



**ТИГРАН БЕГЛАРЯН**

*Аспирант Российско-Армянского университета*

## **РАЗВИТИЕ ПЛАТФОРМЫ ИНВЕСТИЦИЙ В ПРОГРАММЫ СТРОИТЕЛЬСТВА И РЕКОНСТРУКЦИИ ЖИЛЬЯ ПО СХЕМЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ В РА**

*В Республике Армения рынок ипотечного кредитования развивается ускоренными темпами, что и подталкивает финансовые институты к поиску новых источников рефинансирования ипотеки. Одним из эффективных решений для этого является секьюритизация ипотечных активов.*

*В статье ставится цель и задачи интенсивного освоения методики и процесса секьюритизации для создания и формирования эффективной платформы инвестиций для армянского рынка жилищного строительства и реконструкции жилья, что позволит проявить гибкость и постоянство при генерировании инвестиций и финансирования данного сектора.*

*В статье представлены основные финансово-экономические выгоды секьюритизации активов в сфере жилищного строительства и реконструкции жилья. Представлено законодательство РА о секьюритизации – “О секьюритизации активов и об обеспеченных активами ценных бумагах” (американская модель секьюритизации) и “Об обеспеченных ипотечных облигациях” (европейская модель секьюритизации) и охарактеризованы имеющиеся практические примеры секьюритизации и структурного финансирования на армянском рынке.*

*Выявлены основные практические проблемы секьюритизации и структурного финансирования армянского рынка. Выявлены основные риски в процессе секьюритизации активов, также предложены основные методы их предотвращения. Предложены подходы и необходимые мероприятия по освоению моделей и инструментов секьюритизации для формирования действенной платформы инвестиций на армянском рынке жилищного строительства и реконструкции жилья.*

**Ключевые слова:** платформа инвестиций, секьюритизация ипотечных кредитов, ценные бумаги, модели и инструменты секьюритизации, платформа инвестиций рынка жилищного строительства и реконструкции жилья, специальная форматирующая компания секьюритизации (*Special Purpose Vehicle – SPV*).

JEL: O31, O52, R30

### *Введение*

В настоящее время в Армении рынок ипотечного кредитования развивается ускоренными темпами, ежегодно резко увеличиваются объемы выданных кредитов. Это подталкивает банки и кредитные организации к поиску новых источников рефинансирования ипотеки, что должно способствовать развитию такого механизма рефинансирования, как секьюритизация ипотечных активов.

В РА достаточно развито законодательство в области секьюритизации. Между тем, на армянском рынке секьюритизации и структурного финансирования не было реализовано достаточных усилий в этом направлении, нет соответствующей эффективной инфраструктуры, имплементированных инструментов, а число участников таких проектов незначительно. В этом плане следует указать на законы РА о секьюритизации: “О секьюритизации активов и об обеспеченных активами ценных бумагах” (американская модель секьюритизации) и “Об обеспеченных ипотечных облигациях” (европейская модель секьюритизации), и в практическом плане наличие двух случаев появления облигаций на основе секьюритизации, кроме того залоговых счетов, счетов эскроу и так далее.

Армянский рынок жилищного строительства и реконструкции жилья (далее ЖС и РЖ) должен интенсивно освоить методику и процесс секьюритизации, что позволит проявить гибкость и постоянство при генерировании инвестиций и финансирования. Такой подход одновременно потребует реализовать эффективные шаги превенции рисков. Уместно вспомнить, что финансово-экономический кризис 2007-2010 гг. в США зародился на ипотечном рынке в силу спекуляций на деривативах и множества пузырей производных ценных бумаг. В процессе превращения долговых обязательств в ценные бумаги (или деривативы), особенно большое распространение в начале ипотечного кризиса получили свопы, обороты торговли которых были колоссальными: только за лето 2008 года объем операций составлял около 600 триллионов долларов США.<sup>1</sup>

В этом плане также уместно вспомнить, что американская классическая модель секьюритизации и рынок деривативов в США развивались в 1970-х годах с введением модели секьюритизации ипотечного кредита. Инвестиции в деривативные активы через секьюритизацию предназначались для предоставления ипотечных кредитов лицам, нуждающимся в жилье, что повысило его доступность для широкого круга людей.

