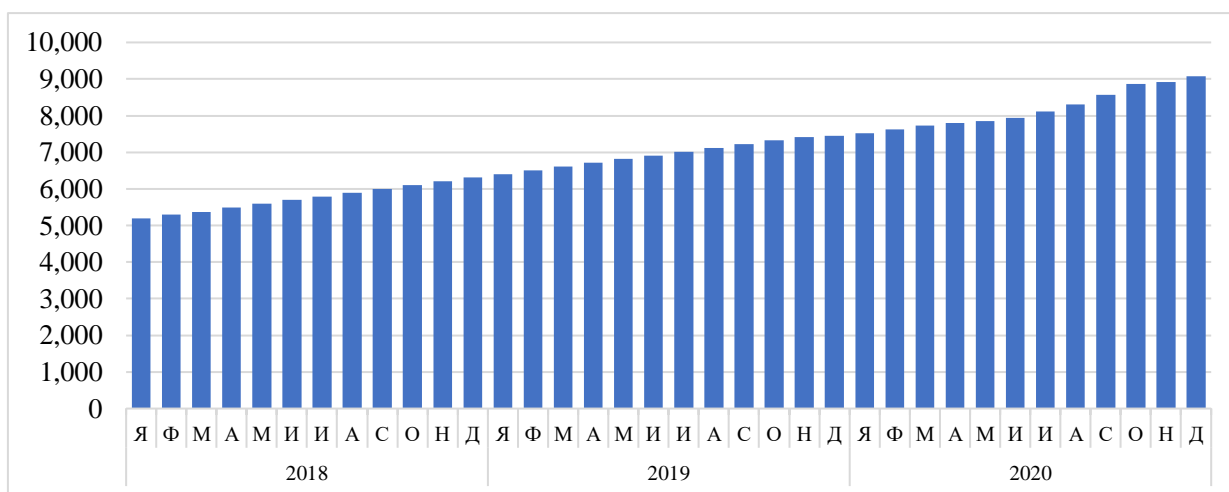
Источник: составлено автором по материалам Энциклопедии российской секьюритизации – 2021. – 2021. – С. 172. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <http://review.cbonds.info/article/references/925/> (дата обращения: 31.12.2020).

Рисунок 5 - Новые размещения на внутреннем рынке секьюритизации, 2015-2020 гг., млрд рублей.

⁴³ Кадук С. Рынок секьюритизации альтернативных классов активов. // Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 88. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/837/> (дата обращения: 02.01.2021).

Недостаточное внимание по отношению к рынку секьюритизации альтернативных активов будет более подробно рассмотрено в 3 главе в качестве одной из ключевых проблемных аспектов российского рынка секьюритизации.

Рассмотрим основные причины наличия подобного дисбаланса на рынке. Во-первых, ипотечные кредиты – актив, генерирующий наиболее стабильные денежные потоки, при наличии обеспечения. Во-вторых, доходность рынка секьюритизации в части ипотечных облигаций колеблется в районе 8,5%, что практически на 1,5% выше доходности по ОФЗ. В-третьих, ключевым аргументом перевеса в пользу ипотечной секьюритизации является стойкая положительная динамика роста объемов ипотечного кредитования (см. рисунок 6 ниже).

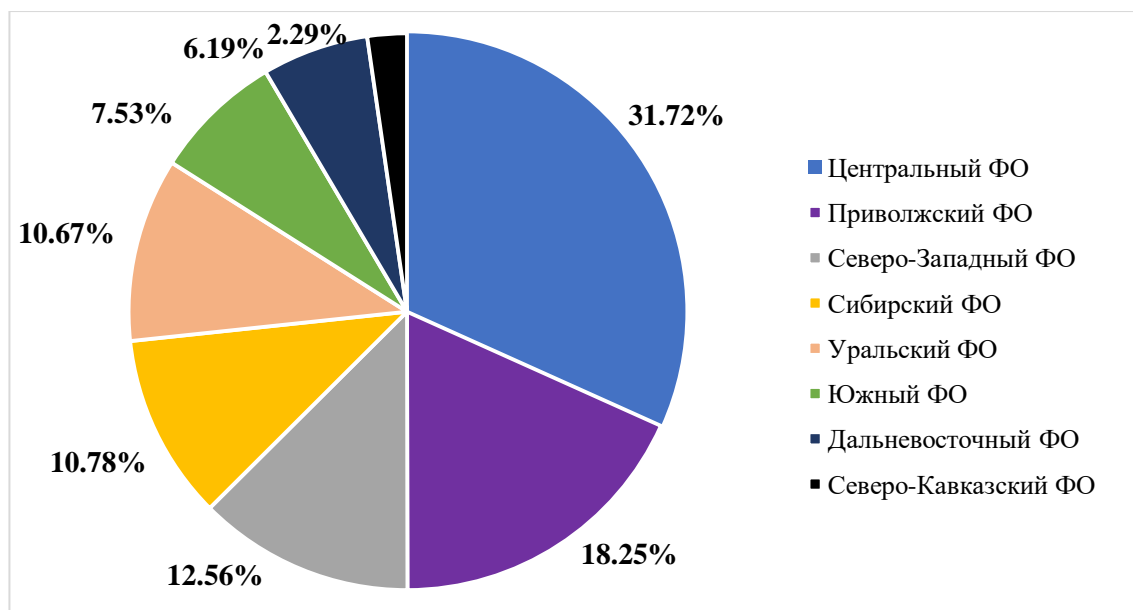


Источник: составлено автором по материалам статистики банковского сектора Банка России. [Электронный ресурс]. Режим доступа -

<http://www.cbr.ru/statistics/pdco/Mortgage/ML/> (дата обращения: 02.01.2021)

Рисунок 6 - Динамика задолженности по ипотечному жилищному кредитованию в России, 2018-2020 гг., млрд рублей.

Стабильный средний темп прироста задолженности по ипотечному жилищному кредитованию в России за рассмотренный период составляет порядка 1,6%. На рисунке 7 демонстрируется задолженность по ИЖК в разрезе федеральных округов. Предсказуемо, наибольшая доля приходится на ЦФО (32%), из которых 68,4% (1 987 млрд рублей) приходится на Москву и МО.



Источник: составлено автором по материалам статистики банковского сектора Банка России. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <http://www.cbr.ru/statistics/pdco/Mortgage/ML/> (дата обращения: 02.01.2021)

Рисунок 7 - Задолженность по ИЖК в разрезе ФО на 31.12.2020

Таким образом, можно заключить, что существует тенденция увеличения дисбаланса в структуре российского рынка секьюритизации (перекося в сторону ипотечной секьюритизации).

III. Стабильность структуры ключевых участников.

Сегодня рынок секьюритизации в России представлен, в большей степени, крупными игроками (см. таблицу 2): крупнейшими банками и банковскими группами, а также специализированными организациями в области жилищного сектора (ДОМ.РФ, одно из ключевых направлений – операции секьюритизации ипотечных кредитов) и специализированными организациями в области управления активами (например, ТРИНФИКО).⁴⁴

Причиной присутствия на рынке секьюритизации только крупных игроков, наряду с относительной молодостью рынка секьюритизации, является также то, что проведение сделок с применением данного механизма требует участия ряда специализированных институтов, определенных

⁴⁴ Компании-организаторы сделок по секьюритизации на российском рынке. Энциклопедия российской секьюритизации – 2019. – 2019. – С.188. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/2019/1/27> (дата обращения: 02.01.2021).

участников сделки с соответствующим опытом, что является трудоемким, технически сложным и финансово затратным. Поэтому на текущий момент такой инструмент как секьюритизация представляется достаточно сложным в использовании для малых игроков рынка.

Таблица 2 - Ключевые акторы российского рынка секьюритизации, 2019 г.

№ п/п	Участник сделок по секьюритизации на российском рынке
1	Sberbank CIB
2	Абсолют Банк
3	Альфа-Банк
4	Банк "ДОМ.РФ"
5	Банк "ФК Открытие"
6	БК "Регион"
7	АО ВТБ Капитал
8	Газпромбанк
9	ДОМ.РФ
10	Евразийский банк развития
11	ИФК "Солид"
12	Металлинвестбанк
13	МСП Банк
14	Промсвязьбанк
15	Райффайзенбанк
16	РОСБАНК
17	Совкомбанк
18	ТРИНФИКО

Источник: составлено автором на основе информации, представленной в Энциклопедии российской секьюритизации – 2019. – 2019. – С.188. [Электронный ресурс].

Режим доступа - <http://review.cbonds.info/2019/1/27> (дата обращения: 04.01.2021).

Необходимо отметить преимущество данного списка. На протяжении последних 3 лет он не претерпевал существенных изменений в части ключевых игроков, которые занимают наибольшие доли рынка российской секьюритизации.

Также подтверждает стабильность структуры участников рынка статистика, представленная в таблице 3 и таблице 4.

Таблица 3 - Крупнейшие originаторы по объему секьюритизированных активов

2019		2020	
Компания-оригинатор сделок по секьюритизации	Объем секьюритизированных активов	Компания-оригинатор сделок по секьюритизации	Объем секьюритизированных активов
Группа ВТБ	58%	Группа ВТБ	54%
Сбербанк России	18%	Сбербанк России	15%
Группа ДОМ.РФ	5%	Группа ДОМ.РФ	11%
Группа "Открытие"	3%	Газпромбанк	8%
Банк Жилищного Финансирования	2%	Группа «Открытие»	2%
Транскапиталбанк	1%	Росбанк	2%
АК Барс Банк	1%	МСП Банк	2%
Остальные	12%	Банк Жилищного Финансирования	1%
		Остальные	5%

Источник: составлено автором на основе информации, представленной в Энциклопедии российской секьюритизации – 2021. – 2021. – С. 173. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <http://review.cbonds.info/article/references/925/> (дата обращения: 04.01.2021).

Таблица 4 - Крупнейшие организаторы по объему размещения облигаций на рынке секьюритизации

2019		2020	
Компания-организатор	Доля размещенных облигаций	Компания-организатор	Доля размещенных облигаций
АО ВТБ Капитал	67%	Газпромбанк	37%
Совкомбанк	19%	Банк ДОМ.РФ	28%
Сбербанк СІВ	8%	Совкомбанк	21%
Банк ДОМ.РФ	4%	АО ВТБ Капитал	4%
Металлинвестбанк	2%	Группа «Открытие»	2%
		МКБ	2%
		BCS Global Markets	2%
		Остальные	4%

Источник: составлено автором на основе информации, представленной в Энциклопедии российской секьюритизации – 2021. – 2021. – С. 173. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <http://review.cbonds.info/article/references/925/> (дата обращения: 04.01.2021).

Несмотря на некоторые новые «имена» в списках участников рынка секьюритизации, ключевые игроки, занимающие большую часть рынка, остаются неизменными. Прослеживается неготовность малых игроков с меньшими ресурсами выйти на рынок секьюритизации и активно

использовать данный инструмент. Соответственно, подтвердим очередную тенденцию: ввиду ряда сложностей использования механизма секьюритизации российский рынок представлен преимущественно крупными игроками.

IV. Нормативно-правовая база и процесс регулирования рынка секьюритизации. Основы для секьюритизации в рамках российского правового поля были заложены в 2003 г. принятием Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах»: этот закон позволил секьюритизировать ипотечные активы.⁴⁵

Следующие 10 лет российское законодательство не позволяло секьюритизировать неипотечные активы, тогда как во многих зарубежных юрисдикциях были возможны сделки секьюритизации практически под любые потоки платежей (лизинговые, коммунальные платежи, поступления по кредитным картам и т. д.). Как следствие, российская практика секьюритизации неипотечных активов была построена на дорогостоящих и сложных схемах, в соответствии с которыми SPV (специально созданное юридическое лицо) – эмитент облигаций – создавалось за рубежом, а сделка структурировалась по иностранному праву. Данный вопрос был решен только в 2013-2014 гг., когда вступил в силу Федеральный закон от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», закрепивший возможность секьюритизации неипотечных активов, способных генерировать денежный поток.⁴⁶

⁴⁵ Российская Федерация. Законы. Об ипотечных ценных бумагах: Федеральный закон № 152-ФЗ [принят Государственной Думой 14 октября 2003 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_44997/ (дата обращения: 04.01.2021).

⁴⁶ Российская Федерация. Законы. О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации: Федеральный закон № 379-ФЗ. [принят Государственной Думой 13 декабря 2013 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_156007/ (дата обращения: 04.01.2021).

В дополнение к Закону № 379ФЗ Банком России в 2014 г. было принято важнейшее Указание Банка России от 19.12.2014 №3500-У, в соответствии с которым Банк России перестал рассматривать международный рейтинг в качестве обязательного критерия включения ценных бумаг в ломбардный список. Потенциально таким критерием может стать и рейтинг российского агентства, что существенно облегчает, в том числе, оборот ценных бумаг SPV.

На текущий момент помимо ФЗ от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»⁴⁷, ФЗ от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»⁴⁸ и ФЗ от 16.07.1998 № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)»⁴⁹, а также косвенно влияющих на рынок секьюритизации ФЗ от 02.12.1990 № 395-1 «О банках и банковской деятельности»⁵⁰ и ФЗ от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»⁵¹, а также небольшого перечня дополнительных нормативных документов (инструкций и указаний) Банка России, нет полноценной нормативно-правовой базы, позволяющей в полной мере регулировать весь перечень видов сделок по секьюритизации, секьюритизацию альтернативных классов активов и прочее.

⁴⁷ Российская Федерация. Законы. О рынке ценных бумаг: Федеральный закон № 39-ФЗ [принят Государственной Думой 20 марта 1996 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения: 04.01.2021).

⁴⁸ Российская Федерация. Законы. Об ипотечных ценных бумагах: Федеральный закон № 152-ФЗ [принят Государственной Думой 14 октября 2003 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_44997/ (дата обращения: 04.01.2021).

⁴⁹ Российская Федерация. Законы. Об ипотеке (залоге недвижимости): Федеральный закон № 102-ФЗ [принят Государственной Думой 24 июня 1997 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19396/ (дата обращения: 04.01.2021).

⁵⁰ Российская Федерация. Законы. О банках и банковской деятельности: Федеральный закон № 395-1 [принят Председателем Верховного Совета РСФСР 2 декабря 1990 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5842/ (дата обращения: 04.01.2021).

⁵¹ Российская Федерация. Законы. О Центральном банке Российской Федерации (Банке России): Федеральный закон № 86-ФЗ [принят Государственной Думой 27 июня 2002 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37570/ (дата обращения: 04.01.2021).

Пробелы в нормативно-правовой базе в отношении рынка секьюритизации, а также медленные темпы ее развития существенно замедляют процесс непосредственного развития российского рынка секьюритизации.⁵² Таким образом, здесь удастся выделить отрицательную тенденцию на рынке, характеризующуюся неполнотой и медленными темпами развития нормативно-правовой базы, регулирующей рынок секьюритизации.

Подводя итог, в качестве ключевых тенденций развития российского рынка секьюритизации возможно выделить следующие:

а) Уверенная положительная общая динамика объемов рынка секьюритизации на фоне удорожания финансовых ресурсов на кредитных рынках.

б) Увеличение несбалансированности российского рынка секьюритизации (перекос в сторону ипотечной секьюритизации); недостаточное внимание рынку секьюритизации альтернативных активов.

в) Консервативность структуры участников на российском рынке секьюритизации; неготовность к активному участию в сделках по секьюритизации более мелких акторов ввиду ряда существенных сложностей.

г) Неполнота и медленные темпы развития нормативно-правовой базы.

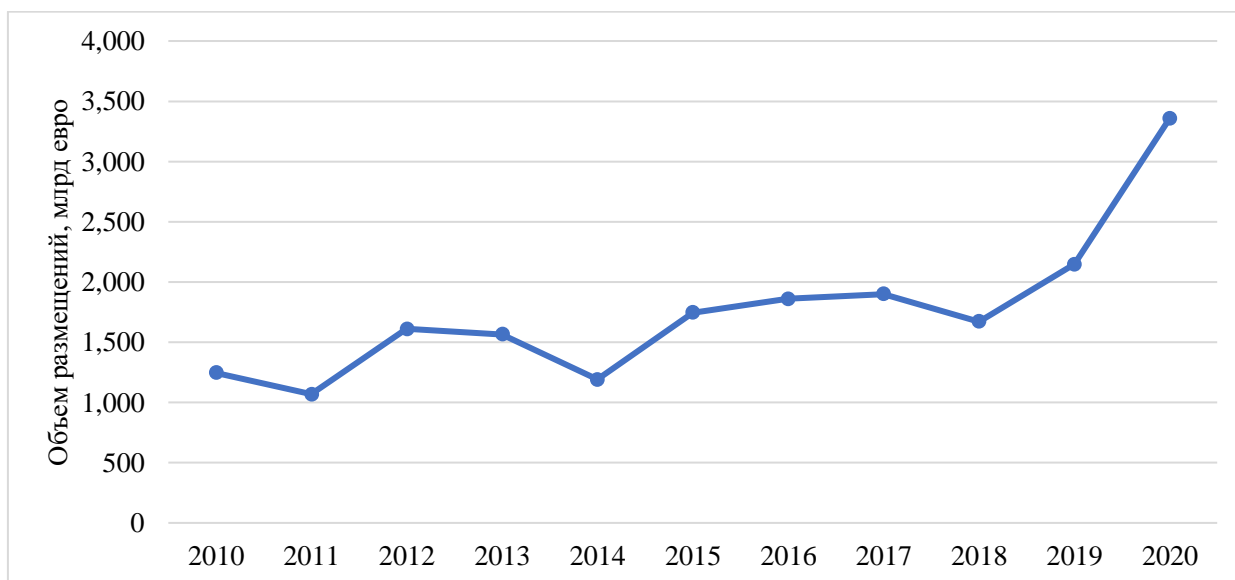
2.2 Мировой опыт использования секьюритизации активов как инструмента управления риском

В данном параграфе проанализируем состояние крупнейших мировых рынков секьюритизации (США, Европы и Китая) и выявим ключевые особенности использования секьюритизации активов как инструмента управления риском.

