

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ НА ПРИМЕРЕ США

© 2013 Е.В. Можаровский

Самарский государственный экономический университет

E-mail: Hollywood101@mail.ru

Рассмотрено текущее состояние секьюритизации ипотечного рынка США, описаны предпосылки создания и развития секьюритизации в США. Проанализирована статистика секьюритизации ипотечных ценных бумаг в США, установлены факторы, препятствующие осуществлению процесса секьюритизации.

Ключевые слова: секьюритизация, секьюритизация ипотечных активов, ипотечный рынок в США, предпосылки развития секьюритизации, закон Гласса - Стигалла, индекс FICO, ипотечные агентства.

В целях развития рынка секьюритизации ипотечных активов в Российской Федерации необходимо рассмотреть зарубежный опыт, представляющий значительный интерес для российской практики. Несмотря на то, что сделки секьюритизации активов уже не носят эпизодический характер, в настоящее время происходит совершенствование механизмов и нормативно-правовых документов, в результате чего должны быть созданы условия для масштабного функционирования данного рынка.

Руководствуясь международной практикой, необходимо отразить само определение секьюритизации, отраженное в законе Сингапура о секьюритизации, отраженное в законе Сингапура о секьюритизации. В нем регламентировано, что «секьюритизация в своей основной форме - это процесс, в котором активы или права на них продаются или иным образом передаются в пользу SPV (special purpose vehicle), которая привлекает денежные средства за счет выпуска ценных бумаг, обеспеченных в первую очередь этим активом»¹.

В зависимости от развития рынка секьюритизации можно классифицировать развивающийся и развитый рынок секьюритизации, где организация, обслуживание и управление процессами секьюритизации могут быть отнесены к производству рыночных услуг для финансового рынка.

При изучении зарубежного опыта необходимо рассмотреть текущее состояние самого развитого рынка секьюритизации активов - рынка США, являющегося крупнейшим эмитентом данных активов в мире.

Высокий уровень развития секьюритизации ипотечного рынка США объясняется функционированием государственных институтов и ипотечных агентств, являющихся регуляторами и

проводниками, которые обеспечивают ликвидность операций секьюритизации на вторичном рынке ипотечных ценных бумаг в необходимом объеме для реализации государственной политики на ипотечном рынке США.

Предпосылки секьюритизации возникли в связи с формированием национального ипотечного рынка и созданием в 1934 г. Федеральной жилищной администрации (Federal Housing Administration). Целью этой организации было страхование банковских займов, выданных для строительства домов и малых коммерческих предприятий.

Гарантии федерального правительства покрывали до 97 % суммы займов при условии соблюдения правил, направленных на максимальное снижение процентных ставок (фактически субсидируемых правительством), увеличение срока (до 25 лет) и суммы (до 85 % от стоимости собственности) выданного займа².

Страховка кредитного риска, предоставлявшаяся Федеральной жилищной администрацией, была до 90 % ниже рыночного страхового обеспечения аналогичных рисков.

В 1938 г. конгрессом США учреждена Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Federal National Mortgage Association или Fannie Mae). Деятельность этого института направлена на увеличение ликвидности рынка ипотечных кредитов и тем самым на улучшение распределения инвестиционного капитала, предназначенного для финансирования покупки жилья. Первоначально Fannie Mae приобретала лишь ипотечные жилищные кредиты, застрахованные Федеральной жилищной администрацией³. Впоследствии она имела право покупки и стандарт-

ных ипотечных кредитов, не подлежащих такому страхованию, но отвечающих стандартам Fannie Mae.

В 1968 г. Fannie Mae получила право выпускать MBS (Mortgage-Backed Securities), т.е. ипотечные ценные бумаги, обеспеченные ипотечными кредитами. В этом же году подразделения, занятые субсидированием местных правительственных организаций и финансовыми гарантиями для займов, выданных для осуществления федеральных программ, были отделены и закреплены в федеральной собственности под новым названием Государственной национальной ипотечной ассоциации (Government National Mortgage Association или Ginnie Mae).

Используя механизмы вторичного рынка ипотечных кредитов, Ginnie Mae стимулирует предоставление ипотечных кредитов в рамках государственных приоритетов оказания помощи тем группам населения, для которых недоступны обычные методы ипотечного кредитования.

