



Александр Герасимов
начальник Информационно-аналитического
управления ЗАО ММББ



Федор Смоленчук
главный специалист Информационно-аналитического
управления ЗАО ММББ

ТЕНДЕНЦИИ И ПЕРСПЕКТИВЫ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

БЫСТРОРАСТУЩИЙ СЕГМЕНТ

Рынок секьюритизации российских активов является одним из наиболее быстрорастущих сегментов финансового рынка. В 2006 г. объем размещения облигаций, обеспеченных активами российских компаний и банков, увеличился в 8 раз — до 3,8 млрд долл. Если еще недавно такие сделки носили единичный характер, то сейчас секьюритизированные облигации стали вполне привычным инструментом на рынке.

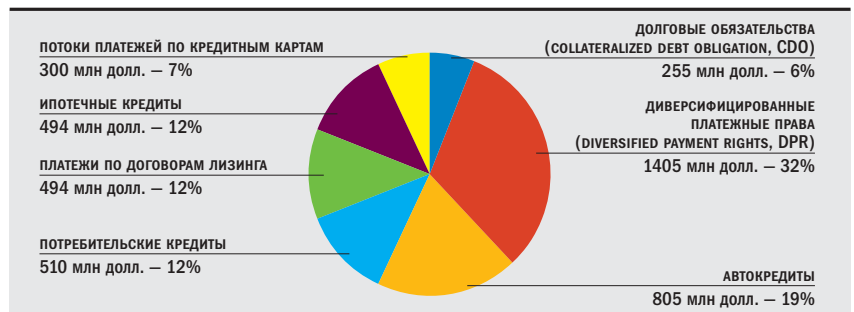
Среди различных активов наиболее популярным у эмитентов является секьюритизация диверсифицированных платежных прав (*diversified payment rights, DPR*), автокредитов, потребительских и ипотечных кредитов. В 2005–2006 гг. состоялись также размещения облигаций, обеспеченных потоками платежей по кредитным картам и по договорам лизинга, а также долговыми обязательствами (*collateralized debt obligation, CDO*) (рис. 1).

Отдельную нишу занимают сделки секьюритизации активов с использованием ипотечных закрытых паевых инвестиционных фондов. Первый такой фонд был сформирован в 2005 г. На конец 2006 г. в России было создано 12 ипотечных ЗПИФов, общая стоимость чистых активов которых достигла 6,6 млрд руб. Данный сектор рынка демонстрирует высокие темпы роста, однако основным для

секьюритизации остается все же рынок облигаций (рис. 2).

До недавнего времени с размещением секьюритизированных облигаций российские компании и банки выходили лишь на внешний рынок. Его монополия была нарушена в конце 2006 г., когда на Фондовой бирже ММББ был размещен первый на внутреннем рынке выпуск облигаций с ипотечным покрытием компа-

Рисунок 1. СТРУКТУРА РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗИРОВАННЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ВИДАМ ОБЕСПЕЧЕНИЯ В 2005–2006 гг.



Источник: Cbonds.

нии «ИСО ГПБ-Ипотека» на сумму 3 млрд руб. Значение этого события сложно переоценить. Впервые на практике была продемонстрирована возможность выпуска таких бумаг в соответствии с российским законодательством.

Структура выпуска облигаций «ИСО ГПБ-Ипотека» предполагает эмиссию одного транша ценных бумаг. По облигациям предусмотрена ежеквартальная выплата купонного дохода по фиксированной ставке и их частичное досрочное погашение за счет средств, получаемых от выплат по закладным, входящим в состав ипотечного покрытия. Частичное досрочное погашение может происходить раз в квартал, вместе с выплатой купонного дохода. Бумаги достаточно активно торгуются на ФБ ММВБ, за I кв. 2007 г. объем торгов по ним с учетом сделок РЕПО составил 3,1 млрд руб.

Несмотря на быстрый рост рынка секьюритизации российских активов, его объем пока несопоставим с показателями развитых стран. Для сравнения: в Европе в 2006 г. были выпущены структурированные ценные бумаги на 458,9 млрд евро, что на 40% превысило соответствующее значение 2005 г.¹ В США в 2006 г. секьюритизированные бумаги были выпущены примерно на 1,5 трлн долл., рост показателя к предыдущему году составил около 8%.² Отношение объема размещения секьюритизированных бумаг к ВВП для США и Великобритании составило в 2006 г. около 10–11%, Ирландии, Испании и Португалии — около 4–6%, Италии, Греции и Германии — около 2%.³ Соответствующий показатель для России составил в прошлом году 0,4%. Разница между Россией и западными рынками по такому показателю, как отношение объема рынка к ВВП, еще более заметная.

