

## ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНТЕРЕСЫ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА В ПРОЦЕССЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ

© 2020 О.Ю. Кузьмина, М.Е. Коновалова, А.Ю. Мишин\*

Статья посвящена анализу форм реализации экономических интересов коммерческого банка в процессе секьюритизации ипотечных активов. Актуальность темы исследования заключается в том, что секьюритизация ипотечных кредитов является важным фактором привлечения долгосрочных инвестиций в экономику, а также развития коммерческих банков, которые, в свою очередь, являются неотъемлемыми элементами благополучного функционирования финансовой системы. Цель написания статьи - оценка степени влияния механизма секьюритизации на финансовые показатели деятельности коммерческого банка. Объектом исследования является механизм ипотечной секьюритизации. Предметом исследования выступают экономические и институциональные отношения, возникающие между участниками сделки секьюритизации ипотечных активов. В рамках исследования осуществлен анализ современного состояния рынка банковской ипотечной секьюритизации в России, выявлены ключевые тренды его развития, с использованием инструментов теории вероятности и статистического анализа выявлена степень влияния сделок секьюритизации на финансовую деятельность кредитных организаций. Авторами статьи сделано предположение, что в будущем будет постепенно расти объем рынка ипотечных ценных бумаг, поскольку наблюдается увеличение в объемах выдачи ипотечных кредитов и среднего размера ипотечного покрытия.

**Ключевые слова:** экономические интересы, банк-оригинатор, SPV, секьюритизация, ипотечные ценные бумаги, показатели ликвидности.

### **Основные положения:**

- ♦ механизм секьюритизации позволяет решать множество задач и приносить выгоду всем участникам финансового рынка. Для банков секьюритизация является отличным способом привлечь дополнительное финансирование на довольно выгодных условиях, диверсифицировать свои источники фондирования и, что не менее важно, управлять своими показателями и поддерживать нормативы на необходимом уровне;
- ♦ в целом секьюритизация в Российской Федерации набирает обороты и имеет хороший потенциал для роста, несмотря на наличие некоторых проблем, связанных с незрелостью и особенностями российского рынка, главным образом в области законодательства и низкого спроса;
- ♦ статистическое тестирование влияния секьюритизации на показатели деятельности банков на российском рынке не продемонстрировало значительного улучшения показателей после совершения сделок. В результате сделок банкам-оригинаторам удается существенно повысить нормативы текущей ликвидности.

### **Введение**

С начала 1990-х гг. Российская Федерация активизировала интеграцию своей экономики в экономику мировую, что способствовало приходу мировых тенденций на российский рынок. Поскольку в современной мировой экономике все больше доминирует финансовый сектор, постольку и российская экономика сталкивается с растущим влиянием финансовых тенденций. Возникает необходи-

мость развития рынка секьюритизации как одного из элементов, стимулирующих рост национального финансового рынка и, как следствие, реальных секторов экономики.

Секьюритизация ипотечных кредитов является важным фактором привлечения в экономику долгосрочных инвестиций, а также развития коммерческих банков, успешное функционирование которых - залог благополучного состояния финансовой системы.

\* Кузьмина Ольга Юрьевна, кандидат экономических наук, доцент кафедры экономической теории. E-mail: pisakina83@yandex.ru; Коновалова Мария Евгеньевна, доктор экономических наук, зав. кафедрой экономической теории. E-mail: mkonoval@mail.ru; Мишин Алексей Юрьевич, аспирант. E-mail: alink2501@gmail.com. - Самарский государственный экономический университет.

Механизм секьюритизации позволяет решать множество задач и приносить выгоду всем участникам финансового рынка. Для банков секьюритизация является отличным способом привлечь дополнительное финансирование на довольно выгодных условиях, диверсифицировать свои источники фондирования и, что не менее важно, управлять своими показателями и поддерживать нормативы на необходимом уровне; для инвесторов возникают дополнительные возможности в инвестировании и диверсификации своего портфеля, а государства, повышая заинтересованность банков в проведении сделок секьюритизации, одновременно расширяют внутренний финансовый рынок страны, привлекают дополнительные инвестиции, а также стимулируют развитие кредитования, что способно дать положительный эффект для экономики страны в целом.