Специальные программы помощи осуществляются за счет кредитов Казначейства (Министерства финансов США), доходов, приносимых собственным портфелем, а также комиссионных за обязательства⁴.

В 1970 г. конгрессом США была учреждена Федеральная жилищная ипотечная корпорация (Federal Home Loan Mortgage Corporation или Freddie Mac) с целью создания конкуренции Fannie Mae на вторичном рынке залладных. Задачей Freddie Mac было рефинансирование залладных, не гарантированных Федеральной жилищной администрацией, и создание вторичного рынка для торговли ими.

В 1985 г. состоялась первая сделка секьюритизации с неипотечными активами, когда банк First Boston выпустил первые ценные бумаги, обеспеченные коммерческими активами (asset-backed security или ABS)⁵. Объем выпуска составил 192 млн. долл. Обеспечение - портфель требований по лизинговым договорам на компьютерную технику.

Предпосылки создания и развития секьюритизации в США обусловлены наличием:

1) развитого фондового рынка и эффективно работающей кредитно-финансовой системы, предоставляющей долгосрочные ипотечные жилищные кредиты;

2) государственных структур, в частности Федеральной жилищной администрации (Federal

Housing Administration), которая с 1934 г. занимается разработкой правительственных программ, направленных на повышение доступности кредитов для групп населения с недостаточными доходами;

3) трех крупнейших операторов вторичного рынка ипотечных кредитов - Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac, которые наладили эффективную систему рефинансирования кредитных институтов, предоставляющих долгосрочные жилищные кредиты на основе привлечения средств от частных инвесторов за счет эмиссии ипотечных ценных бумаг (mortgage backed securities - MBS);

4) государственной и частной системы страхования кредитных рисков, позволяющей снизить соответствующие риски для кредитных организаций⁶;

5) эффективно работающей информационной системы, позволяющей оперативно получить достоверную и полную информацию о кредитной истории заемщика, его кредитный рейтинг.

Стремительному развитию секьюритизации способствовало принятие в 2000 г. закона Грэма-Лича-Блайли, фактически отменяющего ограничения закона Гласа - Стигалла от 1933 г.

Закон Гласа - Стигалла (Glass-Steagall Act) - закон о создании в США Федеральной корпорации по страхованию депозитов (Federal Deposit Insurance Corporation) от 16 июня 1933 г. По этому закону депозитные и инвестиционные функции банков были разделены, благодаря чему ставился барьер для спекулятивных операций. Таким образом, закон Гласа-Стигалла запрещал коммерческим банкам владеть, гарантировать размещение или проводить операции с корпоративными ценными бумагами и облигациями, тем самым разделяя коммерческую и инвестиционную банковскую деятельность в США⁷. В результате этого с 2000 г. частными банками США был сформирован возрастающий тренд увеличения объемов выпусков секьюритизируемых ценных бумаг.

За период с 2000-го по 2006 г. зафиксирован стремительный рост объемов выпусков ценных бумаг, обеспеченных активами (asset-backed security или ABS), на 167,8 % и рост выпуска ипотечных ценных бумаг (mortgage backed securities - MBS) частными финансовыми организациями на 802,1 %. В абсолютном выражении объемы выпусков ABS и MBS частных финансовых организаций выросли с 281,5 млрд долл. до 753,9 млрд