<sup>1</sup> Ипотечный кризис 2008 года в США: хронология, причины и последствия для мира и России <https://ipotekaved.ru/za-granicey/ipotechnyi-krizis-v-ssha.html>

Американская модель секьюритизации в отличие от европейской модели основана на структурировании финансирования с передачей различных финансовых активов специальной компании (Special Purpose Vehicle – SPV, перевод автора – специально форматирующая компания – СФК), которая затем и является эмитентом ценных бумаг, которые обеспечены этими переданными активами и будущими платежами от этих активов.

Секьюритизация для инвестиций в ЖС и РЖ на основе качественных и ликвидных активов способна:

- обеспечить привлечение значительных дополнительных инвестиций в сектор ЖС и РЖ и одновременно снять риски с выгодоприобретателей жилья;
- эффективно противостоять экономическим спадам в секторы ЖС и РЖ;
- секьюритизация ипотечных кредитов поможет решить вопрос социального аспекта – повышение доступности ипотечных кредитов и обеспечение населения жильем;
- одновременно секьюритизируемые активы банков и кредитных организаций переформируют портфель активов последних, повысится их ликвидность и качество активов;
- в целом освоение и увеличение масштабов секьюритизации будет способствовать становлению и развитию рынка капитала в Армении;
- эффект от секьюритизации ипотечных активов не ограничивается уровнем банковского сектора, происходит эффект мультипликатора от секьюритизации и выявляется её масштабный макроэкономический характер; происходит мобилизация средств пенсионных, страховых фондов и других инвесторов, и одновременно более эффективное распределение рисков по всему финансовому сектору.

К наиболее уязвимым проблемам секьюритизации в РА следует причислить:

- все ещё небольшой размер стандартных ипотечных портфелей, способных генерировать однородный пул секьюритизации кредитов;
- отсутствие института и механизмов публичного открытого рейтинга активов, подлежащих секьюритизации;
- существующая несоразмерность системы процентных ставок кредитов, собранных в пул секьюритизации и эмитированных ценных бумаг по проекту секьюритизации;
- неразвитость рынков капитала РА в целом;
- недостаточность высокопрофессиональных специалистов и отсутствие соответствующего опыта;
- недостаточный опыт у финансовых институтов РА практики реализации крупных проектов.

Следует указать, что из трех типов секьюритизации, ипотечные ценные бумаги – (Mortgage Backed Securities – MBS), секьюритизация финансовых активов – (Asset Backed Securities – ABS), секьюритизация будущих

денежных потоков (Future Flow Securitisation) для сферы ЖС и РЖ - при разных постановках решений могут быть приемлемы все три типа.

Для задействия механизма ипотечных ценных бумаг специальная форматирующая компания (SPV) на платформе ЖС и РЖ должна будет:

- провести селекцию и затем выкупить кредиты у разных банков и кредитных организаций по ипотечному кредитованию;
- сгруппировать их по кредитным рискам;
- произвести эмиссию ценных бумаг по группам (облигации, иные коммерческие бумаги и так далее);
- продать или разместить их различным инвесторам, включая инвестиционные фонды, пенсионные фонды, дилерские компании;
- обслуживать процесс.

Инструменты секьюритизации различны: это - кредитные облигации с покрытием, индивидуальные активы с ипотечным покрытием, сертификаты акций и другие, которые составляют две группы: сквозные (pass-through) и оплачиваемые (pay – through). При прогнозе востребованности инструментов, обеспеченных залогами облигаций – “pass – through”, следует учесть, что этот механизм исключает прямую ответственность компании эмитента к конечным инвесторам – ответственность ложится на лица, получившие ипотечные кредиты. Последние выплачивают регулярные платежи по ипотечным кредитам, включая проценты банка, последние, в свою очередь, взяв комиссию за предоставляемые услуги, переводят оставшуюся сумму компании эмитенту (SPV/СФК). Последний, аккумулируя все эти платы из всех кредитных линий, предоставляет их заинтересованным инвесторам.