В России данный способ привлечения финансирования находится в стадии становления. Отечественные банки имеют опыт проведения сделок с большинством классов активов, однако объем таких сделок существенно ниже по сравнению с другими странами, где этот механизм используется давно. Это связано, в первую очередь, с относительной новизной данного явления, долгим отсутствием нормативной базы проведения подобных сделок, сложностью самой процедуры организации. Стоит отметить, что для российского рынка широкое распространение и развитие практики секьюритизации могло бы дать положительный эффект для банковской системы.

### Методы

В исследовании применялись как стандартные инструменты общенаучной методологии, такие как метод анализа и синтеза исследуемых процессов и явлений, метод сравнения, в частности, сравнительного статистического и динамического анализа, так и специализированные инструменты, методы экспертных оценок, детерминированного факторного анализа. Визуализация статистических данных представлена в табличном и графическом виде.

Информационной базой исследования выступили официальные статистические и аналитические материалы Федеральной служ-

бы государственной статистики, Банка России, АО "ДОМ.РФ", Ассоциации индустрии ценных бумаг и финансовых рынков (SIFMA), Всемирного банка, специализированных агентств финансовой информации о секьюритизации.

### Результаты

На сегодняшний день отсутствует единое мнение в определении термина секьюритизации, однако в результате анализа различных точек зрения на данную дефиницию можно сделать вывод, что секьюритизация активов выступает в форме процесса и источника финансирования банковской деятельности. В широкой трактовке, секьюритизацию можно рассматривать как механизм выпуска ценных бумаг под обеспечение.

В осуществлении сделок секьюритизации принимает участие широкий спектр разнообразных структур. Основными являются: инициатор - инициатор самого процесса, подбирающий активы для пула; специально созданное для осуществления сделки юридическое лицо (SPV) или компания специального назначения, которая покупает у инициатора секьюритизации пул активов, выступающих обеспечением при выпуске ценных бумаг; инвестор - обычно это инвестиционные и страховые компании, пенсионные и взаимные фонды, приобретающие выпущенные специальным юридическим лицом обеспеченные ценные бумаги. Рейтинговые агентства, инвестиционные советники, различного рода финансовые агенты (аудиторы, андеррайтеры и др.), доверенные лица также нередко выступают участниками сделки секьюритизации.

Проведение сделки секьюритизации представляет собой хорошо структурированный процесс. Начинается он с объединения активов в пул. Инициатор формирует портфель активов, участвующих в процессе секьюритизации. Следующий шаг - операции специального юридического лица с пулом активов. SPV заключает сделку покупки выделенного инициатором секьюритизации пула активов, а затем выпускает ценные бумаги, обеспеченные секьюритизированными активами. Вследствие такой процедуры активы, негативно сказывающиеся на ликвидности банка, выводятся с его баланса, что положитель-

но отражается на его платежеспособности. Кроме того, есть еще один плюс: теперь финансовые проблемы банковской структуры не способны повлиять на курсовые значения обеспеченных ценных бумаг, уровень надежности которых возрос.

Реализация экономических интересов участников сделки секьюритизации происходит на момент получения доходов. Инвесторы извлекают доход в форме денежного потока, генерируемого активами, выступающими в качестве обеспечения ценных бумаг SPV. Не стоит забывать о том, что доходы инвесторов очищаются от затрат на оплату услуг других участников секьюритизации, величина которых весьма существенна и определяется объемом предоставляемых ими услуг оригинатору и SPV.