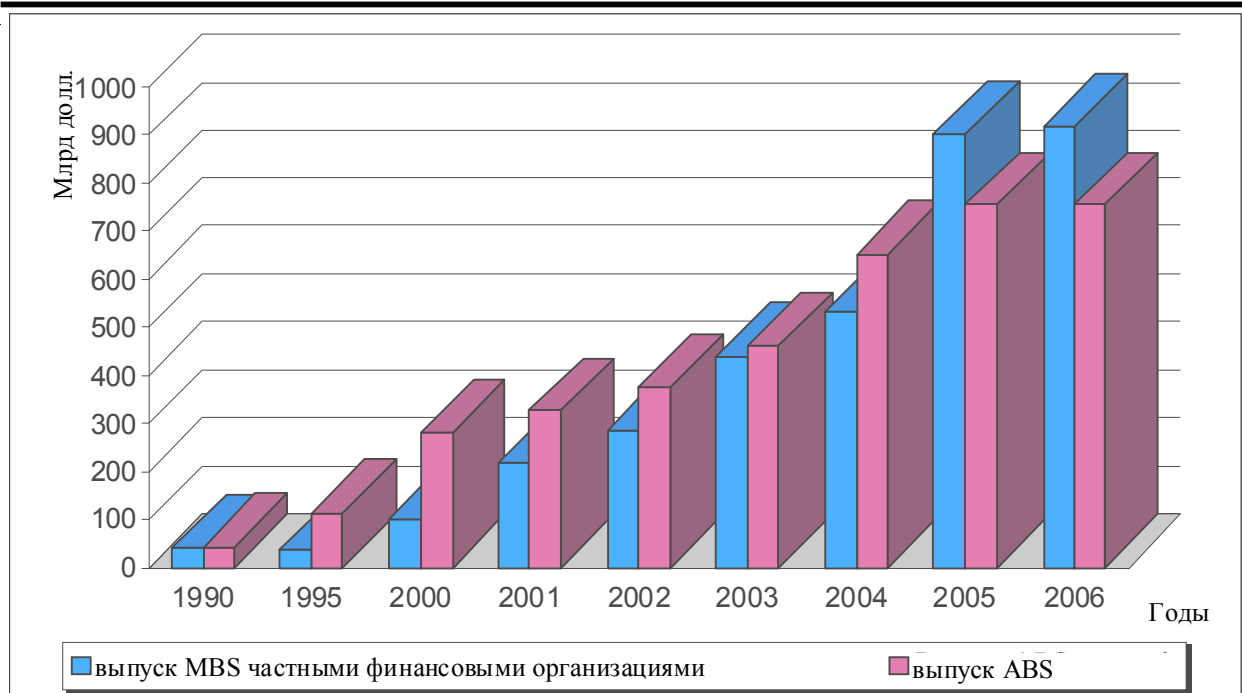


Рис. 1. Объем выпуска секьюритизации негосударственных активов в США за 1990-2006 гг.

Источник. Собственные расчеты автора на основе статистики Ассоциации участников фондового и финансового рынка (Securities Industry and Financial Markets Association) (Securities Industry and Financial Markets Association. URL: www.sifma.org).

долл. и с 101,7 млрд долл. до 917,4 млрд долл. (см. рис. 1).

Рост объемов выпусков государственных MBS за данный период был не столь внушительен и составил 89,8 %, при этом динамика роста объемов выпусков не являлась стабильной. Под

государственными следует понимать MBS, выпущенные в рамках программ Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac.

В абсолютном выражении объемы выпусков выросли с 481,9 млрд долл. до 914,5 млрд долл. (см. рис. 2).