⁵² Ушаков О., Демидов А. Неипотечная секьюритизация: правовое поле и инвесторская база. Журнал Национального расчетного депозитария. – 2015. – № 3 (138). – С. 123. – Текст : электронный. – URL: https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/138/12-14_Ushakov-Demidov.pdf (дата обращения: 04.01.2021).

I. Рынок секьюритизации в США. Несомненно, именно США выступают в качестве лидера на рынке секьюритизации активов. Согласно отчету Ассоциации по финансовым рынкам в Европе о секьюритизации (AFME 2019 Securitisation Data Report) по данным на конец года общий объем секьюритизированных активов (по остатку задолженности) составил 11 076 млрд. евро, что в 9,6 раз превысило весь европейский рынок в разрезе соответствующего показателя.⁵³

Объем новых размещений составил 3355 млрд евро на конец 2020 (+56% к 2019 году, в 2019 +29% к 2018 году). Общий тренд – положительный, можно проследить стремительное увеличение объемов размещений (см. рисунок 8).



Источник: составлено автором по материалам доклада AFME Securitisation Data Report Q4 2020. – 2021. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://www.afme.eu/Portals/0/AFME%20Q4%202020%20Securitisation%20Report.pdf?ver=2021-02-22-092720-217> (дата обращения: 04.01.2021).

Рисунок 8 - Объем размещений ценных бумаг в США, 2010-2020 гг.

Говоря об американском рынке секьюритизации в разрезе структуры ценных бумаг, необходимо отметить, что в США наибольшую долю занимают агентские ипотечные бумаги, выпущенные такими крупными ипотечными

⁵³ AFME Securitisation Data Report Q4 2019. – 2020. – Текст : электронный. – URL: <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/AFME-Securitisation-Data-Report-Q4-2019> (дата обращения: 04.01.2021).

агентствами как Ginnie Mae, Fannie Mae и Freddie Mac. Ценные бумаги от этих ипотечных агентств заняли порядка 93% от всех ценных бумаг, обеспеченных активами, выпущенными суммарно за 2020 год (см. рисунок 9). ABS находятся на втором месте с долей на уровне 5% и включают в себя ценные бумаги, обеспеченные пулами разнообразных кредитов помимо ипотеки (автокредиты, кредитные карты, кредиты на учебу и проч.). Наименьшую долю от рынка занимают неагентские ипотечные ценные бумаги, обеспеченные жилой недвижимостью и бумаги, обеспеченные коммерческой недвижимостью – по 1%.



Источник: составлено автором по материалам доклада AFME Securitisation Data Report Q4 2020. – 2021. [Электронный ресурс]. Режим доступа -

<https://www.afme.eu/Portals/0/AFME%20Q4%202020%20Securitisation%20Report.pdf?ver=2021-02-22-092720-217> (дата обращения: 04.01.2021).

Рисунок 9 - Структура ценных бумаг на рынке секьюритизации США в 2020г.

Углубляясь в анализ ключевых тенденций развития рынка в разрезе типов ценных бумаг, необходимо отметить, что ABS демонстрируют некоторый рост за счет прироста ценных бумаг, обеспеченных пулом

автокредитов (по объему выпуска автомобильных ABS-сделок субстандартных кредитов 2019 был близок к рекордному 2018).⁵⁴

Рынок CMBS выглядел в 2019 устойчиво, однако продолжилось ослабление активов, связанных с розничной торговлей, некоторые займы на офисные здания выглядели хуже.⁵⁵

Таким образом, вопреки ожиданиям экспертов американские рынки секьюритизированных продуктов в 2019 году были стабильны в своем развитии. Одновременно некоторые сегменты продолжают оставаться более привлекательными с позиции использования механизма секьюритизации в качестве инструмента по управлению риском, по сравнению с корпоративными облигациями, среди них – классические ипотечные ценные бумаги, авиационные ABS и некоторые типы CMBS.

Продолжая анализ американского рынка секьюритизации, в качестве специфической черты рынка секьюритизации в США, а точнее размещений ценных бумаг, можно выделить неравномерность в разрезе соотношения количества сделок и объема размещений (см. таблицу 5).

Таблица 5 - Структура размещений ценных бумаг в разрезе количества и объемов

	№ of Issues	€ Billions
Less than 0.01 Billion	15%	0%
0.01-0.1 Billion	64%	6%
0.1-1.0 Billion	19%	13%
More than 1.0 Billion	1%	80%

Источник: составлено автором на основе информации, предоставленной в докладе AFME Securitisation Data Report Q4 2019. – 2020. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/AFME-Securitisation-Data-Report-Q4-2019> (дата обращения: 05.01.2021).

На 15% от всего количества размещений на сумму меньше, чем 0,01 млрд евро в 2019 году пришлось 0,2% от всего объема размещенных ценных

⁵⁴ Американский рынок секьюритизации: тенденции 2019 года. Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 57. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/825/> (дата обращения: 05.01.2021).

⁵⁵ Американский рынок секьюритизации: тенденции 2019 года. Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 57. URL: <http://review.cbonds.info/article/references/825/> (дата обращения: 05.01.2021).

бумаг и наоборот, размещения на сумму более 1 млрд евро дали 1% от числа всех размещений, но 80% от всего объема размещенных ценных бумаг.

Структура игроков на рынке секьюритизации в США (см. таблицу 6) достаточно консервативна и стабильна – этим рынок США схож с российским. Более того, один из ключевых инвестиционных банков – организаторов сделок по секьюритизации, как ABS, так и MBS, J. P. Morgan является также ключевыми эмитентом сделок секьюритизации, как в США, так и в мире (9 место по результатам 2019 года).⁵⁶

Таблица 6 - Рэнкинги организаторов сделок по секьюритизации в США в 2019 г.

ABS					MBS				
Инвестбанк	V	N	S		Инвестбанк	V	N	S	
1	Citigroup	32	116	12,9%	1	J. P. Morgan	17	34	21,7%
2	J. P. Morgan	27	92	10,8%	2	Citigroup	12	33	15,1%
3	Credit Suisse	22	98	8,8%	3	Credit Suisse	12	47	15,0%
4	Barclays	21	86	8,5%	4	Nomura	9	36	11,7%
5	Bank of America	20	81	8,1%	5	Bank of America	7	28	9,5%

Источник: составлено автором на основе информации, предоставленной в Энциклопедии российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 171. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <http://review.cbonds.info/article/references/863/> (дата обращения: 05.01.2021).

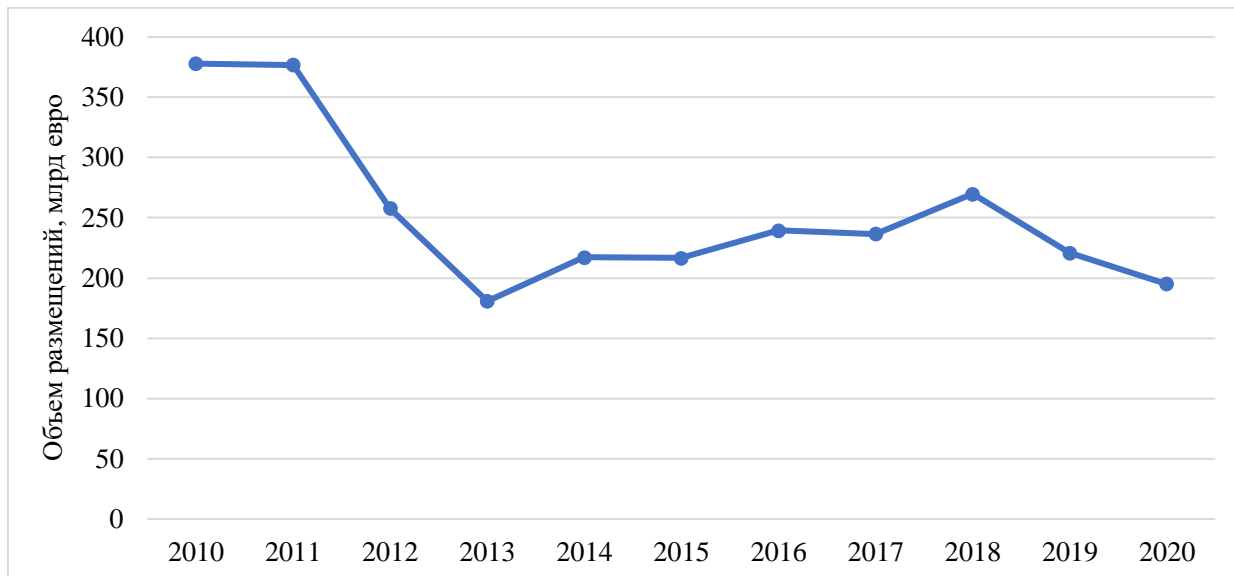
Справочно для Таблицы 6: V – Volume – Объем эмиссии, млрд долл.; N – Number – Количество сделок; S – Share – Доля рынка, %

Таким образом, рынок секьюритизации в США демонстрирует достаточно быстрый, качественный рост, однако вместе с тем некоторую степень консервативности в части структуры игроков рынка и «перекося» в сторону ипотечных ценных бумаг. Две последние специфические особенности присущи также и российскому рынку секьюритизации.

II. Рынок секьюритизации в Европе. Второй по величине рынок секьюритизации – рынок Европы. Объемы новых размещений в динамике год

⁵⁶ Рэнкинги организаторов сделок. Энциклопедия российской секьюритизации – 2021. – 2021. – С. 201. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/927/> (дата обращения: 05.01.2021).

к году снижаются, начиная с 2018 (в 2020: -12% к 2019 году, в 2019: -18% к 2018 году), несмотря на то, что этому снижению предшествовал стабильный рост в течении 5 лет.⁵⁷ Динамику объема размещений на рынке секьюритизации можно наглядно увидеть на рисунке 10.



Источник: составлено автором по материалам доклада AFME Securitisation Data Report Q4 2020. – 2021. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://www.afme.eu/Portals/0/AFME%20Q4%202020%20Securitisation%20Report.pdf?ver=2021-02-22-092720-217> (дата обращения: 05.01.2021).

Рисунок 10 - Объем размещений ценных бумаг в ЕС, 2010-2020.

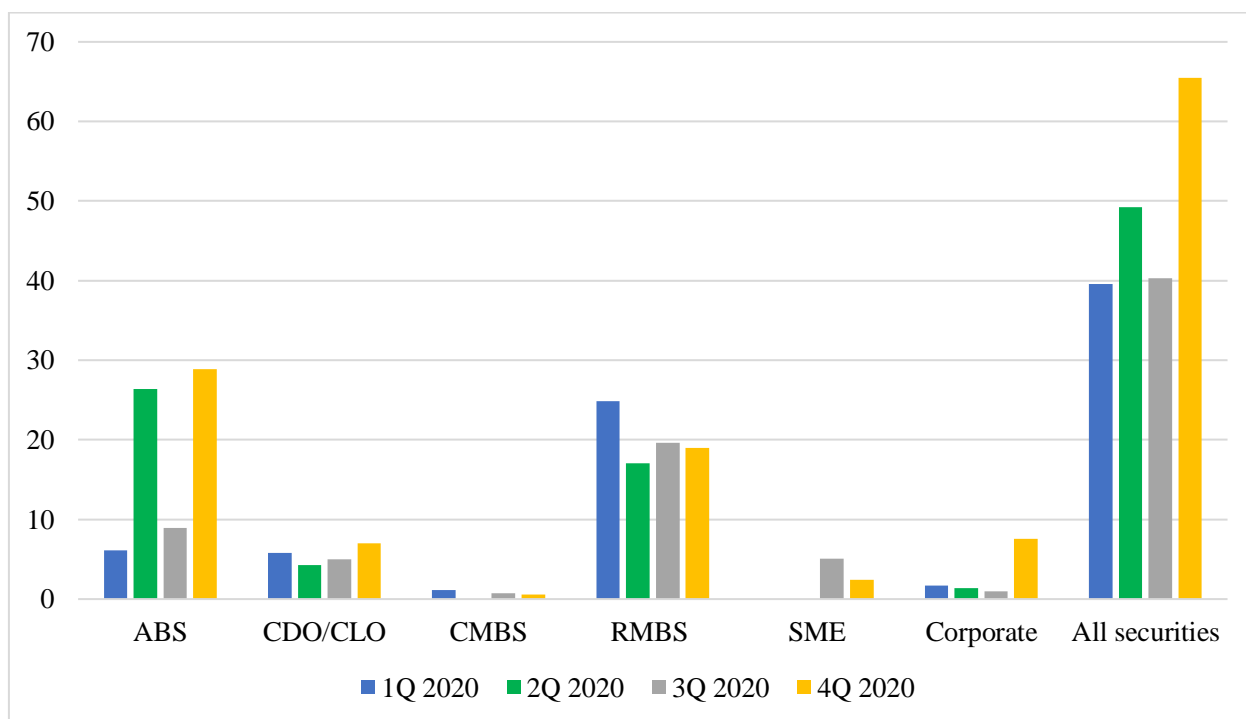
В сравнении с рынком США рынок Европы можно характеризовать как более турбулентный (динамика объема размещений это подтверждает), однако, вместе с тем, как более диверсифицированный. Это обусловлено тем, что в Европе, в отличие, от США и России отсутствуют специализированные ипотечные агентства, такие как ДОМ.РФ в России и Ginnie Mae и прочие в США, которые могут выпускать ипотечные ценные бумаги с правительственной гарантией.⁵⁸

⁵⁷ AFME Securitisation Data Report Q4 2020. – 2021. – Текст : электронный. – URL: <https://www.afme.eu/Portals/0/AFME%20Q4%202020%20Securitisation%20Report.pdf?ver=2021-02-22-092720-217> (дата обращения: 05.01.2021).

⁵⁸ Кузьмина О. Ю. Рынок секьюритизации: российский опыт и зарубежная практика //Наука XXI века: актуальные направления развития. – 2020. – №. 2-2. – С. 3. – Текст : электронный. – URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_43940412_62227303.pdf (дата обращения: 05.01.2021).

Данный факт существенно отражается на структуре рынка секьюритизации в разрезе типа эмитируемых ценных бумаг: наибольшая доля размещений все еще приходится на ипотечные ценные бумаги (в основном на RMBS – 41%, в то время как на CMBS – 1%), хотя в куда меньшем соотношении (42% за 2020 год в Европе против 93% в США). На втором месте – ABS (36%), которые на европейском рынке в основном включают в себя основном кредиты под образование, автокредиты, потребительские кредиты, лизинг. Далее – CDO – пулы обязательств по долговым обязательствам банков и финансовых организаций, на которые приходится порядка 11%.

Дополнительно в 2020 на европейском рынке начала набирать популярность секьюритизация компаний (WBS/PFI, на рисунке 11 обозначена как Corporate) с долей 6% в 2020 году, а также секьюритизация малого и среднего бизнеса (SME, 4%).



Источник: составлено автором по материалам доклада AFME Securitisation Data Report Q4 2020. – 2021. [Электронный ресурс]. Режим доступа -

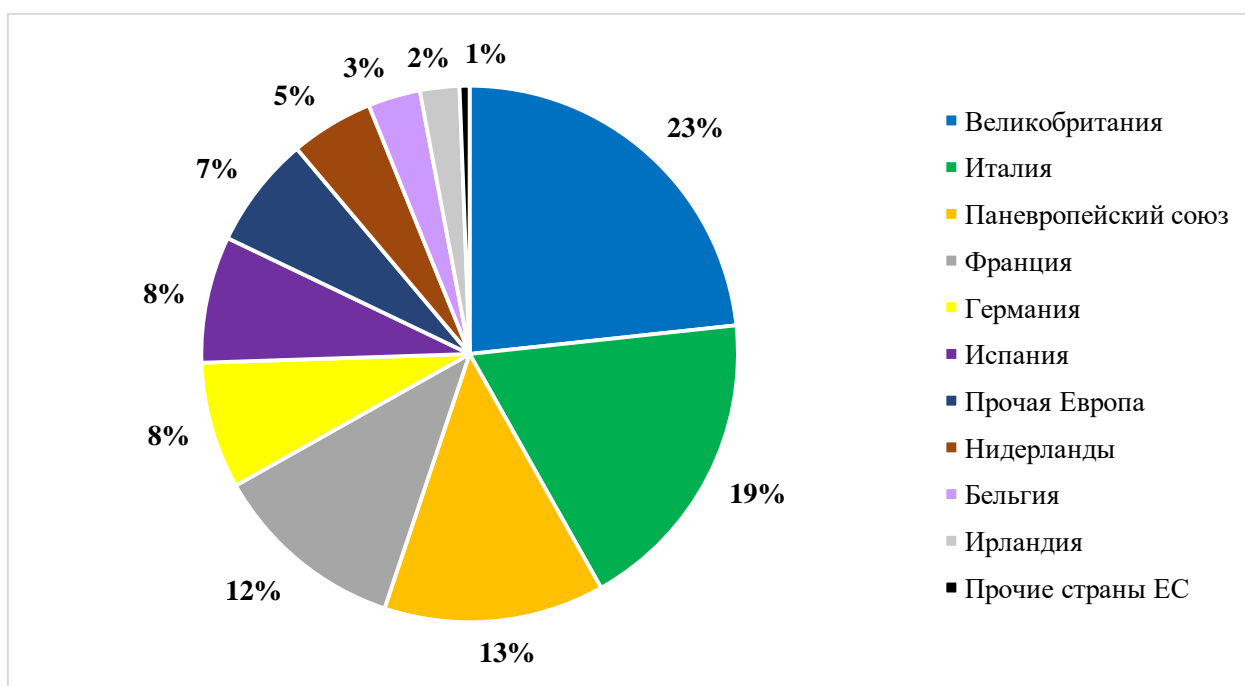
<https://www.afme.eu/Portals/0/AFME%20Q4%202020%20Securitisation%20Report.pdf?ver=2021-02-22-092720-217> (дата обращения: 05.01.2021).