При механизме (Collateralized Mortgage Obligation – CMO) или инструменты “pay – through” компания эмитент (SPV/СФК), выпустив облигации, обеспеченные ценными бумагами, продает их инвесторам и несёт прямую ответственность перед инвесторами. Это означает, что эмитент в указанные сроки регулярно выплачивает проценты и в конце срока гасит и основную сумму облигации. Лица, получившие ипотечные кредиты, осуществляют платежи, которые переводятся компании эмитенту. В случае, когда эмитент не выполняет свои обязательства перед инвесторами, последние обладают реализацией права на получение платежей погашения ипотеки.

Другой опцией для платформы ЖС и РЖ может быть секьюритизация финансовых активов, что приемлемо для секьюритизации ипотечных и других жилищных кредитов, а также других финансовых активов (корпоративные кредиты, лизинг, автокредиты), обеспечивающих будущие денежные потоки. При этом эмитированные ценные бумаги обеспечены не самими активами, а денежными потоками, связанными с этим активом, есть возможность обеспечения одновременно несколькими видами активов.

Практика реализации секьюритизации в РА не очень богата. В финансовой истории РА секьюритизация активов впервые была проведена со стороны специально созданного фонда – “1-го Фонда секьюритизации кредитного портфеля”. Программа по секьюритизации активов с целью создания и внедрения в обращение на фондовом рынке Армении новых фи-

нансовых инструментов, а также активизации кредитования МСБ, и, в первую очередь, региональных МСБ Армении, была инициирована и разработана программой FED (Finance for Economic Development) - партнера USAID (Агентства США по международному развитию). Указанный фонд – некоммерческая организация, основан 31 августа 2015 г. и зарегистрирован в Центробанке РА как фонд секьюритизации. Фонд учрежден согласно закону РА “О секьюритизации активов и ценных бумагах, обеспеченных активами”, предусматривающему исключительно деятельность по секьюритизации и выпуску ценных бумаг, обеспеченных активами. Фонд основан сроком на 3 года с момента завершения размещения облигаций, обеспеченных активами, с возможностью пролонгации до 18 месяцев.

Долларовые и драмовые бонды “1-го Фонда секьюритизации кредитного портфеля” 27 января 2016 г. прошли листинг и были допущены к торгам на бирже “NasdaqOMX Armenia”. Эти облигации котировались в категории ,B bondt с допуском к адресным сделкам и репо-операциям. Впервые на бирже были размещены бонды, обеспеченные пулом кредитных портфелей. Управляющим “1-го Фонда секьюритизации кредитного портфеля” выступила инвестиционная компания “Капитал инвестментс”, а маркет-мейкером выпусков выступает “Конверс Банк”. К торгам допущены долларовые и драмовые купонные облигации Фонда с объемом эмиссии в \$1.133 млн и 446.260 млн драмов соответственно. Доходность по долларovým бондам составила 8,5%, а по драмовым – 15%. Срок обращения этих бумаг - 3 года. В рамках долларовой эмиссии выпущены 11328 именных купонных облигаций, а драмовой - 44260 именных купонных облигаций, каждая номинальной стоимостью в \$100 и 10000 драмов соответственно. Одним из основных условий повышения инвестиционной привлекательности этого финансового инструмента является гарантия. Долговые бумаги обеспечены трехуровневой защитой кредитного риска. 50% риска гарантируется “Development Credit Authority” (DCA) USAID.

Ценные бумаги основаны на пулах активов (asset-backed securities - ABS), имеющих обеспечение потоками наличных денежных средств, получаемых от активов. Структура Фонда секьюритизации кредитного пула состоит из активов на 55% номинированных в долларах США и 45% - в армянских драмах. Пул был организован пятью универсальными кредитными компаниями (УБК) Армении “CARD Agro-credit”, “Гарни Инвест”, “Глобал Кредит”, “Камурдж” и “Нор Горизон”. Пул активов в драмах состоит из общего объема в 495,877,138 драм (AMD). ABS обеспечен активами пула кредитов, направленных на финансирование агросектора (36%), МСБ (25%) и потребительских кредитов (39%). Средний размер кредита составляет 1664017 драмов. Пул объединяет 298 кредитов. Средневзвешенный срок погашения (дюрация) равен 21 месяцу. Фиксированная ставка составляет 22,04% годовых. Пул активов в долларах США состоит из кредитов с общим объемом \$1,258,975. ABS обеспечен активами пула кредитов, направленных на финансирование агросектора (49%), МСБ (44%) и потребительских кредитов (7%). Средний размер кредита составляет \$4,646. Пул объединяет 271 кредит. Средневзвешенный срок погашения (дюра-