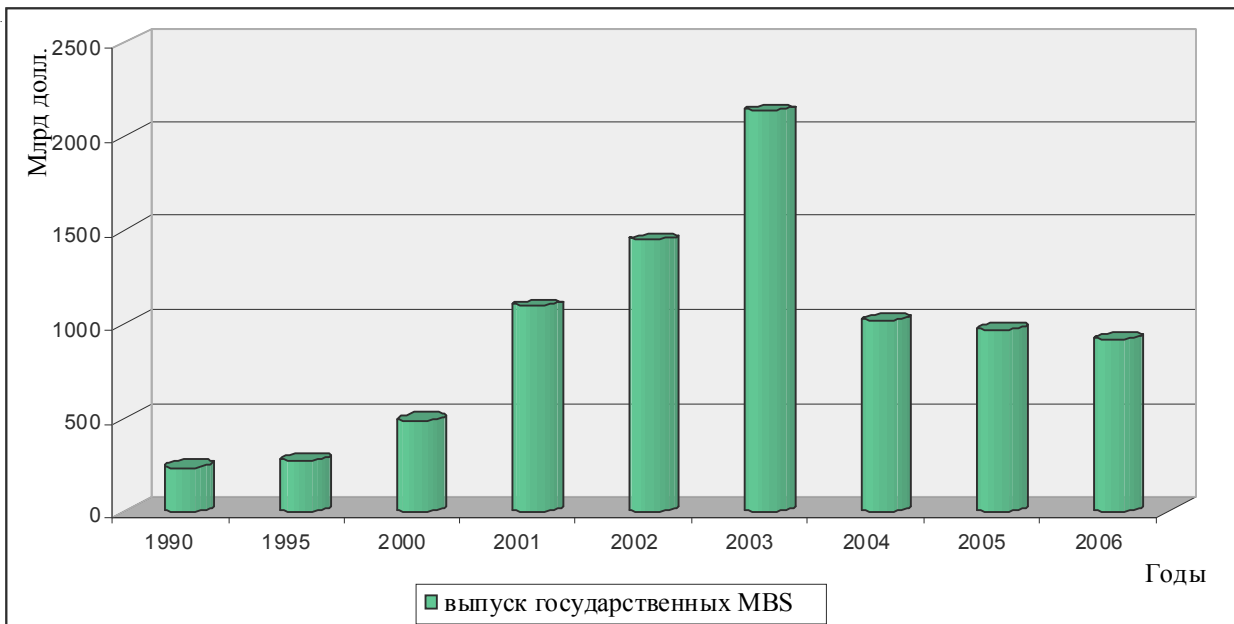


Рис. 2. Объем выпуска секьюритизации государственных ипотечных ценных бумаг в США за 1990-2006 гг.

Источник. Собственные расчеты автора на основе статистики Ассоциации участников фондового и финансового рынка (Securities Industry and Financial Markets Association).

Система финансирования ипотечного рынка включала в себя ряд специализированных участников. Банки (или ипотечные брокеры) привлекали клиентов и выдавали кредиты. Они прилагали усилия для расширения продуктовой линейки ипотечных продуктов, чтобы позволить наименее кредитоспособным американцам все-таки купить недвижимость. Высокие риски этих заемщиков давали возможность банкам предлагать им кредиты по более высоким ставкам. Разумеется, многие не могли себе позволить платить такие высокие проценты, и для них были предложены продукты с первоначально низкой ставкой, которая возрастала через определенный период (обычно два года).

Рынку был предложен ряд других продуктов, которые не предназначались непосредственно неблагонадежным заемщикам, но несли в себе другие рискованные элементы, например, вторичную ипотеку (на уже заложенную недвижимость оформляется еще один залог) и ипотеку с плавающей ставкой (процентные платежи по ней определяются в зависимости от изменений какого-то базового показателя).

Выданные кредиты аккумулировались инвестбанками в портфели и перепродавались инвесторам в виде ценных бумаг, обеспеченных этими портфелями (RMBS - Residential Mortgage-Backed Securities). Для увеличения привлекательности продукта среди инвесторов банки нанимали рейтинговые агентства, которые присваивали кредитные рейтинги бумагам. На этом процесс, как правило, не останавливался - инвестбанкиры трансформировали RMBS в облигации, обеспеченные ипотечными ценными бумагами (CDO - Collateralized Debt Obligation), и продавали инвесторам.

Инвесторы, несущие большую часть рисков, в силу недостаточности информации и большого количества посредников не имели возможности реально оценить качество кредитов, лежащих в основе RMBS/CDO, и вынуждены были полагаться на мнение рейтинговых агентств.

К преимуществам такой системы можно отнести высокий уровень специализации на каждом этапе процесса, а также распределение финансирования среди максимально широкого круга инвесторов, что снижает стоимость ипотечных кредитов для населения⁸.

С другой стороны, схема страдает от конфликта интересов между ее участниками. Основной доход банков, выдающих кредиты, составляют комиссии за выдачу и обслуживание, а не проценты, которые идут инвесторам в RMBS, в результате чего банки были заинтересованы в выдаче максимального объе-

ма кредитов в кратчайшие сроки, что неизбежно приводило к ухудшению стандартов и менее тщательной проверке потенциальных заемщиков.

Правомерен вывод: данные явления сопровождалась во второй половине 2000-х гг. формированием низких номинальных процентных ставок, избыточной ликвидности, низкой изменчивостью финансовых рынков и общей макроэкономической стабильности, что переориентировало многих инвесторов на принятие более высоких рисков⁹.