Рисунок 11 - Структура ценных бумаг на рынке секьюритизации ЕС в 2020г.

Анализируя страновую структуру размещений на европейском рынке секьюритизации можно сделать вывод о неравномерности участия европейских стран в сделках по секьюритизации (см рисунок 12).

Очевидно, это обусловлено различным уровнем экономического развития и степенью обеспечения ресурсов, необходимых для использования механизма секьюритизации в полной его мере.

В качестве ключевых драйверов развития рынка секьюритизации в Европе можно выделить Великобританию (23%), Италию (19%), Францию (12%), а также Германию (8%) и Испанию (8%).



Источник: составлено автором по материалам доклада AFME Securitisation Data Report Q4 2020. – 2021. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://www.afme.eu/Portals/0/AFME%20Q4%202020%20Securitisation%20Report.pdf?ver=2021-02-22-092720-217> (дата обращения: 05.01.2021).

Рисунок 12 - Страновая структура размещений на европейском рынке секьюритизации в 2020 г.

Анализируя структуру ключевых игроков на европейском рынке секьюритизации, можно заметить, что большая часть ключевых игроков на европейском рынке – это американские конгломераты (см. таблицу 7 ниже). Также на основании данных в таблице можно сделать вывод о сравнительно

меньших объемах эмиссии на европейском рынке, нежели на американском с учетом практически равного количества сделок по секьюритизации.

Таблица 7 - Рэнкинг организаторов сделок по секьюритизации в Европе в 2020 г.

	Инвестиционный банк	Объем эмиссии, млрд долл.	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Citigroup	8,4	30	10,3%
2	Barclays	8,3	28	10,2%
3	Bank of America	8,2	27	10,1%
4	BNP Paribas	8,0	30	9,9%
5	Santander	5,5	11	6,8%

Источник: составлено автором на основе информации, предоставленной в

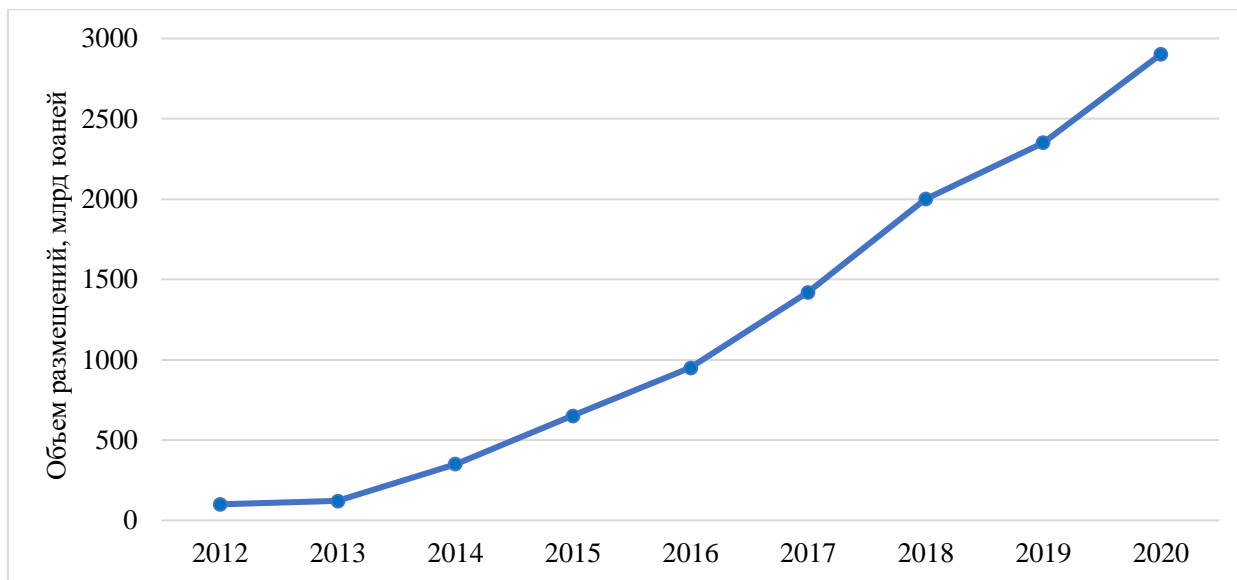
Энциклопедии российской секьюритизации – 2021. – 2021. – С. 201. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <http://review.cbonds.info/article/references/927/> (дата обращения: 05.01.2021).

Таким образом, в силу того, что крупнейшими операторами рынка секьюритизации в США и России являются ипотечные агентства, то и поле использования механизма секьюритизации на этих рынках лежит, в большей степени, в пределах ипотечного рынка. В Европе же в рамках законодательства запрещена правительственная поддержка ипотечных ценных бумаг, во избежание нарушения свободной конкуренции на рынке. Соответственно, секьюритизация как инструмент управления риском адаптирован к более широкому классу активов, что делает европейский рынок менее стабильным, но более диверсифицированным и многосторонним и, в свою очередь, более благоприятным для появления новых форм и инструментов секьюритизации.

III. Рынок секьюритизации в Китае. Китайский рынок является наиболее стабильным из всех крупных мировых рынков секьюритизации. Это подтверждают уверенные темпы ежегодного роста объемов размещений (см. рисунок 13), которые ни разу не уменьшались за последние 8 лет активного развития рынка.

В 2020 объем размещений достиг нового рекорда – 2,9 трлн юаней, что примерно равно 372 млрд евро и 433 млрд долларов, соответственно, можно

заклучить, что китайский рынок превысил по своим объемам рынок Европы.⁵⁹ Причем 40% эмиссии пришлось на 4 квартал 2020 года. Особенно интересным представляется тот факт, что за исключением кратковременного ухудшения во 2 квартале 2020, показатели развития рынка секьюритизации оставались стабильными даже в беспокойный 2020 год на фоне пандемии COVID-19.



Источник: составлено по материалам доклада China Securitization Performance Watch 4Q 2020. S&P Global. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210210-china-securitization-performance-watch-4q-2020-regulatory-dynamics-will-shape-rmbs-and-consumer-abs-issuance-11827907> (дата обращения: 06.01.2021).

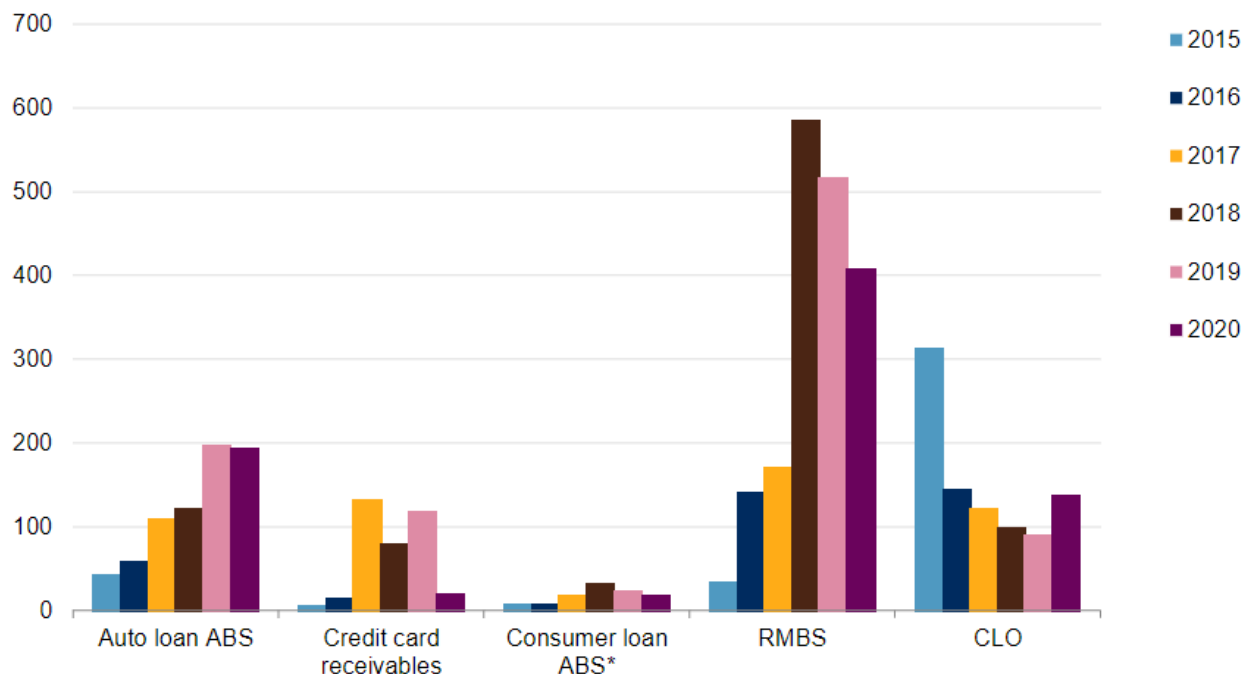
Рисунок 13 - Объем размещений ценных бумаг в Китае, 2012-2020.

Далее проанализируем структуру ценных бумаг на рынке секьюритизации (см. рисунок 14). Основными типами ценных бумаг на рынке секьюритизации являются ABS (ключевыми типами займов, которые выступают в качестве обеспечения по ABS в Китае являются автокредиты, кредитные карты и беззалоговые кредиты наличными), RMBS и CLO.

Положительную динамику в 2020 можно увидеть исключительно по классу CLO, но ключевой вклад в рекорд по объемам размещения в 2020 году

⁵⁹ China Securitization Performance Watch 4Q 2020. S&P Global. – 2021. – Текст : электронный. – URL: <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210210-china-securitization-performance-watch-4q-2020-regulatory-dynamics-will-shape-rmbs-and-consumer-abs-issuance-11827907> (дата обращения: 06.01.2021).

сделан со стороны RMBS: на рынок вышло более 30 новых сделок в последнем квартале года.⁶⁰



Источник: составлено по материалам доклада China Securitization Performance Watch 4Q 2020. S&P Global. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210210-china-securitization-performance-watch-4q-2020-regulatory-dynamics-will-shape-rmbs-and-consumer-abs-issuance-11827907> (дата обращения: 06.01.2021).

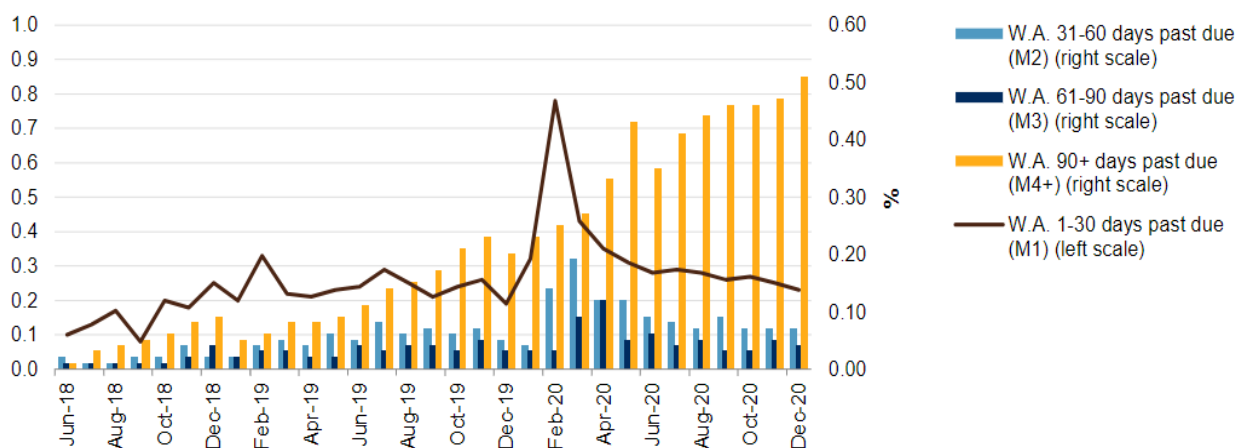
Рисунок 14 - Структура ценных бумаг на рынке секьюритизации Китая

Однако, необходимо отметить, что именно по классу RMBS, начиная с 2018 года продолжается уменьшение объемов размещения на рынке, что, в свою очередь, продиктовано ужесточением регулирования выдач ипотечных займов. 31 декабря 2020 года Народный банк Китая (НБК) и Комиссия по регулированию банковской и страховой деятельности Китая (CBIRC) совместно объявили о требованиях к банкам соблюдать ряд ограничений по ипотеке (минимальные требования к заемщику, срок кредита, первоначальный

⁶⁰ China Securitization Performance Watch 4Q 2020. S&P Global. – 2021. URL: <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210210-china-securitization-performance-watch-4q-2020-regulatory-dynamics-will-shape-rmbs-and-consumer-abs-issuance-11827907> (дата обращения: 06.01.2021).

взнос, реструктуризации ипотечных займов и прочее) в течение следующих 2-4 лет.

По мнению большинства отраслевых экспертов, данные меры вполне обоснованы, поскольку в Китае наблюдается рост просроченных ипотечных займов, особенно в последние 2 года (см рисунок 15). Основной всплеск увеличения просроченной задолженности в интервалах 1-30 и 31-60 дней просрочки пришелся на интервале декабря 2019 – марта 2020, то есть на начало пандемии covid-19, и был урегулирован инструментами сдерживания просрочки по кредитам (реструктуризации и прочее). Однако уровень просрочки 90+ продолжает постоянно расти в течении последних 2 лет.



Источник: составлено по материалам доклада China Securitization Performance Watch 4Q 2020. S&P Global. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210210-china-securitization-performance-watch-4q-2020-regulatory-dynamics-will-shape-rmbbs-and-consumer-abs-issuance-11827907> (дата обращения: 06.01.2021).

Рисунок 15 - Динамика просроченной ипотеки в Китае 2018-2020 гг.

Еще одним фактором по части структуры ценных бумаг, приведшим к росту в 2020 году, стал активный выпуск ABS, включая торговую дебиторскую задолженность и корпоративные ценные бумаги, обеспеченные кредитами. Выпуск таких ABS активно регулируется со стороны Комиссии по регулированию ценных бумаг Китая совместно с Национальной ассоциацией институциональных инвесторов финансового рынка Китая. Из всех типов ABS наиболее привлекательными последние 2 года являются те, что обеспечены

автокредитами, что обусловлено активным ростом продаж автомобилей, в том числе и в кредит.

Говоря о степени регулирования рынка секьюритизации, китайский рынок представляется наиболее зарегулированным из всех проанализированных, включая Россию.

Размещения на рынке секьюритизации и проведение сделок регулируются специальными наборами правил, известными как «схемы».

Каждая схема реализации сделки по секьюритизации регулируется соответствующим органом:⁶¹

а) Схема секьюритизации кредитных активов (CAS), которая реализуется в случае секьюритизации банковских активов и регулируется Комиссией по регулированию банковской деятельности и страхования Китая (CBIRC) и Народным банком Китая (PBOC);

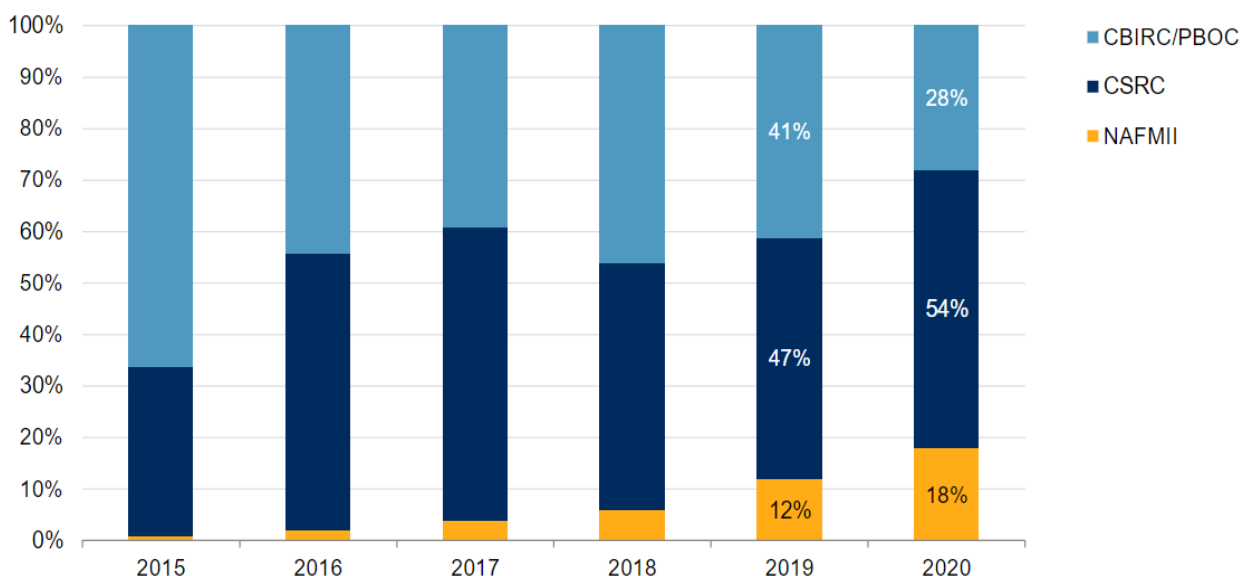
б) Схема классической секьюритизации, регулируемая Комиссией по регулированию ценных бумаг Китая (CSRC);

в) Схема секьюритизации с выпуском ABS, регулируемая Китайской национальной ассоциацией институциональных инвесторов финансового рынка (NAFMII).