ФАКТОРЫ РОСТА

В настоящее время в России имеются все условия для успешного развития рынка секьюритизации активов. Этому должны способствовать следующие основные факторы:

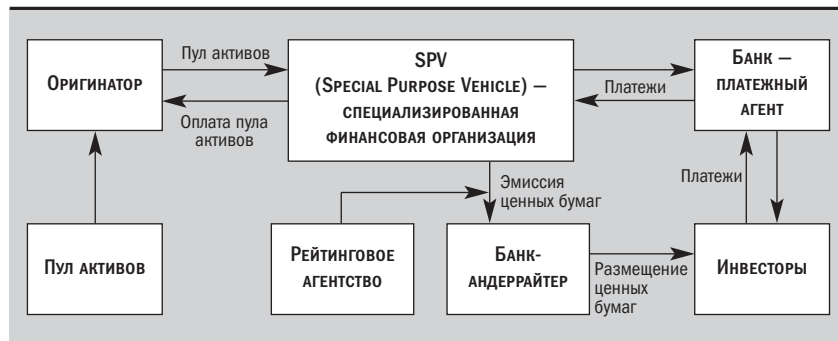
- Увеличение объемов активов, которые могут быть секьюритизированы, в том числе опережающий рост рублевых активов (по данным ЦБ РФ, за 2006 г. объем валютных ипотечных кредитов вырос в 2,9 раза — до 89 млрд руб., объем

рублевых ипотечных кредитов — в 6,5 раза — до 145 млрд руб., в целом общий объем кредитов физическим лицам за аналогичный период вырос на 75% — до 2,1 трлн руб.) (рис. 3, 4).

- Расширение круга потенциальных инвесторов (повышение кредитных рейтингов российских эмитентов, в частности, расширило круг покупателей за счет консервативных инвесторов, а валютная либерализация сняла последние препятствия на пути иностранного капитала в Россию).

тизированных облигаций постепенно приближается к определенному «потолку», при достижении которого темпы роста рынка не будут превышать темпов роста основных макроэкономических показателей. По такому показателю, как $FFO/Total\ Debt^4$, российские компании приблизились к предельному для текущего кредитного рейтинга уровням. По многим компаниям дальнейшее наращивание задолженности сопряжено с риском пересмотра их рейтингов в сторону понижения. В отличие от обычных корпоративных

Рисунок 2. СХЕМА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ ПОСРЕДСТВОМ ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ



Примечания:

- Оригинатор формирует пул активов и продает их SPV.
- SPV выпускает ценные бумаги, обеспеченные активами.
- Рейтинговое агентство присваивает выпуску ценных бумаг рейтинг.
- Банк-андеррайтер размещает ценные бумаги среди инвесторов.
- Банк — платежный агент проводит платежи по ценным бумагам между SPV и инвесторами (оплата приобретенных ценных бумаг, выплата купонов и погашение).

- Усиление конкуренции, подталкивающее компании к поиску более дешевых ресурсов (по данным *Bloomberg*, более высокие кредитные рейтинги еврооблигаций, обеспеченных активами, позволяют российским банкам сократить расходы на их обслуживание в среднем на 1–2,5 п. п.);

- Увеличение обычной несекьюритизированной задолженности и приближение ее к уровням, превышение которых сопряжено с риском понижения кредитных рейтингов.

- Развитие законодательной базы.

Данные факторы свидетельствуют в пользу дальнейшего активного роста рынка секьюритизации. При этом доля секьюритизированных бумаг в общем объеме размещений будет, по всей видимости, быстро расти. Такой вывод можно сделать с учетом прогнозируемого замедления темпов увеличения обычной несекьюритизированной задолженности.

Как показывают отдельные исследования, объем рынка обычных несекьюри-

облигаций, данное ограничение не распространяется на секьюритизированные бумаги.