ция) – 27 месяцев. Фиксированная ставка – 16,82% годовых.<sup>2</sup>

Согласно Проспекту эмиссии “1-го Фонда секьюритизации кредитного портфеля” по договору приобретения и обслуживания активов, инициаторы продают, уступают и передают эмитенту, а эмитент приобретает от продавца все права на кредиты продавца, имущественные права на его паи в кредитах. В качестве компенсации за передачу инициатор должен получить от эмитента стоимость активов в порядке и количестве, определенном договором (в зависимости от предыдущих условий и удовлетворительного уровня исполнения эмитента).<sup>3</sup>

Второй пример секьюритизации, на основе закона РА “Об обеспеченных ипотечных облигациях” (европейская модель секьюритизации), на рынке РА ипотечных кредитов был реализован 12 декабря 2017 г. “АРАРАТБАНК”-ом и УВК “Первая Ипотечная Компания” (УКК “ПИК”). Последняя выпустила сразу 2 транша - долларовых и драмовых облигаций в объеме 100 млн драмов и 500 тысяч долларов, обеспеченных ипотечными кредитами, андеррайтером и маркетмейкером которых выступил “АРАРАТБАНК”. В рамках выпуска эмитировано 10 тысяч недокументарных ипотечных драмовых купонных облигаций с номинальной стоимостью в 10 тысяч драмов и доходностью по купону в 10,5%, а в рамках долларового выпуска - 20 тысяч ипотечных облигаций номинальной стоимостью в 25 долларов, с доходностью по купону в 6,5%. Срок обращения облигаций по этим двум выпускам установлен в 2 года, а выплаты по купону предусмотрены раз в квартал.<sup>4</sup> “Первая Ипотечная Компания” вновь направит вырученные средства на ипотечное кредитование.<sup>5</sup>

По идее организаторов, акции, обеспеченные ипотечными кредитами, облигации, в сравнении с необеспеченными, с точки зрения эмитента, являются менее затратными инструментами из-за минимального уровня риска. Следовательно, снижение расходов по привлеченным средствам, а именно процентных выплат по депозитам, должно привести к снижению кредитных ставок, в т. ч. по ипотеке.<sup>6</sup>

В рамках проекта ипотечные кредиты продолжают оставаться на балансе “Первая ипотечная компания” (ПИК), т е эмитента, и, с точки зрения инвесторов, служат дополнительным обеспечением. “Первая Ипотечная Компания” изначально была намерена направить средства от секьюритизации снова на ипотечное кредитование.

Экспериментальный проект “АРАРАТБАНК”-а и УВК “ПИК” с позиций рыночных требований – транспарентности, в частности, открытости информации, размещения эмитированных облигаций для участников рынка, следует оценить очень сомнительным, схожим с непубличным процессом,

<sup>2</sup> Меликян К., Бонды Фонда 1 секьюритизации кредитного портфеля прошли листинг и допущены к торгам на бирже NasdaqOMX Armenia, АрмИнфо, 27 января 2016 г., [https://finport.am/full\\_news.php?id=23682&lang=2](https://finport.am/full_news.php?id=23682&lang=2)

<sup>3</sup> Ազդեցիկ, «Վարկային փորձելի արժեթղթավորման հիմնադրամ», էջ 32, <http://capital.com.am/wp-content/uploads/2015/12/Prospectus-LPSF.pdf>.

<sup>4</sup> Дебют на рынке капитала Армении - секьюритизация ипотечных кредитов, [https://finport.am/full\\_news.php?id=32723&lang=2](https://finport.am/full_news.php?id=32723&lang=2).

<sup>5</sup> Секьюритизация ипотечных кредитов повлечет дальнейшее снижение процентных ставок, [https://finport.am/full\\_news.php?id=32814&lang=2](https://finport.am/full_news.php?id=32814&lang=2).

<sup>6</sup> Там же.