Китайский рынок секьюритизации в 2020 году с позиции доли участия регуляторов выглядит следующим образом (см. рисунок 16): большинство сделок по секьюритизации реализовывалось через схему классической секьюритизации под началом Комиссии по регулированию ценных бумаг Китая (CSRC), которая играет ключевую регуляторную роль на рынке секьюритизации последние 5 лет. Другая тенденция – это постепенное снижение доли размещений под контролем Комиссией по регулированию банковской деятельности и страхования Китая (CBIRC) и Народного банка Китая (PBOC), в то время как доля размещений под регуляцией Китайской

⁶¹ China Securitization Performance Watch 4Q 2020. S&P Global. – 2021. – Текст : электронный. – URL: <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210210-china-securitization-performance-watch-4q-2020-regulatory-dynamics-will-shape-rmbs-and-consumer-abs-issuance-11827907> (дата обращения: 06.01.2021).

национальной ассоциации институциональных инвесторов финансового рынка (NAFMII) стабильно возрастает из года в год на протяжении всего анализируемого периода.



Источник: составлено по материалам доклада China Securitization Performance Watch 4Q 2020. S&P Global. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210210-china-securitization-performance-watch-4q-2020-regulatory-dynamics-will-shape-rmbs-and-consumer-abs-issuance-11827907> (дата обращения: 06.01.2021).

Рисунок 16 - Доля размещений на китайском рынке секьюритизации в разрезе регулирующих органов в 2015-2020 гг.

Таким образом, китайский рынок секьюритизации представляется наиболее стабильным, однако в наивысшей степени зарегулированным из всех проанализированных рынков, включая российский.

Обобщая весь проанализированный мировой опыт использования секьюритизации активов как инструмента управления риском, представляется возможным сделать следующие выводы:

а) Ключевой тип ценных бумаг на всех крупнейших рынках секьюритизации в мире – ипотечные ценные бумаги (MBS), причем если в стране есть специализированные ипотечные агентства – игроки рынка секьюритизации, то доля агентских ипотечных ценных бумаг на рынке в разы превышает долю неагентских ввиду меньшего риска и наличия гарантий.

b) Каждый рынок секьюритизации из проанализированных имеет свою особенность развития: крупнейшим рынком по объемам размещения является США, в то время как наиболее диверсифицированным по использованию механизма секьюритизации – европейский рынок, тогда как рынок Китая демонстрирует наиболее устойчивые и многообещающие темпы роста.

c) Российский рынок имеет общие черты со всеми проанализированными рынками, несмотря на то, что по объему размещений существенно уступает всем трём.

d) Ключевые игроки на мировом рынке секьюритизации – американские финансовые конгломераты и инвестиционные банки.

2.3 Рынок секьюритизации альтернативных классов активов

Ранее в первом параграфе данной главы дисбаланс рынка секьюритизации, а именно, существенный «перекос» в сторону ипотечной секьюритизации был рассмотрен в качестве одной из особенностей российского рынка. Проанализируем состояние рынка секьюритизации альтернативных классов активов в России более подробно.

Говоря о величине российского рынка секьюритизации альтернативных активов, представляется недостаточным сравнивать объемы такой секьюритизации с ипотечной. Очевидно, доля секьюритизации альтернативных активов несоизмеримо мала: не более 4% от всего рынка секьюритизации на март 2021 года или 41 млрд рублей против 1 035 млрд рублей на рынке ипотечной секьюритизации.⁶²

Куда более интересным кажется сравнение с мировой секьюритизацией альтернативных активов. Объем новых выпусков ценных бумаг,

⁶² Статистика рынка облигаций. Объем рынка неипотечной секьюритизации в России. Cbonds. – 2021. – Текст : электронный. – URL:<https://cbonds.ru/indexes/18129/> (дата обращения: 08.01.2021).

обеспеченных активами (ABS) в США в части неипотечной секьюритизации в 2019 году составил \$306 млрд и вернулся на уровни 2013–2015 годов. Объем новых ABS выпусков в части неипотечной секьюритизации в ЕС в 2019 году составил 67.5 млрд евро, что примерно соответствует уровню 2018 года (70 млрд евро).⁶³ Российский рынок на ту же дату (31.12.2019) можно было оценить в 21 млрд рублей. На текущую дату (март 2021) объем составляет 41 млрд рублей.⁶⁴ Таким образом, картина представляется более, чем неутешительная: объемы российского рынка альтернативной секьюритизации несопоставимы с мировым уровнем.

Рассмотрим ключевые драйверы функционирования рынка в последние годы (2019-2020). В 2019 и 2020 году рынок альтернативной секьюритизации вел себя по-разному: в 2019 году рынок стагнировал, тогда как в 2020 – продемонстрировал существенное улучшение, завершившееся увеличением объемов рынка более, чем в 2 раза на конец 2020. Основными факторами стагнации рынка секьюритизации альтернативных активов в 2019 году можно назвать следующие: избыточная ликвидность банков, делавшая заимствования через секьюритизацию экономически невыгодными, а также отсутствие стимула у игроков рынка к инвестированию в секьюритизацию (включая ипотечную) из-за ограничений, введенных Постановлением 580-П.⁶⁵ В 2019 году рынок альтернативных активов в России можно охарактеризовать следующим образом: минимальное предложение и ограниченный спрос.

Однако на рубеже 2019 – 2020 года были успешно размещены две сделки кредитов МСП общим объемом 10 млрд рублей (ставка купона 6,7% - 6,75%) и одна сделка секьюритизации просроченной задолженности

⁶³ Кадук С. Рынок секьюритизации альтернативных классов активов. // Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 88. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/837/> (дата обращения: 08.01.2021).

⁶⁴ Статистика рынка облигаций. Объем рынка неипотечной секьюритизации в России. Cbonds. – 2021. – Текст : электронный. – URL: <https://cbonds.ru/indexes/18129/> (дата обращения: 08.01.2021).

⁶⁵ Кадук С. Рынок секьюритизации альтернативных классов активов. // Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 88. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/837/> (дата обращения: 08.01.2021).

Совкомбанка на 700 млн рублей,⁶⁶ что стало ключевым поворотным моментом, обеспечившим вектор развития рынка в 2020 – 2021 гг.

В 2020 году условия развития секьюритизации, в том числе и альтернативной, были следующими: снижение ключевой ставки, продолжившееся с середины 2019 года, привело к падению процентных ставок в банках, что, в свою очередь, обусловило сокращение банковской маржи и уменьшение доходности, и, как следствие, рентабельности собственного капитала банков. Дополнительно сыграло роль ужесточение регулирования банковского сектора. Инструментом, эффективно нивелирующим вышеуказанный эффект, стала секьюритизация. Соответственно, с начала 2020 года мы видим существенное увеличение рынка секьюритизации, в том числе и альтернативных активов.

Возвращаясь к ключевым драйверам развития рынка альтернативной секьюритизации, необходимо отметить, что на текущий момент времени именно сегмент МСП является приоритетным на рынке секьюритизации альтернативных классов активов.

В 2018 году МСП Банк создал мультиоригинаторную платформу для секьюритизации кредитных портфелей субъектов МСП. До конца 2022 года банк планировал поднять объемы секьюритизации альтернативных активов до уровня в 65 млрд. рублей.⁶⁷ В 2018 Банк организовал первое размещение облигаций, обеспеченных пулом кредитов МСБ, на текущий момент успешно проведен уже целый ряд сделок. МСП Банк ставит основной целью платформы оказание помощи в построении рыночной модели секьюритизации альтернативных активов, которая может быть использована в будущем не

⁶⁶ Полякова К. Секьюритизация банковских активов в условиях снижения ставок. // Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 92. URL: <http://review.cbonds.info/article/references/839/> (дата обращения: 08.01.2021).

⁶⁷ Новое слово в развитии рынка секьюритизации. Обзор пресс-брифинга МСП Банка. Энциклопедия российской секьюритизации-2019. – 2019. – С. 178. – Текст : электронный. – URL: http://review.cbonds.info/mobile/2019_3/4/ (дата обращения: 08.01.2021).

только крупными игроками, а также малыми и средними банками, что поможет существенно расширить рынок секьюритизации в России в целом.

Такая модель важна не столько для крупных банков, которые могут использовать механизм секьюритизации самостоятельно, сколько для небольших банков, в том числе для банков с базовой лицензией, у которых существенно ограничена возможность привлечения фондирования с рынка.

Использование мультиоригинаторной платформы МСП Банка позволит таким банкам привлекать фондирование даже дешевле, чем напрямую с рынка. Такая возможность обусловлена одним из фундаментальных свойств секьюритизации, а именно тем, что рейтинг бумаг в рамках сделки может быть выше, чем рейтинг кредитного учреждения. Поэтому через подобное финансирование банк может привлечь средства по более низким ставкам, чем напрямую через выпуск обычных облигаций.

Секьюритизация кредитов, выданных субъектов МСП отличается технической сложностью, связанной с рядом особенностей:

Во-первых, присутствует специфика обеспечения. Как залог или обеспечение по кредитам сегменту МСП используются не только стандартные залоги недвижимости или поручительство, но и специфические, вплоть до товаров в обороте. Этим объясняется более сложный процесс передачи прав в пользу SPV.

Во-вторых, кредиты, выданные субъектам МСП зачастую представляют собой возобновляемую кредитную линию из соображений удобства использования. Это особенно актуально для бизнеса, основная деятельность которого связана с торговлей, либо имеет некоторую сезонность в получении доходов. Сложности с передачей кредитных линий связаны с тем, что в сделке по секьюритизации необходимо продать все будущие требования по кредитной линии (в рамках лимита, не выбранного заемщиком на дату продажи требований). Таким образом, уступаются как возникшие требования по уже выданным траншам в рамках кредитной линии, так и те, которые

возникнут в будущем, что также несет дополнительные технические сложности в проведении сделки.

Однако, даже с учетом технических сложностей проведения сделки и общей новизны процесса на рынке просматриваются позитивные перспективы. В 2020 году планы по развитию данного сегмента рынка секьюритизации обновились: до конца 2024 года МСП банк планирует провести ряд сделок объемом порядка 93 млрд рублей, т.е. планируется рост рынка в 2,3 раза в сравнении с объемом рынка на апрель 2021 (41 млрд рублей).⁶⁸

Более того, непосредственно МСП Банк позиционирует развитие и продвижение механизмов секьюритизации портфелей кредитов МСП в качестве одного из приоритетных направлений своей деятельности. Ключевыми задачами развития этого направления банк видит:⁶⁹

- а) Создание условий для секьюритизации небанковских обязательств субъектов МСП, в частности лизинговых контрактов;
- б) Привлечение сторонних банков к участию в сделках на мультиоригинаторной платформе;
- в) Совершенствование условий, правового регулирования и инфраструктуры сделок секьюритизации МСП активов в рамках платформы.

Вторым по величине драйвером развития рынка секьюритизации альтернативных активов является секьюритизация кредитов на покупку автомобиля. После ипотечных займов автокредиты являются наиболее привлекательными для инвесторов, поскольку автокредиты более однородные, чем потребительские, имеют более долгий срок жизни, а также

⁶⁸ Веролайн А. На пути к мультиоригинаторной сделке секьюритизации кредитов МСП. // Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 98. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/843/> (дата обращения: 10.01.2021).

⁶⁹ Бобрышев И., Кольцова Н. Сделки секьюритизации кредитов МСП в 2019 году. // Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 97. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/841/> (дата обращения: 10.01.2021).

имеют под собой физическое обеспечение в виде автомобиля, т. е. менее рисковые.

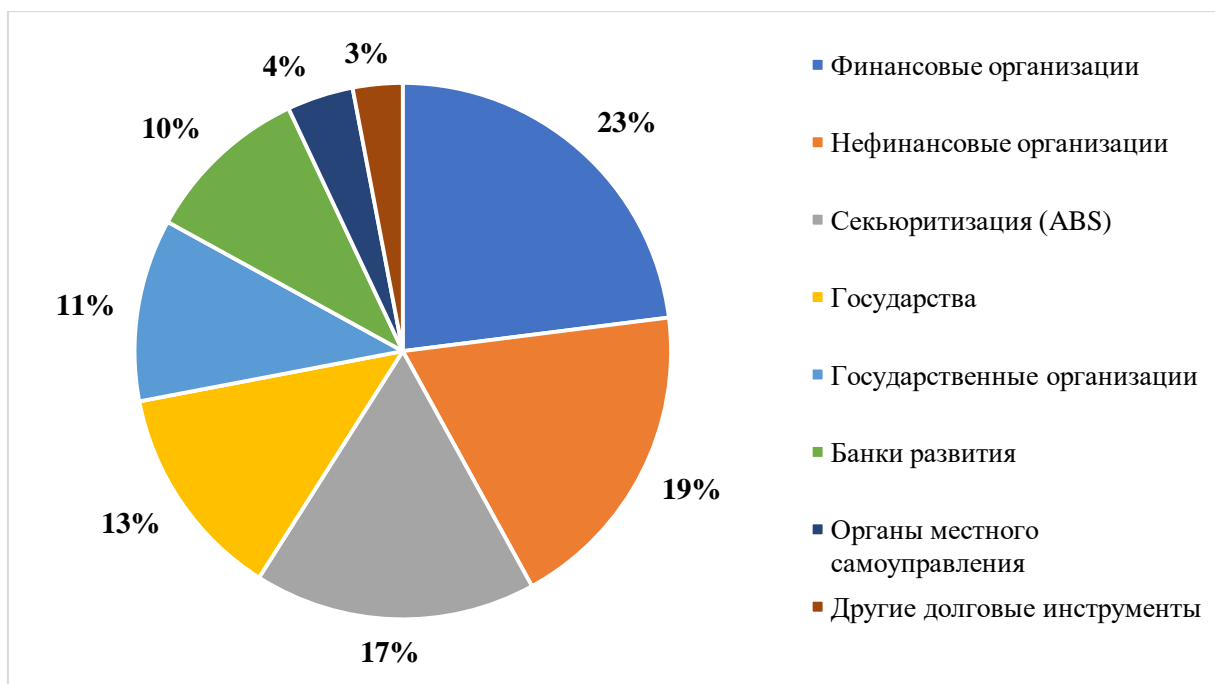
Последним, наименее значимым в России, но наиболее любопытным и интересным драйвером развития рынка секьюритизации альтернативных активов является зеленая секьюритизация. На рубеже 2019-2020 годов была размещена первая в России сделка такого сегмента, а именно сделка по секьюритизации выручки солнечных электростанций.

«Зеленая» секьюритизация может являться источником, например, финансирования экологических проектов в области развития технологий энерго- и ресурсосбережения и возобновляемой энергетики (как в случае с вышеуказанной сделкой), а также в области утилизации отходов и землепользования, в общем, проектов, направленных на снижение негативного влияния на окружающую среду. Облигации, выпущенные в рамках такой сделки секьюритизации, могут считаться «зелеными», когда они финансируют экологические инициативы, даже если при этом официального статуса «зеленых» у них нет.⁷⁰

Рынок «зеленой» секьюритизации во всем мире невелик. По последним известным данным, в 2018 году было выпущено «зеленых» облигаций на 110 млрд долларов во всем мире.⁷¹ На рисунке 17 ниже можно увидеть доли объемов эмиссий «зеленых» облигаций в мире по типу эмитентов. Как видно на диаграмме, только 17% от выпуска пришлось на сделки по секьюритизации (примерно 18,7 млрд долларов).

⁷⁰ Настасьин С. «Зеленые» финансы становятся частью структурированного финансирования. Энциклопедия российской секьюритизации–2019. –2019. – С. 109. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/2019/1/27> (дата обращения: 10.01.2021).

⁷¹ Настасьин С. «Зеленые» финансы становятся частью структурированного финансирования. Энциклопедия российской секьюритизации–2019. –2019. – С. 109. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/2019/1/27> (дата обращения: 10.01.2021).



Источник: составлено автором по материалам Энциклопедии российской секьюритизации – 2019. – 2019. – С.108. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <http://review.cbonds.info/2019/1/27> (дата обращения: 10.01.2021)

Рисунок 17 - Доли объемов эмиссий «зеленых» облигаций в мире по типу эмитентов в 2018 году.

Возвращаясь к первой «зеленой» сделке по секьюритизации в России, необходимо уделить внимание ее ключевым особенностям:⁷²

а) Сделка была проведена по схеме синтетической секьюритизации, фактическая продажа секьюритизируемого актива отсутствовала; такая схема была выбрана во избежание сложностей с регуляторным и налоговым аспектами;

б) Был произведен выпуск структурных облигаций вместо обычных облигаций с залоговым обеспечением;

в) Как часть проектной документации для дополнительного обеспечения привлекательности сделки для инвесторов был подписан квазикорпоративный договор (ККД), по которому было предусмотрено полное обособление денежных потоков Проектных компаний, вводился

⁷² Кадук С. Первая в России секьюритизация выручки солнечных электростанций. // Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 108. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/845/> (дата обращения: 10.01.2021).