Отдельный интерес представляет валютная структура рынка. До недавнего времени секьюритизированные облигации выпускались в основном в долларах США и евро, на них приходилось, соответственно, 41 и 38% объема выпуска в 2005–2006 гг. Лишь сравнительно небольшое число выпусков было номинировано в рублях (их доля составила 21%). Кроме размещенных на внутреннем рынке облигаций ОАО «ИСО ГПБ-Ипотека», в рублях были номинированы еврооблигации, обеспеченные платежами по договорам лизинга подвижного состава для РЖД, выпуск *CDO*, а также «младшие» транши одного из выпусков ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой. Расчеты по еврооблигациям, номинированным в российских рублях, проводились на внешнем рынке, тем не менее, в долларах США.

Однако уже в текущем году валютная структура рынка может заметно изме-

¹ Данные по всему рынку секьюритизации. *European Securitisation Forum. ESF Securitisation Data Report — Winter 2007.* <http://www.europeansecuritisation.com/>

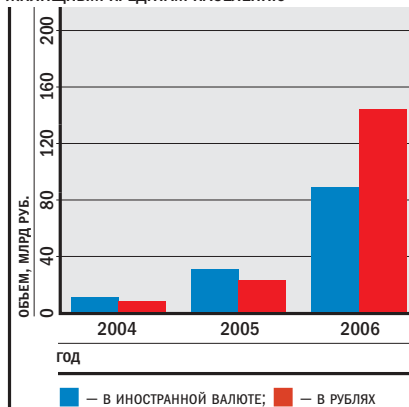
² Данные по рынку *ABS* и *MBS* (кроме облигаций правительственных агентств). <http://www.abalert.com/>

³ Данные по всему рынку секьюритизации кроме *CDO*.

⁴ $FFO/Total\ Debt$ (*Funds from operations/Total Debt*) — определяется как поток денежных средств от операций до изменения в оборотном капитале/совокупный долг. Соотношение $FFO/Total\ Debt$ является одним из основных при определении корпоративного кредитного рейтинга. Данное соотношение показывает в какой степени поток денежных средств от операций компании покрывает ее совокупный долг. Подробный анализ перспектив роста рынка корпоративных несекьюритизированных облигаций приведен в следующей статье: Гейнц Д., Смоленчук Ф. Переход в новое качество // Вестник НАУФОР. 2007. №1. С. 38–43.

ниться. Во-первых, доля рублевых активов в последнее время быстро увеличивается и секьюритизировать их было бы логично с помощью рублевых ценных бумаг. Во-вторых, развитию рублевого сегмента еврооблигаций должно способствовать введение в начале текущего года рубля в качестве расчетной валюты в системах *Clearstream* и *Euroclear*. Теперь расчеты по рублевым бумагам могут проводиться в рублях. Поскольку российским компаниям и банкам стало проще размещать номинированные в рублях облига-

Рисунок 3. ОБЪЕМ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО ИПОТЕЧНЫМ ЖИЛИЩНЫМ КРЕДИТАМ НАСЕЛЕНИЮ



Источник: Банк России.

ции на внешнем рынке, доля таких бумаг в общем объеме секьюритизированных еврооблигаций может вырасти. В то же время, «признание» рубля международными расчетно-клиринговыми системами означает усиление конкуренции между внутренним и внешним рынком.

К началу II кв. 2007 г. более 20 российских эмитентов заявили о намерениях разместить секьюритизированные облигации на общую сумму более 9 млрд долл. (обеспечением являются в основном ипотечные кредиты (более 4 млрд долл.) и автокредиты (более 2,5 млрд долл.)). Часть эмитентов может перенести сроки запланированных размещений, вместе с тем объем выпуска таких бумаг в текущем году вполне может достичь 6–7 млрд долл.

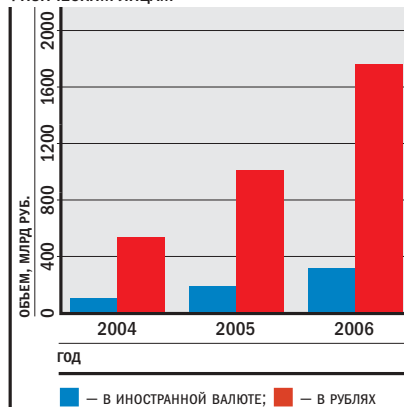
ОТ ВНЕШНЕГО РЫНКА — К ВНУТРЕННЕМУ

Большинство компаний-эмитентов в настоящее время планируют размещать секьюритизированные облигации на внешнем рынке. Ориентация эмитентов на внешний рынок связана в первую очередь со все еще недостаточным уровнем развития внутренней инвестиционной базы и пробелами в законодательстве.