Что же касается экономических интересов коммерческого банка, инициатора сделки, то он получает следующее выгоды от применения подобного рода финансового инструмента:

- ♦ невысокая стоимость полученных денежных средств. Привлечение ресурсов в ходе секьюритизации обычно всегда обходится оригинатору дешевле, нежели в процессе традиционного межбанковского кредитования. Ценные бумаги, обеспеченные секьюритизированными активами, получают высокий инвестиционный рейтинг, обеспечивающий более низкий процент по сравнению с корпоративными финансовыми инструментами;

- ♦ дополнительный источник фондирования. Небольшие банки, имеющие невысокий рейтинг, не могут себе позволить получить финансы от крупных институциональных инвесторов, процедура же секьюритизации выступает опделенного рода “спасательным кругом”;

- ♦ диверсификация рисков. Наличие нескольких источников финансирования, одним из которых выступает секьюритизация, дает банкам возможность легко реструктурировать свой портфель;

- ♦ рост ликвидности. Речь идет о мгновенной и текущей ликвидности, показатели которой резко возрастают, когда банковская структура трансформирует средне- и долгосрочные активы в денежные средства, от продажи секьюритизированного пула кредитов;

- ♦ оптимизация структуры баланса. Секьюритизация представляет собой продажу ак-

тивов, а вовсе не заем, следовательно, с помощью нее легко сбалансировать пассивную и активную части баланса, сконструировать необходимую систему финансовых показателей, что особенно актуально для банков, находящихся под жестким контролем мегарегулятора;

- ♦ понижение кредитного риска. Инициатор сделки секьюритизации избавляется от кредитного риска по активам, проданным SPV;

- ♦ повышение финансовой независимости и конкурентоспособности в целом. Наличие необходимого объема денежных средств предоставляет инициатору сделки свободу финансового маневрирования;

- ♦ улучшение имиджа компании. Секьюритизация доступна только высоконадежным рыночным игрокам банковского сегмента, имеющим достаточно большой объем свободных денежных средств на проведение столь дорогостоящей операции и способным сформировать пул из однородных активов, например, ипотечных.

Из всего класса обеспеченных секьюритизацией ценных бумаг ипотечные ценные бумаги являются наиболее распространенными как в нашей стране, так и в мире. В соответствии со ст. 2 Федерального закона от 11.11.2003 № 152-ФЗ “Об ипотечных ценных бумагах”, облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия - это две категории ценных бумаг, которые отнесены к ипотечным ценным бумагам в нашей стране. Первые выступают аналогами ипотечных ценных бумаг, обращающихся на мировых фондовых рынках, а вторые схожи с американскими переходными сертификатами, дающими право требования на ипотечное покрытие.

В России довлеющее большинство сделок секьюритизации выстраивается на ипотечном жилищном кредитовании, именно оно выступает основой рынка секьюритизированных активов, участниками которого являются как домашние хозяйства, так и сами банки. Важнейшим рыночным игроком выступает государство в лице АО “ДОМ.РФ”.

Начало развития российского рынка секьюритизированных банковских активов приходится на 2003 г., когда Банк “Дельта Кредит” совершил первую институциональную продажу пула ипотек Москоммерцбанку за 10 млн долл. Эту операцию, конечно, нельзя

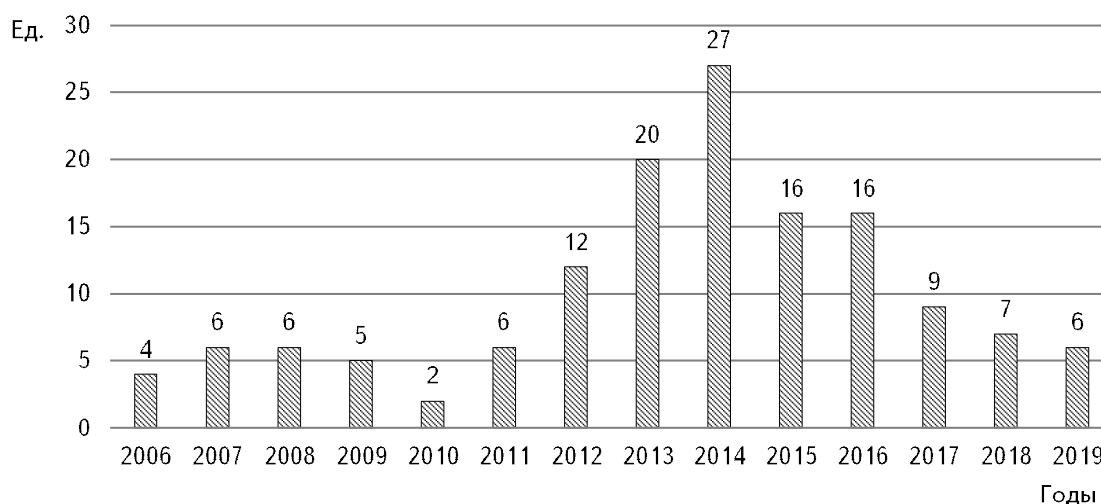


Рис. 1. Количество сделок секьюритизации ипотечных активов в РФ за 2006-2019 гг.\*