полный запрет на принятие ключевых управленческих решений Проектными компаниями без предварительного письменного согласия эмитента.

d) Всего в результате сделки было размещено три транша: старший транш А (рейтинг АКРА «ruA+»), мезонинный транш Б («ruBBB+») и младший транш В (без рейтинга). Класс А заинтересовал, прежде всего, банки (низкое давление на капитал, RWA класса А составило всего 37%), класс Б (за счет рейтинга «ruBBB+» и высокой премии (доходность порядка 14%) вызвал интерес со стороны частных квалифицированных инвесторов, в то время как класс В не предлагался рынку и был выкуплен менеджментом и бенефициарами «Солар Системс».

Заказчик-организатор сделки – компания «Солар Системс», получатели займов в сделке – две проектные компании представленные солнечным электростанциями (СЭС) в Астраханской области. Основной целью сделки для «Солар Системс» была возможность рефинансировать кредиты ЕАБР и, не увеличивая ставки по сравнению с кредитом ЕАБР, высвободить около 2 млрд рублей, которые будут инвестированы в новые проекты компании.

Как резюмировал куратор сделки Сергей Кадук (исполнительный директор, департамент секьюритизации и проектного финансирования, Совкомбанк) – сделка позволила доказать возможность использования лучших мировых практик синтетической секьюритизации и whole-business securitization на фундаменте российского законодательства. Более того, по словам эксперта, был построен механизм создания публичного долгового финансирования для любых бизнес-активов с предсказуемой выручкой. Он может быть применен для часто встречающихся в России концессий на эксплуатационной стадии, а также проектов естественных монополий.⁷³

Говоря о планах развития в данном секторе рынка секьюритизации альтернативных активов, сложно обозначить конкретные цифры и объемы.

⁷³ Кадук С. Первая в России секьюритизация выручки солнечных электростанций. // Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 108. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/845/> (дата обращения: 10.01.2021).

Поскольку «зеленая» секьюритизация – новый сегмент рынка для России, прогнозы роста объемов эмиссии будут отличаться в зависимости от класса активов. Например, объемы выпуска «зеленых» облигаций, обеспеченных автокредитами, потенциально ограничены несущественным количеством кредитов, выдаваемых на приобретение «зеленых» автомобилей (электрокаров и проч.).

Дополнительным сдерживающим фактором для рынка может выступить отсутствие единых стандартов определения того, что является «зеленым» финансовым активом. Конкретизация определения «зеленых» активов и стандартизация требований к ним будут способствовать дальнейшему росту рынка «зеленой» секьюритизации.

Таким образом, относительно рынка секьюритизации альтернативных активов можно сформулировать следующие выводы:

а) Рынок секьюритизации альтернативных активов имеет небольшие объемы (41 млрд рублей на март 2021), однако стабильно развивается;

б) В сравнении с ипотечной секьюритизацией, рынок неипотечной секьюритизации демонстрирует более быстрые темпы развития: только в 2020 году темпы роста к 2019 году были +3% и +125% соответственно. Игроки рынка секьюритизации альтернативных активов активизировались на рубеже 2019 – 2020 гг.;

в) Ключевой драйвер роста рынка секьюритизации альтернативных активов – сегмент МСП. Развитие данного сегмента происходит при поддержке ЦБ России и МСП Банка как владельца мультиоригинаторной платформы для совершения сделок по секьюритизации;

г) Российский рынок секьюритизации альтернативных активов является более продвинутым и открытым для изменения и нововведений, чем рынок ипотечной секьюритизации. Нарращивание «инновационного» потенциала происходит, главным образом, за счет проведение специфических сложных сделок по секьюритизации, в частности, новой для российского рынка «зеленой» секьюритизации.

Подводя итоги анализа развития современного рынка секьюритизации в России и мире по второй главе возможно сформулировать следующие выводы:

1. Российский рынок секьюритизации оценивается в 1 076 млрд рублей и динамично развивается со средним темпом 8% (с начала января 2019 – 14%) ежегодного прироста объемов размещений. Ключевыми общими тенденциями развития российского рынка секьюритизации являются следующие: уверенная положительная общая динамика объемов рынка секьюритизации на фоне удорожания финансовых ресурсов на кредитных рынках; увеличение несбалансированности российского рынка секьюритизации (перекос в сторону ипотечной секьюритизации); недостаточное внимание рынку секьюритизации альтернативных активов; консервативность структуры участников на российском рынке секьюритизации; неполнота и медленные темпы развития нормативно-правовой базы.

2. Крупнейшие мировые рынки секьюритизации помимо российского представлены в США, Европе и Китае. Ключевой тип ценных бумаг на всех рынках – ипотечные ценные бумаги (MBS). Каждый из проанализированных рынков продемонстрировал свою особенность развития: крупнейшим рынком по объемам размещения является США, в то время как наиболее диверсифицированным по использованию механизма секьюритизации – европейский рынок, тогда как рынок Китая демонстрирует наиболее устойчивые и многообещающие темпы роста. Несмотря на многообразие игроков на мировом рынке секьюритизации, ключевыми из них являются американские финансовые конгломераты и инвестиционные банки.

Российский рынок имеет общие особенности функционирования и развития со всеми проанализированными рынками, несмотря на то, что по объему размещений существенно уступает всем трём.

3. Рынок секьюритизации альтернативных активов представлен небольшими объемами (41 млрд рублей на март 2021, 4% от общих объемов

размещений на рынке секьюритизации в России), однако стабильно развивается, существенно опережая рынок ипотечной секьюритизации по темпам роста: в 2020 году к 2019 году прирост на рынке ипотечной секьюритизации составил +3%, на рынке неипотечной секьюритизации - +125% соответственно. Более того, рынок секьюритизации альтернативных активов является более динамичным в своем развитии, более открытым для изменения и нововведений, чем рынок ипотечной секьюритизации.

Ключевой драйвер роста рынка секьюритизации альтернативных активов – сегмент МСП. Развитие данного сегмента происходит при поддержке Банка России и МСП Банка как владельца мультиоригинаторной платформы для совершения сделок по секьюритизации. Дополнительно растущими сегментами на рынке секьюритизации альтернативных активов являются секьюритизация автокредитов и «зеленая» секьюритизация.

ГЛАВА 3

ПЕРСПЕКТИВЫ И ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ

3.1 Проблемные аспекты российского рынка секьюритизации активов

Как любой сложный и многогранный финансовый механизм, секьюритизация имеет ряд проблемных аспектов, так или иначе тормозящих процесс развития рынка секьюритизации и общую популяризацию использования механизма секьюритизации в Российской Федерации.

Рассмотрим проблемные аспекты, которые следуют из ранее выполненного анализа российского рынка секьюритизации активов более подробно.

I. Сложность и непрозрачность реализации сделки по секьюритизации. Проведение сделок с применением данного механизма требуют участия ряда специализированных институтов помимо банка-оригинатора и SPV с соответствующим опытом. Процесс поиска и привлечения участников, а также непосредственно их взаимодействие в процессе сделки является многосторонним трудоемким, долгим и затратным процессом, как в терминах финансового обеспечения, так и в контексте человеческого капитала, используемого для обеспечения реализации сделки.

Такого рода несовершенства и сложности обусловлены многими факторами, в частности, относительной молодостью и незрелостью российского рынка секьюритизации, а также непосредственной сложностью самого экономического процесса и смысла, лежащего в основании механизма секьюритизации. Данный проблемный аспект имеет ряд негативных последствий для развития российского рынка секьюритизации, а именно:

а) Вместо механизма секьюритизации реализовываются иные механизмы получения более выгодного финансирования;

б) На рынке функционируют исключительно крупные игроки, обладающие достаточным объемом ресурсов для использования такого

трудоемкого и финансово затратного механизма; малые игроки не могут самостоятельно использовать механизм секьюритизации в своих интересах;

с) Снижается качество контроля за выполнением работ (сроки, делегирование задач, коммуникации, решение проблемных вопросов и проч.) в процессе реализации сделки ввиду количества участников и разнонаправленности их деятельности;

d) Существует повышенный риск мошенничества ввиду многоступенчатости и непрозрачности сделки.

Поскольку в данной работе основное внимание уделяется секьюритизации активов кредитных организаций, а также поскольку в настоящее время банки являются наиболее значимыми участниками российского рынка секьюритизации, необходимо подчеркнуть уже существующие меры по упрощению сделки по секьюритизации в отношении активов кредитных организаций. Ключевой мерой в данном направлении является регуляторный подход к оценке риска секьюритизации, описанный в Положении Банка России от 4 июля 2018 г. N 647-П, в котором Банк России определил простую, прозрачную, сопоставимую секьюритизацию и установил дифференцированную практику оценки рисков по сделкам секьюритизации.⁷⁴

Определяя простую, прозрачную и сопоставимую секьюритизацию Банк России в соответствующем Положении концентрируется на следующих условиях:

а) Однородность пула секьюритизируемых активов по валюте номинирования, страновой принадлежности, нормам законодательства, применимым в отношении кредиторов и заемщиков;

⁷⁴ Положение Банка России от 04.07.2018 № 647-П (ред. от 27.02.2020) «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение». – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_308984/ (дата обращения: 15.02.2021).

b) Неограниченный доступ в течение срока реализации сделки ко всей финансовой и нефинансовой информации, используемой как для оценки пула секьюритизируемых активов, так и к общей информации о составе базовых активов;

c) Отсутствие в пуле секьюритизируемых активов базовых активов, по которым произошел дефолт на момент их передачи оригинатором эмитенту ценных бумаг;

d) Объем выплат по выпущенным долговым ценным бумагам не должен зависеть от рефинансирования и (или) продажи базовых активов;

e) Инвесторам в течение всего срока сделки должна быть доступна информация о хеджировании процентных и (или) валютных рисков в структуре сделки секьюритизации; по запросу должна быть предоставлена юридическая документация по сделке;

f) Условия сделки секьюритизации должны содержать очередность распределения платежей по базовым активам между всеми участниками сделки по удерживаемым ими рисковым позициям, а также порядок уступки прав требований по базовым активам участникам сделки;

g) Юридическая документация по сделке должна содержать конкретный перечень прав и обязанностей организаций, определенных Положением, а также процедуру передачи их функций третьим лицам в случае несостоятельности (банкротства) таких организаций;

h) Сумма всех кредитных требований (без уменьшения на резервы на возможные потери) к одному заемщику должна составлять не более 1% от общего пула базовых активов;

i) Иные условия по структуре и составу пула базовых активов, способствующие упрощению реализации сделки.

Более того, Положением N 647-П формулируется расчет величины кредитного риска по сделке секьюритизации оригинатором и спонсором с дифференциацией по части следующих аспектов:

а) Процентный объем рискованных позиций по сделке от первоначального объема выпущенных долговых ценных бумаг или базовых активов, удерживаемых эмитентом;

б) Наличие или отсутствие существенного риска использования базовых активов для удовлетворения требований в отношении эмитента, в том числе при его банкротстве;

в) Отношение выпущенных в процессе сделки долговых ценных бумаг к обязательствам эмитента;

г) Структура сделки и ее особенности в части обязательства эмитента по осуществлению полного или частичного обратного выкупа базовых активов;

е) Иные нюансы в части принятия риска эмитентом.

Также в дополнение к Положению Банк России приводит примеры расчета величины кредитного риска по сделке секьюритизации по стандартизированному подходу, причем дифференцируя расчет для эмитента в случае соответствия и несоответствия требованиям, приведенным в Положении, описанным абзацем ранее.

Дополнительной мерой по упрощению и стандартизации сделки по секьюритизации является Указание Банка России от августа 2017 N 4482-У, в частности раздел 6, в котором сформулированы требования к кредитным организациям о раскрытии информации о риске секьюритизации (величина риска секьюритизации; требования кредитной организации, подверженные риску секьюритизации; расчет требований к капиталу в отношении риска секьюритизации).⁷⁵

⁷⁵ Указание Банка России от 07.08.2017 № 4482-У (ред. от 23.03.2020) «О форме и порядке раскрытия кредитной организацией (головной кредитной организацией банковской группы) информации о принимаемых рисках, процедурах их оценки, управления рисками и капиталом». – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_282236/ (дата обращения: 15.02.2021).

Таким образом, Банк России в развитие документов Базельского комитета по банковскому надзору (Базель 3) принимает активные меры по повышению прозрачности сделок секьюритизации активов кредитных организаций, конкретизируя условия, определяющие простую, прозрачную и сопоставимую секьюритизацию, а также существенно упрощая подход к расчету кредитного риска по сделке путем стандартизации. Однако усилий исключительно Банка России в текущий момент времени недостаточно, необходим комплексный подход к решению проблемы с участием всех игроков на рынке секьюритизации.

II. Одно из последствий такого проблемного аспекта как сложность и непрозрачность реализации сделки по секьюритизации позволяет выделить следующий существенный проблемный аспект, усиливающий стагнацию российского рынка секьюритизации: неравномерность структуры участников рынка.

Неравномерность рынка характеризуется преобладанием крупных компаний и фактическим отсутствием на рынке малых игроков, а именно игроков-субъектов МСБ. Более того, состав присутствующих на рынке крупных игроков не изменяется со временем, демонстрирует существенную консервативность и некоторую «закостенелость».

На критичную степень важности данного аспекта для развития рынка некоторое время уже обращено пристальное внимание. Предпринимаются активные попытки приобщить субъекты МСБ к использованию преимуществ такого механизма как секьюритизация при поддержке Банка России и МСП Банка как владельца мультиоригинаторной платформы для коллективного совершения сделок по секьюритизации. Эта инициатива подчеркивает важность данной проблемы для развития рынка.

Рассматривая ключевые негативные последствия для российского рынка секьюритизации в контексте этого проблемного аспекта, можно выделить следующие:

а) Стагнация рынка, отставание от мировых темпов развития. В случае, если рынок не будет наполняться новыми игроками, способными привнести новые инициативы, новые способы использования механизма секьюритизации и новые ресурсы, механизм секьюритизации в России превратится в консервативный неразвивающийся инструмент, используемый ограниченным числом компаний для выполнения своих целей, рынок остановится в своем развитии и безнадежно отстанет от мировых.

б) Увеличение разрыва между ключевыми игроками на общем финансовом рынке страны и малыми игроками в вопросе финансовой развитости, устойчивости и гибкости;

в) Усложнение положения субъектов МСБ на и без того ужесточающемся рынке, где вопрос привлечения дополнительного финансирования, притока «живых» денег для развития бизнеса стоит в текущей экономической конъюнктуре очень остро.

III. Неравномерность российского рынка секьюритизации в контексте типа секьюритизируемых активов. После проведения анализа состояния мировых рынков секьюритизации стало возможным выделить очередной проблемный аспект в развитии российского рынка секьюритизации – «перекосяк» в сторону ипотечной секьюритизации.

Очевидно, ипотечная секьюритизация возглавляет структуру рынка по типам секьюритизируемых активов во всех мировых центрах секьюритизации: на рынках США, стран Европы и Китая. Однако, в таком соотношении (96% и 4%) ипотечная секьюритизация не превалирует нигде, кроме России.

Это обусловлено, в большей степени, состоянием российской экономики, практически перманентно находящейся в состоянии некоторой «турбулентности», а также деловой культурой в российской бизнес-среде. В условиях нестабильности организаторы сделок по секьюритизации стремятся максимально обезопасить себя и выбирают наиболее стабильный актив из возможных – ипотечный кредит. Ипотечный кредит имеет наиболее продолжительный срок жизни, стабильный поток платежей, никогда не

перестанет выдаваться банками, так как потребность в жилье – одна из ключевых человеческих потребностей в тех или иных экономических условиях.

Однако, нежелание игроков на рынке секьюритизации использовать в качестве обеспечения другие типы кредитов или же более сложные активы, генерирующие стабильные денежные потоки, свидетельствует о низкой степени развитости рынка и неготовности игроков брать на себя повышенные риски, связанные с нетиповыми активами.

Аналогично неравномерности в контексте структуры игроков на рынке, неравномерность в контексте типов секьюритизируемых активов может повлечь за собой стагнацию рынка, отставание от мировых темпов развития, поскольку в мире активно предпринимаются попытки секьюритизировать множество нетиповых активов, таких как, например, налоговые возвраты, отложенные платежные требования, лизинговые, коммунальные платежи. В отсутствие мотивации для развития в данном направлении рынок рискует превратиться целиком и полностью в рынок ипотечной секьюритизации.

IV. Следующий проблемный аспект в развитии российского рынка секьюритизации – неразвитость базы инвесторов. Причем, возможно говорить как об институциональных инвесторах, так и о физических лицах в потенциально возможной роли инвестора на рынке секьюритизации.

В случае институциональных инвесторов, речь скорее может идти об ограниченности числа крупных институциональных игроков, которые в силу закона и/или специфики своей деятельности имеют право и возможность принимать участие в сделках по секьюритизации в роли инвестора.

В случае физических лиц ситуация более многогранная и сложная. Во-первых, она осложняется низкой степенью финансовой грамотности населения. В случае, если на законодательном уровне будет доступ физических лиц на рынок секьюритизации в роли инвесторов будет разрешен и будет активно стимулироваться, велика вероятность, что большинство

физических лиц, вступивших на рынок, потеряют свои средства ввиду отсутствия понимания того как конкретно работает механизм секьюритизации и в целом, недостатка осознания всей полноты рисков и готовности их принять.