В исследовании "Секьюритизация привела к слабому мониторингу? Подтверждение низкокачественных займов"¹⁰, проведенном экономистами Б. Кейсом, Т. Мухержи, А. Серу, В. Вигом, раскрывается проблема недостаточной оценки секьюритизируемых активов на примере секьюритизации низкокачественных ипотечных кредитов. В работе анализируется влияние секьюритизации на качество мониторинга банками ипотечных кредитов при помощи скорингового метода оценки качества заемщиков. Банки США используют индекс FICO (разработанный компанией First Isaac Corporation), позволяющий определить вероятность невыплаты и вероятность просрочки по кредиту в первые два года. Показатели данного индекса изменяются от 400 до 900 баллов, где 900 является максимальным рейтингом.

Ипотечные агентства Fannie Mae и Freddie Mac не выкупают ипотечные ценные бумаги, обеспеченные кредитами с баллами менее 620 пунктов. В результате этого банки осуществляли упрощенную проверку заемщиков, имеющих кредитный балл более 620 пунктов, формировали портфели данных кредитов, продавали их, получали рефинансирование и передавали риски с баланса банка. Вместе с тем, для проверки заемщиков, имеющих кредитный балл менее 620 пунктов, банки осуществляли проверку повышенной сложности, так как данные портфели ипотечных кредитов было сложнее секьюритизировать.

Следует заметить, что в силу линейного распределения индекса FICO, при сплошном массиве выборки в масштабе страны платежеспособность заемщиков, имеющих баллы менее и более 620, практически одинакова.

Таким образом, было установлено, что заемщики, имеющие от 621 до 625 баллов, объявляют дефолт в первые два года на 20 % чаще, чем заемщики, имеющие от 615 до 619 баллов кредитного рейтинга. Банки ухудшали качество мониторинга заемщиков на этапе выдачи кредитов, имея возможности секьюритизации данных кредитов. Следовательно, возможность получить комиссионные вознагражде-

ния и передача рисков с баланса банка имели перво-степенное значение, а восстановление ликвидности - второстепенное. Риски секьюритизированных ценных бумаг, обеспеченных низкокачественными займами, распространялись по всей экономике США.

При оценке процессов, происходивших при проведении спекулятивных сделок секьюритизации, направленных на получение комиссии при выпуске, необходимо обратиться к Общей теории занятости, процента и денег Джона Мейнарда Кейнса: "Положение становится серьезным, когда предпринимательство превращается в пузырь в водовороте спекуляций, когда расширение производительности капитала в стране становится побочным эффектом игорного дома, трудно ожидать хороших результатов"¹¹.

Совокупность вышеописанных факторов при неблагоприятной рыночной ситуации способствовала сокращению объемов как действительных, так и спекулятивных сделок. В результате этого за период с 2006-го по 2012 г. зафиксировано кратное снижение объемов выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами (asset-backed security или ABS), в 3,8 раза и снижение объемов выпуска ипотечных ценных бумаг (mortgage backed securities - MBS) частными финансовыми организациями в 23,3 раза. В абсолютном выражении объемы выпусков ABS и MBS частных финансовых организаций снизились с

753,9 млрд долл. до 199,4 млрд долл. и с 917,4 млрд долл. до 39,3 млрд долл. (см. рис. 3).

Так, 7 сентября 2008 г. Министерство финансов США объявило о национализации правительством ипотечных агентств Fannie Mae и Freddie Mac¹². В конце 2008 г. ФРС начала выкуп ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами и гарантированных квазигосударственными ипотечными агентствами Fannie Mae и Freddie Mac на 600 млрд долл.¹³ Принятые меры позволили стабилизировать ситуацию на ипотечном рынке и способствовали замещению частных институтов и структур государственными.

Снижения объемов выпусков государственных MBS за период с 2006-го по 2012 г. не зафиксировано. Напротив, зафиксирован рост на 89,6 %, при этом динамика роста объемов выпусков не являлась стабильной. В абсолютном выражении объемы выпусков выросли с 914,5 млрд долл. до 1733,5 млрд долл. (см. рис. 4).

Стабильность объемов выпуска государственных MBS, выпущенных в рамках программ Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac, обусловлена более консервативными требованиями к портфелям ипотечных кредитов, являющихся обеспечением, а также увеличением роли государственной политики на рынке ипотечного кредитования в условиях кризиса.