\* Составлено по: Сделки секьюритизации ипотечных кредитов. URL: [http://rusipoteka.ru/profi/securitization/sek\\_yuritizaciya\\_ipotechnyh\\_kreditov/](http://rusipoteka.ru/profi/securitization/sek_yuritizaciya_ipotechnyh_kreditov/) (дата обращения: 25.04.2020).

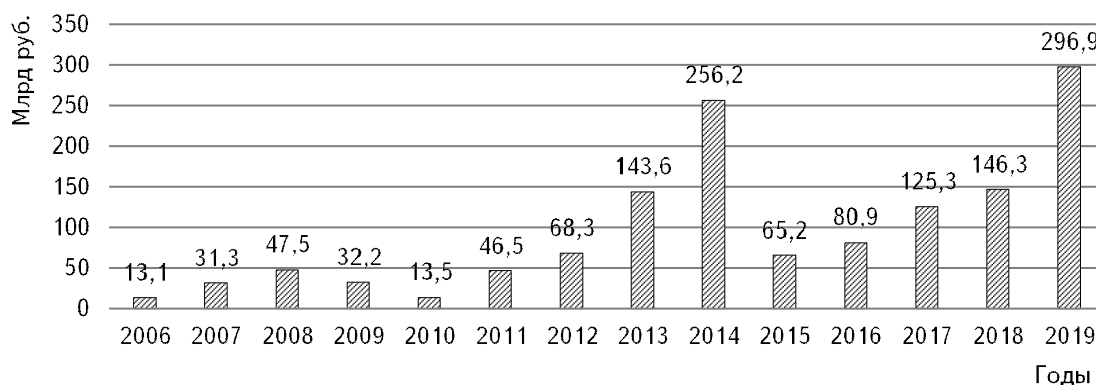


Рис. 2. Динамика объемов сделок секьюритизации ипотечных активов в РФ за 2006-2019 гг.\*

\* Составлено по: Сделки секьюритизации ипотечных кредитов. URL: [http://rusipoteka.ru/profi/securitization/sek\\_yuritizaciya\\_ipotechnyh\\_kreditov/](http://rusipoteka.ru/profi/securitization/sek_yuritizaciya_ipotechnyh_kreditov/) (дата обращения: 25.04.2020).

назвать секьюритизацией, в 2003 г. впервые произошло рефинансирование задолженности с помощью ипотечных инструментов. Хотя данная сделка и не может рассматриваться как подлинная секьюритизация, она демонстрирует определенный прогресс в направлении ипотечной секьюритизации в России, а также готовность хозяйствующих субъектов участвовать в ее реализации. Первая же сделка по секьюритизации ипотечных кредитов российского originатора была проведена за 18 июня 2006 г. Внешторгбанком на общую сумму 88,3 млн долл., специальное юридическое лицо было зарегистрировано в Люксембурге<sup>1</sup>.

На сегодняшний день большая часть секьюритизированных активов представлена ценными бумагами, обеспеченными ипотекой

(рис. 1 и 2). Это связано с более интенсивным развитием законодательства по ипотечным ценным бумагам сравнительно с обеспеченными за счет других видов активов ценными бумагами, а также стремительным ростом объемов ипотечного кредитования.

В период с 2006 по 2008 г. наблюдался хоть и не интенсивный, но весьма устойчивый темп роста и количества, и объемов сделок секьюритизации. Далее мы видим циклическую динамику, сопряженную с финансовыми кризисами 2008 и 2014 гг.