Во-вторых, подавляющее большинство физических лиц не могут предложить достаточные капиталы для участия в сделках по секьюритизации, которые проводятся сейчас на рынке, в роли инвесторов;

В-третьих, для физических лиц механизм секьюритизации остается непрозрачным и технически сложным, что банально отпугивает заинтересованных лиц от потенциального участия в сделках.

Основное негативное влияние данного проблемного аспекта на рынок секьюритизации – сдерживание потенциального роста объемов, возможных при более активной, широкой и развитой инвесторской базе.

V. Следующий существенный негативный аспект, тормозящий развитие российского рынка секьюритизации возможно сформулировать исходя из ранее выявленной в исследовании тенденций – медленные темпы развития нормативно-правовой базы. Проблемный аспект в данном случае – недостаточность и неполнота существующего законодательства, регулирующего использование механизма секьюритизации.

Фактически, отдельного нормативно-правового акта, определяющего и регулирующего непосредственно секьюритизацию не существует. Этот факт позволяет игрокам на рынке секьюритизации манипулировать трактовками, имеющимися в различном косвенном законодательстве и существенно повышает риск мошенничества в процессе реализации сделки по секьюритизации.

Более того, пробелы в нормативно-правовой базе секьюритизации, а также медленные темпы ее развития существенно сдерживают и без того небыстрый процесс развития данного явления на российском рынке.

VI. Статистика рынка секьюритизации. В процессе проведения исследования рынка секьюритизации было выявлено, что статистика

относительно функционирования рынка секьюритизации в России очень ограничена в своем объеме, а также частоте сбора и качестве мониторинга.

Единственный агрегированный свод статистических материалов по рынку секьюритизации в России – это справочник «Энциклопедия российской секьюритизации», выпускаемый при поддержке Cbonds и РУСИПОТЕКА.

Компания «РУСИПОТЕКА» совместно с информационным агентством Cbonds ежегодно выпускает сборник тематических материалов, посвященных секьюритизации в России и за рубежом: статистика по последним сделкам, индексы и индикаторы рынка, а также материалы ведущих экспертов по основным аспектам развития секьюритизации и прогнозами развития рынка.

Партнерами по выпуску данного справочника из года в год выступают различные крупные игроки рынка и специализированные компании, среди них: ВТБ Капитал, Совкомбанк, Райффайзенбанк, ТРИНФИКО, BCS Global Markets, «Эксперт РА», МСП Банк, S&P, ДОМ.РФ, ВТБ Специализированный депозитарий и прочие.

Ключевыми проблемами данного сборника (выявлено в процессе использования материалов для проведения анализа) являются:

а) Дата выхода и актуальность данных. Сборник выходит в мае года, следующего за отчетным. Соответственно, если какая-либо уникальная сделка произошла, к примеру, в январе 2018 года, то полноценную информацию по сделке в справочнике возможно будет увидеть только мае 2019 года. То же самое касается статистических показателей, которые актуализируются раз в год;

б) Соотношение наполнения справочника в терминах статей и статистики. Большую часть сборника занимают тематические статьи, которые зачастую освещают исключительно узкопрофильные темы. Общие обзоры состояния рынка практически отсутствуют. На статистику, обновляющуюся непрерывно, приходится порядка 1-2% от объема сборника.

в) Отсутствие непрерывной статистики по части показателей. Зачастую некоторый объем показателей может быть освещен в одном

выпуске, но не обозначен в другом, что влияет на качество аналитических материалов.

При всех минусах статистики в данном сборнике, вне сборника «Энциклопедия российской секьюритизации» найти актуальную, полную и достоверную информацию, в частности, статистическую, не представляется возможным. Некоторые индексы и рейтинги представлены непосредственно на Cbonds.ru в профильных разделах, однако, их недостаточно для получения полноценного понимания состояния и направлений развития рынка в России.

Таким образом, ключевыми проблемными аспектами, осложняющими развитие российского рынка секьюритизации являются: сложность и непрозрачность реализации сделки по секьюритизации; неравномерность структуры участников рынка; неравномерность российского рынка секьюритизации в контексте типа секьюритизируемых активов; неразвитость базы инвесторов; недостаточность и неполнота существующего законодательства, регулирующего использование механизма секьюритизации; малый объем статистики рынка секьюритизации.

3.2 Направления решения проблем развития рынка секьюритизации активов

Ранее в 1 пункте данной главы были выделены ключевые проблемные аспекты, осложняющие развитие российского рынка секьюритизации. Далее рассмотрим направления их минимизации и стимулированию развития российского рынка секьюритизации активов.

I. Сложность и непрозрачность реализации сделки по секьюритизации.

Помимо использования и дальнейшего развития уже имеющегося регуляторного подхода к оценке рисков секьюритизации в соответствии с Положением Банка России N 647-П, для повышения уровня транспарентности и облегчения процесса использования механизма секьюритизации в техническом смысле возможно применение технологии блокчейн.

Развитие и формирование новых функций и возможностей технологии блокчейн позволяет всё чаще применять её для модернизации процессов в финансовом секторе. Блокчейн в интересующем нас контексте несет широкий перечень преимуществ: дает возможность ускорить документооборот и проведение расчетов, модернизировать отношения между участниками рынка ценных бумаг, повысить прозрачность взаимодействия, увеличить качество контроля и мониторинга процесса сделки.

Технологический смысл внедрения технологии блокчейн в процесс реализации сделки по секьюритизации следующий: все этапы процесса секьюритизации от момента выдачи кредита до погашения ценных бумаг, обеспеченных кредитами, необходимо упростить (стандартизировать) и упорядочить с помощью использования смарт-контрактов в блокчейн-сети, согласно специфике данного процесса.

В качестве ключевых «слабостей» механизма секьюритизации активов, решаемых с помощью внедрения технологии блокчейн, возможно выделить следующие:

1. Технология блокчейн позволяет устранить все проблемы, связанные с использованием различного рода хранилищ данных, пользователями и владельцами которых являются разные участники сделки. Единая децентрализованная база данных, состоящая из множества блоков данных, содержащих в себе записи о контрактах, транзакциях, вероятности дефолта, качестве залога, просроченных платежах и процентных ставках существенно облегчит и ускорит процесс получения, использования и мониторинга соответствующих данных для всех участников сделки, а соответственно, существенно удешевит его.

2. С помощью технологии блокчейн появляется возможность запрограммировать реализацию инструмента удержания риска оригинатором в той или иной форме, соответствующей специфике конкретной сделки (например, использование субординированного кредита). Более того, исходя из качества пула кредитов, выступающих обеспечением, можно

автоматически дифференцировать размер траншей, необходимых для удержания риска.

3. Обновление информации о состоянии активов. С помощью использования блокчейна весь пул активов (кредитов) может быть конвертирован в смарт-контракты. Таким образом, весь массив данных по состоянию активов будет собран в едином реестре, а также будет одновременно доступен для просмотра и обновления всем сторонам, участвующим в сделке.

Это особенно важное преимущество ввиду того, что по обыкновению большая часть информации об активах, тем более об их состоянии и качестве недоступна для инвесторов. Такой единый, прозрачный и регулярно обновляемый реестр выступает в качестве однозначного доказательства, что оценки кредитов в секьюритизированном пуле являются достоверными и актуальными. Если состояние части кредитов изменится, то совокупная оценка секьюритизированного пула пересчитается автоматически, а заинтересованные участники смогут проследить все данные до источника изменения характеристик активов.

4. Прозрачность мониторинга потоков платежей. Внедрение блокчейна в сделку по секьюритизации также обеспечит участникам сделки возможность отслеживать движение и объемы платежей по пулу кредитов, которые как ранее предлагалось, уже трансформированы в смарт-контракты. Это, в свою очередь, обеспечит прозрачность на вторичных рынках в отношении собственности на базовые активы.

Механизм обработки данных о движении платежей по кредиту с использованием блокчейна следующая:

- a) Кредит уходит в определенную глубину просрочки;
- b) Блокчейн автоматически инициирует процесс ликвидации залога по соответствующему смарт-контракту;
- c) Смарт-контракт инициирует аукцион залога и передачу права собственности новым владельцам с соответствующей оплатой.

Какое-либо вмешательство третьих лиц не требуется, как и участие посредников в данном процессе в принципе. Кроме увеличения степени прозрачности процесса и скорости расчетов, это также позволит уменьшить риск подделки и мошенничества с данными по кредитам.

5. Заключительным аспектом, на который опосредованно повлияет внедрение блокчейна – это уровень доверия среди инвесторов. Если данные обо всех процессах сделки становятся максимально прозрачными, полными, достоверными и регулярно обновляемыми, это делает ценные бумаги, выпускаемые в результате сделки существенно привлекательнее для инвесторов, что в свою очередь, влияет на уровень ликвидности ценных бумаг.

Единственным специфическим допущением внедрения технологии блокчейн является тип технологии. Поскольку речь идет о финансовой информации, которая так или иначе, обладает различной степенью чувствительности, то доступ к информации должны иметь строго уполномоченные участники конкретной сделки.

Соответственно, полностью открытый блокчейн, такой как у сети биткойна, не применим для процесса секьюритизации. Для сделки по секьюритизации больше подойдет эксклюзивный блокчейн (permissioned blockchain), который способен обеспечить идентификацию фактического владения. Эксклюзивный блокчейн – это сеть, создающая более стабильную, регулируемую среду, в которой обработка транзакций осуществляется определенным списком субъектов с установленными личностями, что позволяет последовательно проверять изменения для каждого актива. Доступ имеют все участники сделки, у каждого обработчика транзакций есть пара ключей — закрытый и открытый. Создатели блоков известны и определяются по цифровой подписи блока.

Для наглядного понимания конкретных изменений в механизме секьюритизации, которые будут привнесены технологией блокчейн, возможно представить следующий алгоритм реализации сделки по секьюритизации, трансформированный с помощью технологии блокчейн (см. рисунок 18).



Источник: составлено автором по материалам Богучарскова А.В. — Обновление механизма секьюритизации с помощью блокчейн-технологии // Финансы и управление. — 2017. — № 4. — С. 49. — ISSN: 2409-7802.

Рисунок 18 - Схема проведения сделки по секьюритизации с внедрением блокчейн-технологии

Алгоритм реализации сделки по секьюритизации с внедрением блокчейн-технологии претерпевает следующие качественные изменения:

1. Участники сделки единожды согласуют условия по кредиту, в блокчейн-сети создается новый актив, к которому прилагаются все необходимые уже проверенные и подтвержденные данные, показатели, расчеты и документы.

2. Соответствующая информация по кредиту в реальном времени транслируется в смарт-контракте, который отвечает за обслуживание кредита. В соответствии с поведением кредита вносится обновленная информация об уровне качества, предполагаемом потоке платежей, просрочке и прочее.

3. Эмитент отбирает кредиты для секьюритизируемого пула по заранее определенным критериям и объединяет их в SPV. Блокчейн фиксирует все изменения связанные со статусом и состоянием кредитов.

Автоматизированная часть условий транзакции, включая модель движения денежных средств, написана в виде серии смарт-контрактов, которые верифицируют и подтверждают все стороны сделки: эмитент, андеррайтер, рейтинговые агентства, поручители и иные участники. Такой тип взаимодействия в полуавтоматическом режиме создает единую управляющую модель для транзакции.

При необходимости, все заинтересованные стороны сделки, ссылаясь на эту модель, могут использовать данные для оценки кредитного уровня вновь созданных ценных бумаг, тем самым осуществляя регулярный мониторинг процесса. Более того, все новые предлагаемые юридические документы также автоматически создаются с использованием смарт-контрактов и дополняют модель.

Дополнительным преимуществом является то, что соответствие необходимым нормативным требованиям в значительной степени автоматизировано, поскольку смарт-контракты запрограммированы на немедленное уведомление о любых возможных нарушениях, а также, в ряде случаев, имеют алгоритм действий на случай реализации конкретных сценариев (просрочка более N дней, обесценивание залога по кредиту и проч.).

4. Также в блокчейн-сети существует специальное программное обеспечение для автоматизированного мониторинга рейтингов для возможности получения объективных оценок по ожидаемым денежным потокам в реальном времени.

5. Процесс торговли на первичном и вторичном рынках также опосредован технологией блокчейн. В сети выстраивается специальная торгово-информационная платформа, скорость транзакций на которой близка к мгновенной, что позволяет обновлять данные об имущественном владении в реальном времени и передавать регулирующим органам. Более того, крупные

профессиональные инвесторы потенциально могут напрямую торговать на такой платформе без брокера-посредника.

6. Смарт-контракты, отвечающие за обслуживание ценных бумаг, размещаются поверх смарт-контрактов в SPV, открытых для отдельных кредитов. Эти смарт-контракты, в свою очередь, аккумулируют потоки платежей по кредиту, ссылаясь на прописанную для SPV модель движения денежных средств, и распределяют платежи бенефициарам с минимальными задержками во времени. Вся соответствующая информация о выплатах фиксируется в системе и передается рейтинговым агентствам и участникам на вторичном рынке.

7. Информация о бенефициарах по всем вновь создаваемым и торгуемым ценным бумагам хранится и обновляется в реальном времени в отдельном хранилище. Доступ к данной информации открыт для регулятора и иных уполномоченных лиц, осуществляющих контроль, для максимальной прозрачности и упрощения контроля за сделкой со стороны вышеописанных органов.

Таким образом, внедрение блокчейн технологии в сделки по секьюритизации имеет ряд весомых преимуществ. Во-первых, блокчейн позволяет фиксировать и передавать в реальном времени все действия и данные, связанные с документами, правами собственности и потоками денежных средств, что значительно сокращает время реализации сделки и транзакционные издержки.

Также все участники сделки имеют доступ к блокчейн-сети круглосуточно, поэтому исключаются потенциальные ошибки и задержки в получении информации для той или иной стороны сделки. Более того, с внедрением технологии обеспечивается безопасность обмена данными и исключается несанкционированный доступ или преднамеренное мошенничество.

Соответственно благодаря внедрению блокчейна существенно возрастет уровень доверия и заинтересованности инвесторов, что обеспечит

рост ликвидности ценных бумаг, которые ранее считались слишком рисковыми ввиду фактического отсутствия информации о них у инвесторов.

Заключительное преимущество – возможность оперативного принятия решений в условиях экономической нестабильности и кризисных явлений на основании ранее выполненных записей в блокчейн-сети, которые являются неизменными, достоверными и наиболее актуальными, что резко сокращает риски ненадлежащей документации и мошенничества.

Таким образом, внедрение технологии блокчейн в процесс реализации сделки по секьюритизации, с учетом вышеописанных преимуществ, позволит существенно повысить конкурентоспособность российского рынка секьюритизации на общемировой арене.

II. Неравномерность структуры участников рынка. Ключевым направлением нивелирования данного фактора, осложняющего развитие российского рынка секьюритизации является активная поддержка МСП Банка и его мультиоригинаторной платформы, стимулирующей выход на рынок секьюритизации субъектов МСБ, что, соответственно, направлено на уравнивание структуры игроков на рынке секьюритизации.

В качестве дополнительной рекомендации по данному проблемному аспекту можно обозначить оказание бесплатной организационно-технической поддержки для субъектов МСБ, выходящих на рынок секьюритизации, а именно в части консультаций по юридическим, бухгалтерским и кадровым вопросам.

III. Неравномерность российского рынка секьюритизации в контексте типа секьюритизируемых активов. Основным направлением нивелирования данного проблемного аспекта, осложняющего развитие российского рынка секьюритизации в данном случае является стимулирование роста и развития российской экономики в целом. Это обусловлено тем фактом, что рынок секьюритизации будет в действительности активно расти и развиваться, наполняясь различными типами секьюритизируемых активов и различными типами ценных бумаг, выпущенных в результате сделки только в том случае,

если экономика России преодолет перманентную «турбулентность», кризисные явления, сырьевую зависимость, низкий деловой и инвестиционный климат, что в общем виде существенно снижает привлекательность механизма секьюритизации в России.

Дополнительным направлением в данном случае может выступать активное изучение и перенимание опыта более развитых мировых рынков секьюритизации, таких как рынки США, Европы, Китая.

Формулирование конкретных точечных рекомендаций в данном случае с позиции автора исследования считаю нецелесообразным и несостоятельным.

IV. Незрелость базы инвесторов. Основным способом минимизации данного проблемного аспекта является активное стимулирование расширения базы инвесторов в двух направлениях: расширение уже имеющейся базы институциональных инвесторов и формирование новой базы розничных инвесторов (физических лиц).

Говоря о первом направлении, речь идет о привлечении дополнительного игроков на рынок секьюритизации в лице НПФ, страховых компаний, крупных корпоративных инвесторов. В качестве рекомендации в данном случае можно выделить трансформацию законодательства для более свободного, прозрачного и контролируемого участия вышеперечисленных игроков в сделках по секьюритизации. Это сделает рынок секьюритизации для институциональных инвесторов более понятным и выгодным, а потому – более привлекательным.

Говоря о втором направлении, речь идет о формировании совершенно новой, менее стабильной базы инвесторов из числа физических лиц. Стимулировать этот процесс можно предложением вложений в наиболее понятные инструменты на рынке ценных бумаг, а именно ипотечные ценные бумаги (ИЦБ). Об активной работе в данном направлении ранее заявлял руководитель управления секьюритизации "ВТБ Капитала" Андрей Сучков в

интервью Интерфакс.⁷⁶ Он отметил, что население начинает активно перемещать сбережения из депозитов в различные инструменты финансового рынка в связи с низкими ставками по депозитам, и банки видят в этом явные возможности для рынка ИЦБ.