Рынок секьюритизированных облигаций является более чувствительным к ка-

честву инвестиционной базы по сравнению с обычными облигациями. Связано это с длительными сроками обращения секьюритизированных облигаций. Однако основные источники «длинных» денег — пенсионные фонды и страховые компании — в России развиты слабо. Основной объем пенсионных накоплений находится под управлением Внешэкономбанка, который может вкладывать их в госбумаги и ипотечные ценные бумаги, но лишь гарантированные РФ. Как минимум необходимо снятие последнего ограничения.

Рисунок 4. ОБЪЕМ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО КРЕДИТАМ ФИЗИЧЕСКИМ ЛИЦАМ



Источник: Банк России.

Поправки в законодательство, позволяющие ВЭБ инвестировать пенсионные накопления в ипотечные облигации, не обеспеченные государственными гарантиями, подготовлены, согласованы и переданы на рассмотрение в правительство. Однако в большей степени развитию рынка способствовала бы либерализация всей процедуры инвестирования пенсионных накоплений.

Минэкономразвития РФ в конце 2006 г. предложило поправки в Закон об инвестировании пенсионных накоплений, расширяющие портфель активов, в которые можно вкладывать пенсионные накопления лиц, не реализовавших право выбора частной управляющей компании или негосударственного пенсионного фонда (так называемых «молчунов»). Законопроект предусматривает, что пенсионные накопления «молчунов», которые в настоящее время аккумулируются во Внешэкономбанке, останутся под его управлением. Однако новые средства, которые будут накапливаться, начиная с определенного периода будут вкладываться в менее консервативные активы через частные управляющие компании. Как ожидается, портфель активов, в которые будут вкладываться новые средства «молчунов», будет менее консервативным, чем у государственной управляющей компании, но более консервативным, чем в настоящее время у частных управляющих компаний.

Данные изменения в правила инвестирования пенсионных накоплений в существенной мере способствовали бы развитию не только рынка секьюритизации, но и всего внутреннего фондового рынка.

Что касается законодательной базы, непосредственно регулирующей процесс секьюритизации, то принятие летом 2006 г. поправок в Закон «Об ипотечных ценных бумагах» устранило несоответствие его норм сложившимся экономическим отношениям в сфере ипотечного кредитования и открыло путь для выпуска ипотечных ценных бумаг на внутреннем рынке.

Последние препятствия для развития внутреннего рынка ипотечных облигаций были сняты в начале 2007 г., после внесения изменений в соответствующие нормативные акты ФСФР. В частности, изменения в Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг сделали возможным выпуск облигаций с ипотечным покрытием, состоящих из нескольких траншей. В этом случае «старшие» транши имеют более высокую надежность, чем «младшие», зато по «младшим» траншам устанавливается более высокая доходность. До этого такие сделки проводились российскими компаниями и банками только на международном рынке.

Вместе с тем Закон «Об ипотечных ценных бумагах» регулирует лишь отношения, связанные с выпуском облигаций, обеспеченных залогом недвижимого имущества. За пределами этого закона остается очень широкий класс активов, таких как потребительские кредиты, автокредиты и др. В связи с этим ФСФР был разработан законопроект, позволяющий секьюритизировать практически любые денежные требования (т. е. речь идет об обобщении Закона об ипотечных ценных бумагах и распространении его на другие виды финансовых активов).

Законопроект о секьюритизации финансовых активов, концепция которого была одобрена Правительством РФ летом 2006 г., включает поправки в 12 законов, в том числе в Гражданский и Налоговый кодексы. В частности, в поправках в Гражданский кодекс предусмотрена возможность залога прав по договору банковского счета. Также в проекте закона вводится понятие специализированной финансовой организации (SPV) и оригинатора. Ожидается, что данный закон может быть принят уже в этом году.

Создание адекватной законодательной базы по секьюритизации является необходимым условием для формирования отвечающего потребностям экономики внутреннего рынка. Сейчас для его развития сложились хорошие предпосылки, и в этом процессе важно не упустить время. ■