К 2019 г. в России было проведено 142 сделки секьюритизации ипотечных кредитов, из них около 91% внутренней и 9% трансграничной (с регистрацией за рубежом SPV) секьюритизации (рис. 3).

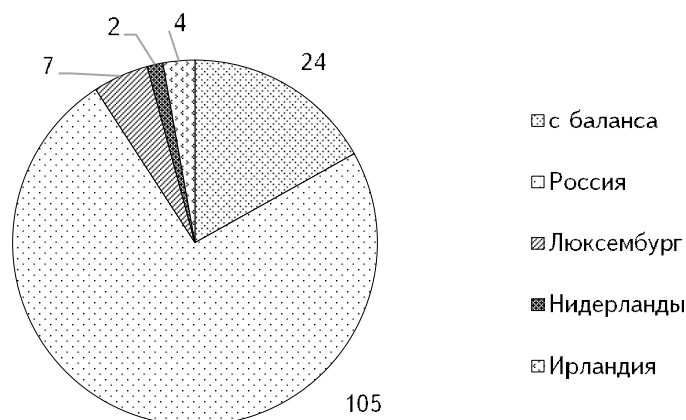


Рис. 3. Специальное юридическое лицо в сделках секьюритизации ипотечных активов за 2006-2019 гг.\*

\* Составлено по: Сделки секьюритизации ипотечных кредитов. URL: [http://rusipoteka.ru/profi/securitization/sek\\_yuritizaciya\\_ipotechnyh\\_kreditov/](http://rusipoteka.ru/profi/securitization/sek_yuritizaciya_ipotechnyh_kreditov/) (дата обращения: 25.04.2020).

Основными инвесторами в России являются банки с общей долей 70% рынка, в США банки также занимают наибольшую часть рынка, однако намного меньшую, чем в России (27%)<sup>2</sup>.

Физические лица в России занимают лишь 1% от общего числа инвесторов в ипотечные ценные бумаги, что говорит о необходимости развития потенциала инвестирования данных участников рынка. В США данный показатель на 6% выше, что свидетельствует о достаточно развитом и доступном рынке ипотечных ценных бумаг для непрофессиональных участников<sup>3</sup>.

На 31 декабря 2019 г. в России насчитывалось 137 выпусков ипотечных облигаций общей стоимостью 555,7 млрд руб., из них 78,5% (436 млрд руб.) - с поручительством АО «ДОМ.РФ», в рамках разработанного им механизма уже заключены соглашения о секьюритизации банковских активов более чем на 1 трлн руб. до 2022 г.<sup>4</sup>

Наибольший объем секьюритизированных кредитов выдал ВТБ (62% всех ипотечных облигаций в обращении). За счет активного выпуска ипотечных облигаций банк секьюритизировал около 20% своего ипотечного портфеля. На втором месте по объему выпуска ипотечных облигаций находится Сбербанк с долей рынка около 16%. Примерно 6% принадлежит Росбанку; 5,5% - АО «ДОМ.РФ»; менее 2% - Газпромбанку и около 1% - Металлинвестбанку. Остальные организации занимают небольшие (менее 1%) доли<sup>5</sup>.

В ходе исследования преимуществ, получаемых банками от сделок секьюритизации, был проведен анализ эффективности сделок секьюритизации российских банков. Изучаемый период составил весь срок существования рынка секьюритизации банковских активов в России, а именно с 2005 г. по настоящий момент.

Для того чтобы определить влияние секьюритизации на деятельность банковских структур, тестировались две гипотезы: H0 - секьюритизация не оказывает никакого влияния на деятельность банка; H1 - секьюритизация приводит к росту показателей эффективности деятельности кредитной организации. Результаты исследования представлены в таблице.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что однозначное положительное влияние секьюритизация оказывает только на некоторые показатели деятельности банков на российском рынке. В основном секьюритизация приводит к росту ликвидности, в то время как другие значимые финансовые показатели изменяются незначительно. По показателю текущей ликвидности H3 нулевая гипотеза была отвергнута, принята гипотеза H1. Медианное значение показателя после проведения сделки оказалось выше, как и предполагалось в начале исследования, что подтверждает основное преимущество сделок секьюритизации активов в части повышения коэффициента ликвидности банка. Таким образом, мы можем утверждать, что с