Наряду с рекомендацией по предложению розничным инвесторам ИЦБ возможно выделить еще одну: стимулирование повышения финансовой грамотности розничных инвесторов непосредственно перед тем, как дать доступ к покупке ценных бумаг, выпущенных в результате сделки по секьюритизации. Это возможно выполнить в виде краткого курса о финансовой грамотности, механизме секьюритизации и соответствующих рисках.

Дополнительной мерой по стимулированию приток розничных инвесторов на данный рынок могут выступить налоговые вычеты за определенный объем средств, вложенных в ценные бумаги, выпущенные в результате сделки по секьюритизации.

V. Недостаточность и неполнота существующего законодательства, регулирующего использование механизма секьюритизации. Основным направлением решения данного проблемного аспекта является активное стимулирование развития законодательного фундамента для соответствующего стимулирования развития рынка секьюритизации, в частности секьюритизации альтернативных активов.

По данному направлению можно выделить следующие конкретные рекомендации:

1. Формирование федерального закона «О секьюритизации». На текущий момент помимо косвенного правового фундамента, сформированного положениями Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ

⁷⁶ Руководитель управления "ВТБ Капитала": секьюритизация - один из механизмов поддержки роста ипотеки. Интерфакс. – 2020. – Текст : электронный. – URL: <https://www.interfax.ru/interview/736744> (дата обращения: 12.04.2021).

«О рынке ценных бумаг»⁷⁷, Федерального закона от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»⁷⁸ и Федерального закона от 16.07.1998 № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)»⁷⁹, а также небольшого перечня нормативных документов Банка России, нет законов, конкретно определяющих экономический смысл секьюритизации, регулирующих механизм секьюритизации, весь перечень видов сделок по секьюритизации, секьюритизацию альтернативных классов активов и прочее.

Единый нормативно-правовой фундамент позволит рынку развиваться более быстрыми темпами, а не двигаться буквально «наощупь», ориентируясь на опыт зарубежных сделок.

2. Создание специальной комиссии по секьюритизации в Банке России, в которой участники рынка могли бы оперативно получить консультацию или разъяснение по тем или иным правовым вопросам, возникшим в процессе реализации сделки по секьюритизации.

VI. Малый объем статистики рынка секьюритизации. Основным направлением решения данного заключительного проблемного аспекта является повышение объема, охвата, качества и непрерывности ведения статистики по рынку секьюритизации. Корректный статистический мониторинг такого молодого рынка является особенно важным, поскольку именно на основании достоверной и всеобъемлющей статистики можно получить четкое понимание состояния рынка секьюритизации и,

⁷⁷ Российская Федерация. Законы. О рынке ценных бумаг: Федеральный закон № 39-ФЗ [принят Государственной Думой 20 марта 1996 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения: 12.04.2021).

⁷⁸ Российская Федерация. Законы. Об ипотечных ценных бумагах: Федеральный закон № 152-ФЗ [принят Государственной Думой 14 октября 2003 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_44997/ (дата обращения: 12.04.2021).

⁷⁹ Российская Федерация. Законы. Об ипотеке (залоге недвижимости): Федеральный закон № 102-ФЗ [принят Государственной Думой 24 июня 1997 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19396/ (дата обращения: 12.04.2021).

соответственно принять те или иные регулятивные решения. Ключевыми рекомендациями здесь будут следующие:

1. Учреждение соответствующего структурного подразделения в системе Федеральной службы государственной статистики (Росстат) для сбора, обработки и централизованного ведения статистики по рынку секьюритизации;

2. Поручение ключевым игрокам на рынке секьюритизации разработки единой формы статистической отчетности по вопросу осуществления деятельности на рынке секьюритизации, ее регулярно обновление и направление в уполномоченное структурное подразделение для мониторинга.

Таким образом, в данном пункте заключительной главы были предложены основные направления минимизации ранее выявленных проблемных аспектов, осложняющих развитие российского рынка секьюритизации и соответствующие им рекомендации.

3.3 Перспективы развития рынка секьюритизации активов на современном этапе

В современных реалиях российской экономики секьюритизация рассматривается как очень многогранный и многофункциональный инструмент, несущий в себе широкий перечень преимуществ и выгод для самых разных субъектов экономики.

Говоря более конкретно, секьюритизация банковских активов в перспективе рассматривается не только как инструмент, позволяющий существенно повысить эффективность деятельности российских коммерческих банков через привлечение более дешевых ресурсов. Помимо прочего, секьюритизация банковских активов выступает как эффективный инструмент управления рисками и позволяет банкам снизить присущие им высокие кредитные риски путем оптимизации банковских активов, а именно:

а) Трансформировать неоднородный характер активов в единые характеристики ценных бумаг;

б) Возможность очистить баланс банка от проблемных активов путем передачи в SPV.

Более того, секьюритизация оказывает мультипликационный эффект на весь финансовый рынок, что, в свою очередь, отражается на реальном секторе экономики, а также на уровне жизни населения. Таким образом, преимущества, которые дает секьюритизация являются важной основой дальнейшего развития данного инструмента в России. Развитие рынка секьюритизации в России возможно при условии решения текущих проблем на финансовом рынке.

Говоря о перспективах развития российского рынка секьюритизации активов на современном этапе, необходимо вновь отметить, что они существенно ограничены рядом проблемных аспектов, выявленных в исследовании ранее, которые негативно отражаются на темпах развития рынка и его ближайшем будущем. Рассмотрим основные перспективы развития российского рынка секьюритизации, просматривающиеся на данном этапе.

I. Увеличение объемов рынка секьюритизации. В текущем моменте российский рынок секьюритизации демонстрирует положительную динамику и позволяет строить исключительно положительные прогнозы относительно его дальнейшего развития.

На среднесрочном горизонте планирования можно ожидать рост объемов рынка секьюритизации, увеличение новых размещений, как по количеству, так и по объемам. Более того, возможно ожидать существенно большую популяризацию секьюритизации на финансовом рынке в качестве инструмента для управления рисками, привлечения более выгодного финансирования и прочее.

Помимо роста и расширения российского рынка секьюритизации в перспективе возможно ожидать его активную диверсификацию, как за счет ипотечной секьюритизации, так и неипотечной. Несмотря на долю порядка

96% от всего рынка, ипотечная секьюритизация имеет колоссальные перспективы роста ввиду небольшой доли секьюритизированного ипотечного портфеля от всего объема ипотечных займов в России – порядка 5%, хотя ипотечный кредит – наиболее подходящий актив для секьюритизации.⁸⁰

Рынок неипотечной секьюритизации в перспективе будет основным драйвером увеличения диверсификации общего российского рынка секьюритизации, главным образом за счет:

а) Увеличения сделок по секьюритизации с использованием неипотечных займов (автокредитов, а также кредитных карт, потребительских кредитов);

б) Активного развития «зеленой» секьюритизации, которая выступает в качестве источников финансирования экологических инициатив;

с) Активного развития субъекта МСБ на рынке при поддержке Банка России и МСП Банка как владельца мультиоригинаторной платформы для совершения сделок по секьюритизации.

II. Вектор на диверсификацию структуры участников рынка. В перспективе российский рынок ожидает диверсификация по структуре участников рынка. Во-первых, основной состав, играющий ключевые роли на рынке станет более гибким и подвижным за счет все более активного подключения к использованию секьюритизации коммерческих банков и их инвестиционных подразделений ввиду наличия ряда явных преимуществ секьюритизации, в частности, для банков.

Также активно усиливают диверсификацию субъекты МСБ, на данном этапе выходящие на рынок с помощью мультиоригинаторной платформы при поддержке МСП Банка и Банка России. Несмотря на ряд рисков, опосредующий данную перспективу, таких как жесткая созависимость нескольких субъектов мультиоригинаторной сделки друг от друга,

⁸⁰ Селиверстова М. А., Капитонов А. Г. Развитие секьюритизации банковских активов в Российской Федерации как фактор активизации финансового рынка страны // Экономика: вчера, сегодня, завтра. – 2019. – Т. 9. – №. 10-1. – С. 531. – ISSN: 2222-9167.

нестабильность ресурсной базы и прочее, в перспективе субъекты МСБ займут прочную позицию на рынке секьюритизации.

III. Упрощение схемы секьюритизации, становление более простой и прозрачной структуры реализации сделок по секьюритизации. При сохранении текущих темпов роста рынка секьюритизации или же при их увеличении, с учетом вышеописанного расширения состава участников рынка, а также активной диверсификации рынка механизм сделки по секьюритизации в среднесрочной перспективе станет более простой и менее затратной в сравнении с тем, что мы имеем на сегодняшний день. Таким образом, с течением времени секьюритизации как инструмент станет более простой и менее дорогостоящей в применении ввиду активной популяризации использования.

Существенно приблизить такую перспективу может внедрение в процесс реализации сделки по секьюритизации технологии блокчейн, что является ключевой рекомендацией, сформулированной по итогам исследования, проведенного в данной работе. Ключевыми преимуществами внедрения технологии блокчейн в процесс реализации сделки по секьюритизации являются:

- a) Простота процесса;
- b) Прозрачность процесса;
- c) Легкость управления данными, возникающими в процессе подготовки и реализации сделки;
- d) Скорость проведения расчетов и всех процессов в принципе;
- e) Минимизация риска преднамеренного мошенничества;
- f) Минимизация человеческого фактора;
- g) Упрощение взаимодействия с регуляторными органами;
- h) Удешевление части процессов;
- i) Упрощение многосторонней коммуникации между участниками сделки.

IV. Развитие базы инвесторов на российском рынке секьюритизации. В качестве ключевой перспективой возможно выделить расширение базы инвесторов, причем как за счет крупных институциональных инвесторов, так и за счет нового сегмента – розничных инвесторов.

Расширение присутствия на рынке институциональных инвесторов будет происходить за счет НПФ, страховых компаний, а также крупных корпоративных инвесторов, в то время как формирование нового сегмента – розничных инвесторов, будет происходить за счет заинтересованных физических лиц, обладающих достаточными капиталами и соответствующим уровнем финансовой грамотности для покупки ценных бумаг, выпущенных в результате реализации сделки по секьюритизации.

V. Дальнейшее совершенствование законодательства в сфере секьюритизации. Неполнота и низкие темпы развития законодательства в сфере секьюритизации является ключевым фактором стагнации рынка секьюритизации в настоящий момент. Соответственно, активная работа в этом направлении существеннее всех остальных факторов скажется на улучшении состояния российского рынка секьюритизации.

В долгосрочной перспективе ожидается активная работа по развитию нормативно-правового фундамента использования механизма секьюритизации как по направлению общего федерального законодательства, так и в направлении узкопрофильного банковского законодательства, регулирующего отдельные аспекты проведения сделок секьюритизации в отношении банковских активов.

Работа над развитием законодательной базы в сфере секьюритизации фактически, не только минимизирует риски манипулирования трактовыми, имеющимися сегодня в различном косвенном законодательстве и значительно снизит риски мошенничества в процессе реализации сделки по секьюритизации, но и существенно простимулирует темпы развития российского рынка секьюритизации, его расширения и диверсификации, в частности, в сегменте неипотечной секьюритизации.

VI. Развитие единой централизованной базы статистики сектора секьюритизации в России. Ожидается, что в ближайшем будущем отношение профессионального сообщества к ведению статистики по рынку секьюритизации будет пересмотрено и, соответственно, начнется работа по формированию единой статистической базы по рынку секьюритизации, в том числе статистической базы данных по сделкам секьюритизации банковских активов всех банков в стране.

Это позволит получить полноценное всеобъемлющее понимание состояния и направлений развития рынка в России. Более того, на основании единой достоверной и непрерывной статистики будет более целесообразно принимать те или иные регулятивные решения относительно рынка секьюритизации.

Таким образом, в последнем пункте заключительной главы были сформулированы основные перспективы развития российского рынка секьюритизации в среднесрочном и долгосрочном периодах: увеличение объемов рынка секьюритизации; дальнейшая диверсификация структуры участников рынка; упрощение схемы секьюритизации, становление более простой и прозрачной структуры реализации сделок по секьюритизации; развитие базы инвесторов на российском рынке секьюритизации; дальнейшее совершенствование законодательства в сфере секьюритизации; дальнейшее развитие единой централизованной базы статистики сектора секьюритизации в России.

Подводя итог исследованию ключевых проблемных аспектов российского рынка секьюритизации в заключительной главе, в качестве ключевых негативных факторов, осложняющих развитие рынка можно выделить следующие: сложность и непрозрачность реализации сделки по секьюритизации; неравномерность структуры участников рынка; неравномерность российского рынка секьюритизации в контексте типа секьюритизируемых активов; неразвитость базы инвесторов; недостаточность и неполнота существующего законодательства, регулирующего

использование механизма секьюритизации; малый объем статистики рынка секьюритизации.

На основании анализа проблемных аспектов российского рынка секьюритизации были сформулированы и предложены направления минимизации выявленных проблемных аспектов, осложняющих развитие российского рынка секьюритизации и соответствующие им рекомендации.

Также на основании выполненного анализа с учетом предложенных рекомендаций были сформулированы ключевые перспективы развития российского рынка секьюритизации в ближайшем будущем.

Заключение

В работе была проанализирована проблема развития российского рынка секьюритизации активов кредитных организаций. По итогам проведенного в работе исследования сформулированы следующие основные выводы:

I. Комплексный анализ теоретических аспектов секьюритизации в первой главе позволяет утверждать, что единого определения для этого инструмента не существует. По своей сущности секьюритизация представляет собой форму привлечения финансирования, опосредованную передачей части риска путём выпуска ценных бумаг или инструментов на их основе, обеспеченных активами, генерирующих стабильные потоки денежных средств, позволяющую рефинансировать стоимость этих активов.

Организационно-экономический механизм секьюритизации активов трансформируется в зависимости от экономической конъюнктуры, цели сделки, количества участников и секьюритизируемых активов, однако существует 2 стандартные схемы секьюритизации: классическая, с участием основных участников сделки (оригинатор, SPV и инвесторы) и расширенная, с привлечением дополнительных участников.

Говоря о классификации видов секьюритизации, единой классификации секьюритизации в научной литературе не предложено. В настоящее время классификационными признаками являются: способ передачи рисков секьюритизируемого актива; структура распределения денежного потока среди инвесторов; подход к формированию пула активов и управлению им; тип секьюритизируемого актива; способ размещения ценных бумаг; юрисдикция сделки; вид ценных бумаг, передаваемых инвесторам.

Инструменты секьюритизации возможно разделить на два класса: финансовые инструменты — результат секьюритизации (обеспеченные ценные бумаги: ABS, классические CDO) и финансовые инструменты, составляющие основу секьюритизации (использующиеся в процессе

проведения сделки), представленные кредитными деривативами (CDS, своп на совокупный доход, инструменты, связанные с кредитными спредами) и гибридными инструментами (кредитные ноты, синтетические CDO).

II. Переходя к кратким итогам анализа развития современного рынка секьюритизации в России и мире по второй главе необходимо отметить, что российский рынок секьюритизации оценивается в 1 076 млрд рублей и динамично развивается со средним темпом 8% (с начала января 2019 – 14%) ежегодного прироста объемов размещений.

Ключевыми общими тенденциями развития российского рынка секьюритизации являются следующие:

- a) Уверенная положительная динамика объемов рынка секьюритизации на фоне удорожания ресурсов на кредитных рынках;
- b) Увеличение несбалансированности российского рынка секьюритизации в сторону ипотечной секьюритизации;
- c) Неразвитость рынка секьюритизации альтернативных активов; консервативность структуры участников на российском рынке;
- d) Неполнота и медленные темпы развития законодательства;

Крупнейшие мировые рынки секьюритизации помимо российского представлены в США, Европе и Китае. Ключевой тип ценных бумаг на всех рынках – ипотечные ценные бумаги (MBS). Каждый из проанализированных рынков продемонстрировал свою особенность развития: крупнейшим рынком по объемам размещения является США, в то время как наиболее диверсифицированным по использованию механизма секьюритизации – европейский рынок, тогда как рынок Китая демонстрирует наиболее устойчивые и многообещающие темпы роста. Несмотря на многообразие игроков на мировом рынке секьюритизации, ключевыми из них являются американские финансовые конгломераты и инвестиционные банки.

Рынок секьюритизации альтернативных активов представлен скромными объемами (41 млрд рублей на март 2021, 4% от всего рынка), однако является более динамичным в своем развитии, более открытым для

изменений и нововведений, чем рынок ипотечной секьюритизации. Ключевой драйвер роста рынка – сегмент МСБ. Развитие данного сегмента происходит при поддержке ЦБ России и МСП Банка как владельца мультиоригинаторной платформы для совершения сделок по секьюритизации. Дополнительно растущими сегментами на рынке секьюритизации альтернативных активов являются секьюритизация автокредитов и «зеленая» секьюритизация.

III. Подводя итог исследованию ключевых проблемных аспектов российского рынка секьюритизации в заключительной главе, в качестве ключевых негативных факторов, осложняющих развитие рынка можно выделить следующие:

- a) Сложность и непрозрачность реализации сделки по секьюритизации;
- b) Неравномерность структуры участников рынка;
- c) Неравномерность российского рынка секьюритизации в контексте типа секьюритизируемых активов;
- d) Незрелость базы инвесторов;
- e) Недостаточность и неполнота существующего законодательства, регулирующего использование механизма секьюритизации;
- f) Малый объем статистики рынка секьюритизации.