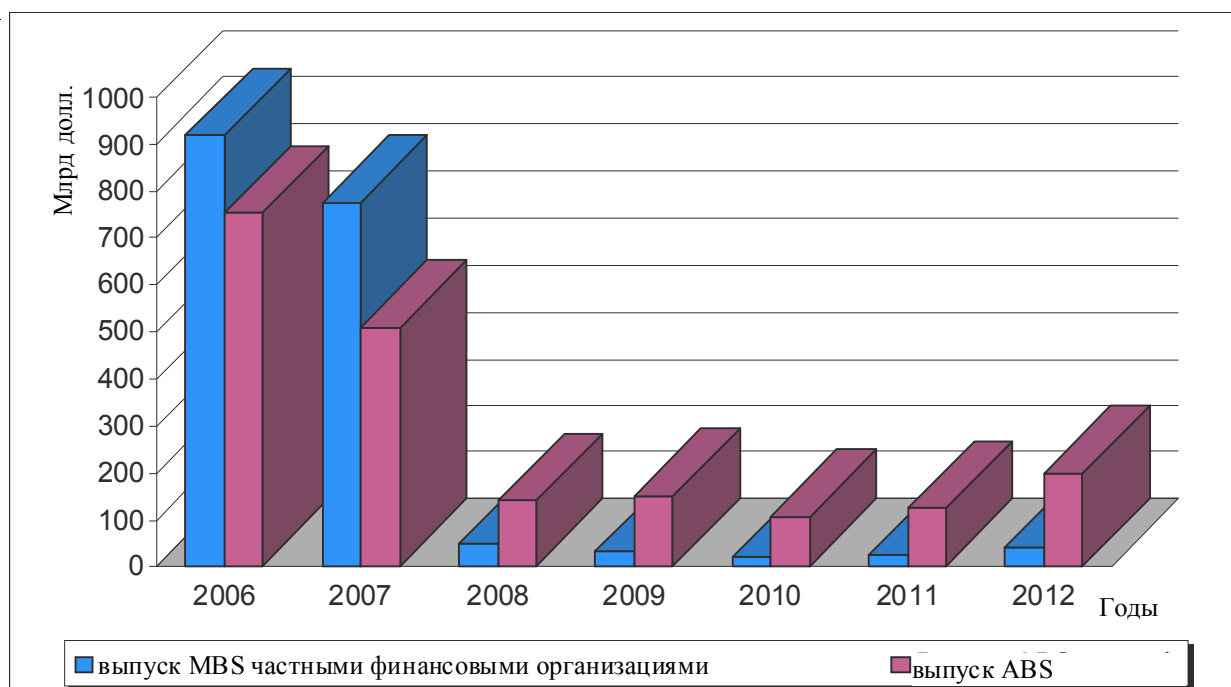


Рис. 3. Объем выпуска секьюритизации негосударственных активов в США за 2006-2012 гг.

Источник. Собственные расчеты автора на основе статистики Ассоциации участников фондового и финансового рынка (Securities Industry and Financial Markets Association).