Результаты проверки гипотезы о влиянии секьюритизации на показатели деятельности банков

Показатели	p-value наблюдаемое	p-value критическое	H1
Норматив текущей ликвидности НЗ	0,002	0,05	Принимается
Чистая прибыль	0,497	0,05	Отвергается
ROA	0,371	0,05	Отвергается
ROE	0,193	0,05	Отвергается
NIM	0,343	0,05	Отвергается
Норматив достаточности собственного капитала Н1.0	0,786	0,05	Отвергается

95%-ной статистической значимостью секьюритизация оказывает положительное влияние на ликвидность банка-оригинатора.

### Обсуждение

Несмотря на ряд проблем на российском рынке секьюритизации ипотечных активов, нужно отметить, что данный сегмент финансового рынка имеет большой потенциал для развития.

В качестве перспективы для роста ипотечной секьюритизации выступает поддержка государством данного направления. В частности, одним из национальных проектов в России на период с 2019 по 2024 г. является проект “Жилье и городская среда”, в рамках которого планируется:

- ♦ сделать доступным жилье для семей со средним достатком, позволив им использовать для приобретения или строительства жилья ипотечный кредит с пониженной ставкой;
- ♦ увеличить объем жилищного строительства;
- ♦ усовершенствовать механизм финансирования жилищного строительства с помощью развития рынка ипотечных ценных бумаг и пр.<sup>6</sup>

Помимо этого, действует государственная программа субсидирования процентных ставок по ипотечным кредитам на покупку жилья в новостройках, появляются новые региональные ипотечные программы с различным уровнем льгот для отдельных категорий граждан.

Активизация инициатив Московской биржи в рамках развития ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) выступает перспективным фактором развития ипотечной секьюритизации. На сайте Московской биржи ведется работа по информированию инвесторов: 6 сентября 2019 г. на сайте создан раздел ипотечных ценных бумаг. Также ведутся разработка ин-

декса ИЦБ, развитие программ маркет-мейкинга, планируется публикация доходности, дюрации и Z-спреда.

Идет обсуждение инфраструктурных решений, в том числе выделение отдельного сектора ИЦБ на бирже, в рамках популяризации инструмента обсуждается формирование постоянно действующей рабочей группы (комитета) по работе с ИЦБ.

Существенную поддержку рынку ипотечных ценных бумаг оказывает государственная структура АО “ДОМ.РФ”. Начиная с 2016 г. однотраншевые облигации, получающие гарантию АО “ДОМ.РФ”, выпускаются с ипотечным покрытием “Фабрики ИЦБ”.

Нельзя не отметить и ускоряющуюся электронную трансформацию, которая происходит практически во всех сферах человеческой деятельности, не обходя и рынок банковских услуг. Такой возрастающий перевод рынка в электронный формат позволяет снизить цену привлекаемых банками активов и, как следствие, упрощает и облегчает процедуру получения ипотеки российскими гражданами, что обязательно отражается на рынке ипотечных ценных бумаг.

### Заключение

В целом секьюритизация в Российской Федерации набирает обороты и имеет хороший потенциал для роста, несмотря на наличие некоторых проблем, связанных с незрелостью и особенностями российского рынка, главным образом в области законодательства и низкого спроса. В перспективе возможно повышение интереса эмитентов и инвесторов к ипотечным инструментам секьюритизации благодаря активным действиям АО “ДОМ.РФ” и Банка России. Инвестиционная привлекательность ипотечных ценных бумаг сейчас весьма высока, так как секьюритизация ипотеки является более устойчивой к нестабильности рынка по сравнению с такими

источниками финансирования, как акции и корпоративный долг. Ипотечные облигации имеют большую схожесть с государственными ценными бумагами, и поэтому в нынешних условиях неопределенности возможно увеличение спроса на них, в первую очередь, среди пенсионных фондов и страховых компаний.