На основании анализа данных проблемных аспектов были сформулированы следующие направления минимизации их влияния:

1. Помимо использования и дальнейшего развития уже имеющегося регуляторного подхода к оценке рисков секьюритизации в соответствии с Положением Банка России N 647-П, для повышения уровня транспарентности и упрощения сделки в техническом смысле возможно внедрение в процесс реализации сделки по секьюритизации технологии блокчейн в соответствии с предложенной схемой.

2. Ключевым направлением минимизации неравномерности структуры участников рынка является активная поддержка МСП Банка и его мультиоригинаторной платформы, стимулирующей выход на рынок

секьюритизации субъектов МСБ, что, соответственно, направлено на уравнивание структуры игроков на рынке секьюритизации. Дополнительная рекомендация – оказание бесплатной организационно-технической поддержки для субъектов МСБ, выходящих на рынок секьюритизации.

3. Ключевым направлением ликвидации неразвитости базы инвесторов является активное стимулирование расширения базы инвесторов в двух направлениях: расширение уже имеющейся базы институциональных инвесторов и формирование новой базы розничных инвесторов.

4. Основным направлением разрешения такого проблемного аспекта как недостаточность и неполнота существующего законодательства, регулирующего использование механизма секьюритизации является активное стимулирование развития законодательного фундамента рынка секьюритизации посредством реализации следующих рекомендаций: формирование федерального закона «О секьюритизации», а также создание специальной комиссии по секьюритизации в Банке России для оказания оперативных консультаций для участников рынка секьюритизации по части спорных вопросов.

5. Основным направлением развития статистического обеспечения рынка секьюритизации является повышение объема, охвата, качества и непрерывности ведения статистики по рынку секьюритизации посредством реализации следующих рекомендаций: учреждение структурного подразделения в системе Росстат для ведения статистики по рынку, а также поручение ключевым игрокам на рынке секьюритизации разработки единой формы статистической отчетности по вопросу осуществления деятельности на рынке секьюритизации, ее регулярное обновление и направление в уполномоченное структурное подразделение для мониторинга.

Также на основании выполненного анализа с учетом предложенных рекомендаций были сформулированы ключевые перспективы развития российского рынка секьюритизации в ближайшем будущем.

Список использованных источников

Нормативно-правовые акты

1. Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 7 «Финансовые инструменты: раскрытие информации» [введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 25 ноября 2011 года № 160н]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_124550/ (дата обращения: 10.10.2020).
2. Российская Федерация. Законы. О банках и банковской деятельности: Федеральный закон № 395-1 [принят Председателем Верховного Совета РСФСР 2 декабря 1990 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5842/ (дата обращения: 04.01.2021).
3. Российская Федерация. Законы. О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации: Федеральный закон № 379-ФЗ. [принят Государственной Думой 13 декабря 2013 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_156007/ (дата обращения: 04.01.2021).
4. Российская Федерация. Законы. О рынке ценных бумаг: Федеральный закон № 39-ФЗ [принят Государственной Думой 20 марта 1996 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения: 12.04.2021).
5. Российская Федерация. Законы. О Центральном банке Российской Федерации (Банке России): Федеральный закон № 86-ФЗ [принят

Государственной Думой 27 июня 2002 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37570/ (дата обращения: 04.01.2021).

6. Российская Федерация. Законы. Об ипотеке (залоге недвижимости): Федеральный закон № 102-ФЗ [принят Государственной Думой 24 июня 1997 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19396/ (дата обращения: 04.01.2021).

7. Российская Федерация. Законы. Об ипотечных ценных бумагах: Федеральный закон № 152-ФЗ [принят Государственной Думой 14 октября 2003 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_44997/ (дата обращения: 04.01.2021).

8. Положение Банка России от 04.07.2018 № 647-П (ред. от 27.02.2020) «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение». – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_308984/ (дата обращения: 15.02.2021).

9. Указание Банка России от 07.08.2017 № 4482-У (ред. от 23.03.2020) «О форме и порядке раскрытия кредитной организацией (головной кредитной организацией банковской группы) информации о принимаемых рисках, процедурах их оценки, управления рисками и капиталом». – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. –

URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_282236/ (дата обращения: 15.02.2021).

Книги, учебники, монографии

10. Берзон Н. И. и др. Инновации на финансовых рынках: коллект. моногр. / Н. И. Берзон, Е. А. Буянова, В. Д. Газман и др. ; под науч. ред. Н. И. Берзона, Т. В. Тепловой. – М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2013. – С. 420. — ISBN 978-5-7598-0882-4.

11. Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Пер. С нем. Ю.А.Алексеева, О.М.Иванова. М.: Волтерс Клувер, 2007. – С.624. – ISBN: 978-5-466-00140-2.

12. Грязнова А. Г. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Колл. авторов ; Под общ. ред. А.Г. Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 1168 с. – ISBN 5-279-02306-X.

13. Лакхбир Х. и др. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / Под ред. Лакхбира Хейра. – Москва : Альпина БизнесБукс, 2007. – С.113. – ISBN 978-5-9614-0481-4.

14. Оглоблина, Е. В. Международные валютно-кредитные отношения. Практикум : учебное пособие для академического бакалавриата / Е. В. Оглоблина, Л. Н. Красавина ; под редакцией Л. Н. Красавиной. — Москва : Издательство Юрайт, 2019. — 299 с. — (Бакалавр. Академический курс). — ISBN 978-5-534-01518-8.

15. Шакер. И. Е. Развитие финансовых рынков и банков в миропорядке открытого информационного доступа : монография / под редакцией Андриановой Л.Н., Шакер И.Е. — Москва : Русайнс, 2020. — 264 с. — ISBN 978-5-4365-5549-2

Периодические издания

16. Александрова Н.В. Риски секьюритизации банковских активов и их снижение с помощью механизмов повышения надежности // Финансы и кредит. 2007. №29 (269). – С. 20-27. – ISSN: 2071-4688.

17. Анисимова А. Н. О видах секьюритизации банковских активов //Банковское дело. – 2007. – №. 10. – С. 91-102. – ISSN: 2071-4904.
18. Белозёров С. А., Лупырь А. А. Исторические формы и концепции секьюритизации активов //Финансы и кредит. – 2013. – №. 31 (559). – С.78-85. – ISSN 2071-4688.
19. Богучарсков А.В. — Обновление механизма секьюритизации с помощью блокчейн-технологии // Финансы и управление. – 2017. – № 4. – С. 41-50. – ISSN: 2409-7802.
20. Денисов М. А. Обеспеченные облигации и секьюритизация активов: общие черты и отличительные особенности // Гуманитарные, социально-экономические и общественные науки. 2016. №6-7. – С. 14-19. – ISSN: 2220-2404.
21. Дубовик В. В. Понятие и классификация кредитных деривативов //Финансы и кредит. – 2009. – №. 1 (337). – С. 71-83. – ISSN: 2071-4688.
22. Зинкевич О. В., Люкевич И. Н. Секьюритизация активов: виды и особенности механизмов //Цифровая трансформация экономики и промышленности. – 2019. – С. 608-617. – ISBN: 978-5-7422-6613-6.
23. Карпов И.М. Кредитные деривативы и их использование в секьюритизации // Контентус. 2019. №4 (81). – С. 19-24. – ISSN: 2658-6932.
24. Коновалова М. Е., Кузьмина О. Ю. Современное состояние рынка секьюритизации российских банковских активов //Экономика и управление. – 2020. – №. 2. – С. 61-72. – ISSN: 1998-1627.
25. Кроливецкая В. Э. Особенности нового этапа секьюритизации в России // Петербургский экономический журнал. 2019. №1. – С. 124-133. – ISSN: 2307-5368.
26. Лопатина С. В. Проблемы механизма секьюритизации и их влияние на экономическую безопасность в Российской Федерации //Инновационное развитие экономики. – 2019. – №. 2. – С. 320-325. – ISSN: 2223-7984.

27. Новиков И. В. Риски операций секьюритизации активов банка с точки зрения аудитора // Экономика и менеджмент инновационных технологий. – 2016. – №. 4. – С. 111-119. – ISSN 2225-6431.

28. Рогозин С. С. Современное состояние рынка кредитных деривативов в России // Финансы и управление. – 2019. – №. 2. – С. 117-129. – ISSN: 2409-7802.

29. Селивановский А., Гафарова В. Правовые риски ипотечного агента // Хозяйство и право. – 2005. – №. 8. – С. 54-59. – ISSN: 0134-2398.

30. Селиверстова М. А., Капитонов А. Г. Развитие секьюритизации банковских активов в Российской Федерации как фактор активизации финансового рынка страны // Экономика: вчера, сегодня, завтра. – 2019. – Т. 9. – №. 10-1. – С. 528-543. – ISSN: 2222-9167.

31. Супрунович Е. Секьюритизация активов: опыт и перспективы // Банковское дело. – 2007. – №. 2. – С. 64-73. – ISSN: 2071-4904.

32. Хакимов Р. М. Секьюритизация банковских кредитов, как новый инструментальный современный финансовый рынок России // Современные проблемы науки и образования. – 2015. – №. 2-2. – С. 381-396. ISSN 2070-7428.

33. Черниховская М. Б. Кредитные и процентные деривативы в деятельности коммерческих банков РФ // Финансовая экономика. – 2019. – №. 11. – С. 628-633. – ISSN: 2075-7786.

34. Шелкунова Т. Г., Габараева В. С. Преимущества секьюритизации активов с точки зрения банков // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2019. – Т. 4. – №. 1. – С. 149-162. – ISSN: 2227-3891.

Электронные ресурсы

35. Американский рынок секьюритизации: тенденции 2019 года. Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 57. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/825/> (дата обращения: 05.01.2021).

36. Байрамуков М. К., Айлазова К. Ж. Кредитные деривативы как инновационные инструменты управления кредитным риском

//Университетская наука-региону. – 2019. – С. 143. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=39196517> (дата обращения: 29.10.2020).

37. Барабанов А. Анализ развития рынков инструментов секьюритизации в России и за рубежом //Вестник МИРБИС. – 2018. – С.32. – Текст : электронный. – URL: https://cs.journal-mirbis.ru/-/D0Tr2uJtY-AoDRwmXqvKjg/sv/document/b8/89/b2/521295/416/3_2018_VM.pdf?1540279018#page=31 (дата обращения: 29.10.2020).

38. Бобрышев И., Кольцова Н. Сделки секьюритизации кредитов МСП в 2019 году. // Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 97. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/841/> (дата обращения: 10.01.2021).

39. Веролайнен А. На пути к мультиоригинаторной сделке секьюритизации кредитов МСП. // Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 98. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/843/> (дата обращения: 10.01.2021).

40. Вриз Роббе Жан Жоб, Али Поль. Секьюритизация и право. Пер. с англ. [О. М. Иванов, А. А. Казаков, М. Г. Шахунян]. - Сер. Серия "Современное банковское право". – 2008. – С.5. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=19761140> (дата обращения: 29.09.2020).

41. Динамика задолженности по ипотечному жилищному кредитованию в России. Статистика банковского сектора Банка России. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/pdco/Mortgage/ML/> (дата обращения: 02.01.2021) – Текст : электронный.

42. Зыкова А. В., Корзина А. В. Кредитные деривативы как инструмент минимизации кредитных рисков //NovaInfo. Ru. – 2017. – Т. 2. – №. 63. – С. 234. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=28937772> (дата обращения: 17.11.2020).

43. Кадук С. Первая в России секьюритизация выручки солнечных электростанций. // Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020.

– С. 108. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/845/> (дата обращения: 10.01.2021).

44. Кадук С. Рынок секьюритизации альтернативных классов активов. // Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 88. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/837/> (дата обращения: 02.01.2021).

45. Компании-организаторы сделок по секьюритизации на российском рынке. Энциклопедия российской секьюритизации – 2019. – 2019. – С.188. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/2019/1/27> (дата обращения: 02.01.2021).

46. Кравцова Л. В. Инновационные виды инжиниринга в финансовой системе //Пути повышения эффективности управленческой деятельности органов государственной власти в контексте социально-экономического развития. – 2018. – С. 149. – Текст : электронный. – URL: http://bibliotekad.ucoz.ua/MK/18/sbornik_sekcija_5.pdf#page=149 (дата обращения: 17.11.2020).

47. Кузьмина О. Ю. Рынок секьюритизации: российский опыт и зарубежная практика //Наука XXI века: актуальные направления развития. – 2020. – №. 2-2. – С. 3. – Текст : электронный. – URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_43940412_62227303.pdf (дата обращения: 05.01.2021).

48. Марушина К. К. К вопросу о секьюритизации активов предприятий //Проблемы совершенствования организации производства и управления промышленными предприятиями: Межвузовский сборник научных трудов. – 2016. – №. 2. – С. 157. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=27278811> (дата обращения: 10.10.2020).

49. Настасьин С. Зеленые» финансы становятся частью структурированного финансирования. Энциклопедия российской секьюритизации–2019. –2019. – С. 109. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/2019/1/27> (дата обращения: 10.01.2021).

50. Нечаев А. И. Ипотечные ценные бумаги //ББК 10 Научно-издательский центр «Открытие» otkritieinfo.ru. – 2017. – С. 58. – Текст : электронный. – URL: http://otkritieinfo.ru/d/669057/d/sbornik_obshchestvo_2.pdf#page=58 (дата обращения: 23.10.2020).

51. Новое слово в развитии рынка секьюритизации. Обзор пресс-брифинга МСП Банка. Энциклопедия российской секьюритизации-2019. – 2019. – С. 178. – Текст : электронный. – URL: http://review.cbonds.info/mobile/2019_3/4/ (дата обращения: 08.01.2021).

52. Перепелица Н. М. Сущность и виды секьюритизации // Проблемы управления в социально-гуманитарных, экономических и технических системах: сборник научных трудов преподавателей, аспирантов, магистрантов, студентов факультета управления и социальных коммуникаций ТвГТУ. – 2020. – С. 87. – Текст : электронный. – URL: <http://elib.tstu.tver.ru/MegaPro/Download/MObject/31288/001-000136379-000000000-0000-0000-01.pdf#page=87> (дата обращения: 16.10.2020).

53. Полякова К. Секьюритизация банковских активов в условиях снижения ставок. // Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 92. URL: <http://review.cbonds.info/article/references/839/> (дата обращения: 08.01.2021).

54. Проскурина А. А. Ипотечные ценные бумаги //Наука, образование, инновации: апробация результатов исследований. – 2020. – С. 333. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=42463026> (дата обращения: 23.10.2020).

55. Руководитель управления "ВТБ Капитала": секьюритизация - один из механизмов поддержки роста ипотеки. Интерфакс. – 2020. – Текст : электронный. – URL: <https://www.interfax.ru/interview/736744> (дата обращения: 12.04.2021).

56. Рэнкинги организаторов сделок. Энциклопедия российской секьюритизации – 2021. – 2021. – С. 201. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/927/> (дата обращения: 05.01.2021).

57. Саломатина С. Ю. Секьюритизация: терминологический аспект // Концепт. 2014. №8. – С.4. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sekyuritizatsiya-terminologicheskiiy-aspekt> (дата обращения: 10.10.2020).

58. Статистика рынка облигаций. Объем рынка неипотечной секьюритизации в России. Cbonds. – 2021. – Текст : электронный. – URL: <https://cbonds.ru/indexes/18129/> (дата обращения: 08.01.2021).

59. Сучков А. Российский рынок ипотечных ценных бумаг: рост продолжается// Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 68. – Текст : электронный. – URL: <http://review.cbonds.info/article/references/829/> (дата обращения: 02.01.2021).

60. Таутейн О. Европейский рынок структурированного финансирования в 2019 году// Энциклопедия российской секьюритизации – 2020. – 2020. – С. 47. URL: <http://review.cbonds.info/article/references/821/> (дата обращения: 02.01.2021).

61. Ушаков О., Демидов А. Неипотечная секьюритизация: правовое поле и инвесторская база. Журнал Национального расчетного депозитария. – 2015. – № 3 (138). – С. 123. – Текст : электронный. – URL: https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/138/12-14_Ushakov-Demidov.pdf (дата обращения: 04.01.2021).

62. Школа И. И. Виды и функциональные особенности кредитных деривативов //NovaInfo. Ru. – 2019. – №. 109. – С. 32. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=41670814> (дата обращения: 23.10.2020).

63. Якушев М. Инновационные финансовые технологии в современной экономике //Инновационная стратегия развития современного

предпринимательства. – 2019. – С. 186. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=42779404> (дата обращения: 17.11.2020).

64. AFME Securitisation Data Report Q4 2019. – 2020. – Текст : электронный. – URL: <https://www.afme.eu/Publications/Data-Research/Details/AFME-Securitisation-Data-Report-Q4-2019> (дата обращения: 04.01.2021).

65. AFME Securitisation Data Report Q4 2020. – 2021. – Текст : электронный. – URL: <https://www.afme.eu/Portals/0/AFME%20Q4%202020%20Securitisation%20Report.pdf?ver=2021-02-22-092720-217> (дата обращения: 05.01.2021).

66. China Securitization Performance Watch 4Q 2020. S&P Global. – 2021. – Текст : электронный. – URL: <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/210210-china-securitization-performance-watch-4q-2020-regulatory-dynamics-will-shape-rmbs-and-consumer-abs-issuance-11827907> (дата обращения: 06.01.2021).

67. Obay L. Financial Innovation in the Banking Industry. The Case of Asset Securitization. N.Y., L.: Garland publ., 2000. – С.18. — Текст : электронный. — URL: <https://books.google.ru/books?id=88ilAgAAQBAJ&hl=ru> (дата обращения: 28.09.2020).