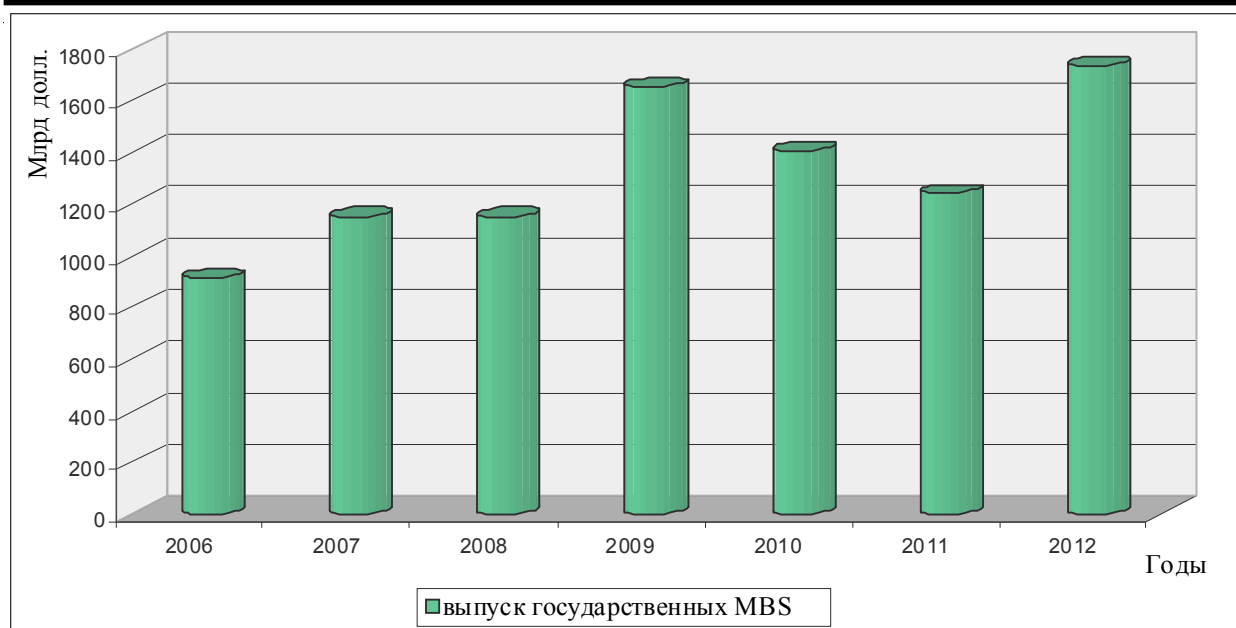


Рис. 4. Объем выпуска секьюритизации государственных ипотечных ценных бумаг в США за 2006-2012 гг.

Источник. Собственные расчеты автора на основе статистики Ассоциации участников фондового и финансового рынка (Securities Industry and Financial Markets Association).

В 2011 г. доля ипотечных кредитов, секьюритизированных агентствами Fannie Mae и Freddie Mac, составила 47,3 % ипотечного долга по сравнению с 38,8 % в 2006 г. Кроме того, в 2011 г. 29,8 % ипотечных выпусков были застрахованы Федеральной жилищной администрацией (ФНА) по сравнению с 6,1 % в 2007 г.¹⁴

Вместе с тем, на современном этапе мирового развития мы вполне можем констатировать, что период неопределенности продолжается¹⁵.

В связи с вышеперечисленным возникает дискуссионный вопрос о путях развитии национального рынка секьюритизации Российской Федерации в связи с тем, что при полном копировании опыта развития рынка секьюритизации в США отечественный рынок секьюритизации будет повторять те же тенденции, усиленные несовершенством законодательной базы.

¹ Туктаров Ю. Секьюритизация и уступка будущих требований // Энциклопедия российской секьюритизации. 2008.

² Аксенов И. Этапы развития секьюритизации в США: 1930-2008 / Royal Bank of Scotland. URL: <http://www.rusipoteka.ru/articles>.

³ Копейкин А.Б., Рогожина Н.Н., Туктаров Ю.Е. Ипотечные ценные бумаги / Фонд "Институт экономики города". М., 2008.

⁴ Там же.

⁵ Аксенов И. Указ. соч.

⁶ Копейкин А.Б., Рогожина Н.Н., Туктаров Ю.Е. Указ. соч.

⁷ Улюкаев С.С. Секьюритизация активов: глобальный макроэкономический феномен / Акад. народного хозяйства при Правительстве РФ // Международные банковские операции. 2010. № 3.

⁸ Бакланова В. История текущего финансового кризиса США: 2001-2008 // Fitch Ratings: Энциклопедия российской секьюритизации.

⁹ Каменецкий Д.В. Механизм формирования "пузырей" на мировых финансовых рынках // Вопросы экономики и права. 2012. № 9.

¹⁰ Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans / B.J. Keys [et al.] // The Quarterly J. of Economics. 2010. № 125.

¹¹ Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. М., 2007.

¹² Gosselin P.G. U.S. seizes mortgage titans in multibillion-dollar rescue // Los Angeles Times. 2008. 8 Sept.

¹³ Киевич А.В., Ширалиев М.О. Программы Федерального резерва США в борьбе с глобальным экономическим кризисом: аргументы за и против // Экономические науки. 2012. № 10 (95).

¹⁴ The Financial Services Fact Book / Insurance Information Institute and FS Roundtable. 2013. URL: www.financialservicesfacts.org.

¹⁵ Ширалиев М.О. Эволюция мирового финансового кризиса: от ипотечного кризиса в США к долговому кризису в Европе // Вопросы экономики и права. 2012. № 12.

Поступила в редакцию 03.01.2013 г.