---

<sup>1</sup> Анисимов А. История российской секьюритизации активов. URL: [http://rusipoteka.ru/ipoteka\\_sekyuritizaciya/ipoteka\\_sekyuritizaciya\\_stati\\_2006/istoriya\\_sekyuritizacii\\_aktivov/](http://rusipoteka.ru/ipoteka_sekyuritizaciya/ipoteka_sekyuritizaciya_stati_2006/istoriya_sekyuritizacii_aktivov/) (дата обращения: 10.05.2020).

<sup>2</sup> Рынок секьюритизации в России: текущее состояние и перспективы развития. URL: <http://>

[rusipoteka.ru/files/events/2019/1909/grishanov.pdf](http://rusipoteka.ru/files/events/2019/1909/grishanov.pdf) (дата обращения: 25.04.2020).

<sup>3</sup> Сделки секьюритизации ипотечных кредитов. URL: [http://rusipoteka.ru/profi/securitization/sek\\_yuritizaciya\\_ipotechnyh\\_kreditov/](http://rusipoteka.ru/profi/securitization/sek_yuritizaciya_ipotechnyh_kreditov/) (дата обращения: 25.04.2020).

<sup>4</sup> Обзор рынка ипотечных облигаций в 2019 году. URL: <https://дом.рф/upload/iblock/cf5/cf5fc33d1f497db722f118c52dd20593.pdf> (дата обращения: 25.04.2020).

<sup>5</sup> Энциклопедия российской секьюритизации - 2020. Статистика рынка. URL: <http://review.cbonds.info/article/references/861/> (дата обращения: 20.04.2020).

<sup>6</sup> Национальный проект "Жилье и городская среда". URL: <http://government.ru/projects/selection/735/35560/> (дата обращения: 02.05.2020).

*Поступила в редакцию 06.07.2020 г.*

## **ECONOMIC INTERESTS OF A COMMERCIAL BANK IN THE PROCESS OF SECURITIZATION OF MORTGAGE ASSETS**

© 2020 O.Yu. Kuzmina, M.E. Konovalova, A.Yu. Mishin\*

The article is devoted to the analysis of forms of realization of economic interests of a commercial bank in the process of securitization of mortgage assets. The relevance of the research topic is that securitization of mortgage loans is an important factor in attracting long-term investments in the economy, as well as the development of commercial banks, which, in turn, are integral elements of the successful functioning of the financial system. The purpose of this article is to assess the degree of influence of the securitization mechanism on the financial performance of a commercial bank. The object of research is the mechanism of mortgage securitization. The subject of the study is the economic and institutional relations that arise between participants in the transaction of securitization of mortgage assets. The study analyzes the current state of the bank mortgage securitization market in Russia, identifies key trends in its development, and uses the tools of probability theory and statistical analysis to determine the degree of influence of securitization transactions on the financial activities of credit organizations. The authors of the article assume that the volume of the mortgage securities market will gradually grow in the future, since there is an increase in the volume of mortgage loans and the average size of mortgage coverage.

**Keywords:** economic interests, originator's bank, SPV, securitization, mortgage securities, liquidity indicators.

### **Highlights:**

- ◆ the securitization mechanism allows you to solve many tasks and bring benefits to all participants of the financial market. For banks, securitization is a great way to attract additional financing on fairly favorable terms, diversify their funding sources, and, just as important, manage their performance and maintain the required standards;
- ◆ in general, securitization in the Russian Federation is gaining momentum and has a good potential for growth, despite the presence of some problems related to the immaturity and peculiarities of the Russian market, mainly in the area of legislation and low demand;
- ◆ statistical testing of the impact of securitization on the performance of banks in the Russian market did not show a significant improvement in indicators after transactions. As a result of transactions, original banks manage to significantly increase their current liquidity ratios.

---

\* Olga Yu. Kuzmina, Candidate of Economics, Associate Professor of the Economic Theory Department. E-mail: pisakina83@yandex.ru; Maria E. Konovalova, Doctor of Economics, Head of the Economic Theory Department. E-mail: mkonoval@mail.ru; Alexey Yu. Mishin, Postgraduate student. E-mail: alink2501@gmail.com. - Samara State University of Economics.

*Received for publication on 06.07.2020*