при котором в кредитный пул могут быть включены сомнительные по качеству ипотечные кредиты. Такой процесс, по сути, основан на так называемом якорном инвесторе, когда заведомо оговорено о размещении эмитированных бумаг. В этом случае объективно не имеют значения такие параметры, как требуемый объем ипотечного пула и его качественные характеристики. Данный проект по формату и организованности не имеет ничего общего с первым проектом.

При оценке первого проекта секьюритизации “1-го Фонда секьюритизации кредитного портфеля” с включением в него пяти кредитных организаций РА при содействии USIAD следует указать, что пилотный проект был намного серьезнее, но был ограничен в целях и задачах, и поэтому остались вопросы и нарекания. Данный проект был пилотным и, к сожалению, проект секьюритизации не нашел должного продолжения по многим причинам: основным видимым препятствием является отсутствие спроса со стороны рынка по причине сложившихся на рынке процентных ставок бумаг секьюритизации и собранных в пул ипотечных кредитов, в частности, малая неприемлемая маржа между ними для эмитента. Заметим, данный проект был ограничен только кредитными организациями, и в него не вошли банки. Между тем задача сводится к становлению модели и инструментов секьюритизации в целом для рынка капитала, и целью не может быть поддержка малых кредитных организаций.

В контексте данной проблемы следует указать, что в РА с 2011 г. функционирует ЗАО УКК “Национальная ипотечная компания” (НИК). Единственным учредителем и акционером этой компании является Центральный банк РА. Компания призвана рефинансировать ипотечные кредиты финансовых организаций. На сайте компании провозглашена миссия: сделать рынок ипотеки Армении ликвидным, стабильным и доступным, цель - создание условий на ипотечном рынке с тем, чтобы кредиты были доступны для всех семей со средним доходом, и они могли улучшить свои жилищные условия за счет ипотечного кредитования.

Компания действует на вторичном рынке, не работает с клиентами, а сотрудничает с банками и кредитными организациями, предоставляя им низкопроцентные и долгосрочные кредиты, стремясь сделать ипотечные кредиты доступными для всех тех, кто нуждается в финансировании жилья. Компания осуществляет рефинансирование как за счет собственных средств, так и за счет средств правительства РА в рамках Программы развития рынка ипотеки.<sup>7</sup> Компания в разные годы произвела 18 эмиссий облигаций.

Последний выпуск драмовых облигаций УКК “НИК” в объеме 3 млрд драмов 7 марта 2018 г. прошел листинг на бирже “NASDAQ OMX Armenia” и включен в основной список Abond., и облигации допущены к заключению адресных торговых и репо сделок. В рамках этой эмиссии было выпущено 300 тысяч именных купонных облигаций номинальной стоимостью в 10 тысяч драмов, с доходностью по купону в 8,3% и сроком обращения в 3 года. В ходе размещения этих облигаций на бирже 23 февраля 2018 г.

<sup>7</sup> «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն» ՎԿԿ ՓԲԸ-ի կայքէջ,  
<http://www.nmc.am/hy/1431559690>:

цена отсечения составила 10,007.82 драма, доходность к погашению по цене отсечения - 8,27%, а средневзвешенная доходность - 8,1309%.<sup>8</sup> Следует заметить, что “НИК” не реализует программы секьюритизации ипотечных кредитов.

#### *Литературный обзор*

Секьюритизация по сути – это рефинансирование прибыльных активов путем выпуска облигаций и других ценных бумаг. Данный инструмент теоретически имеет в наличии механизм превенции рисков, а практически все зависит от качества и ликвидности обеспеченных активов. Следует учесть, что в секьюритизации особо заинтересованы также банки, кредитные организации, так как это позволяет им увеличить оборачиваемость финансовых ресурсов, портфель активов и перенаправлять средства от секьюритизации на новое кредитование, тем самым повышая доходность портфеля и, в целом, компании. К тому же существенно возрастает гибкость управления активами банков: неликвидные по отдельности активы банков собираются в пул и продаются компаниям эмитентам, генерируя процесс создания нового портфеля активов. Это может привести также к повышению рейтинга банков. Кроме того, секьюритизация обеспечивает баланс экспозиции активов по разным секторам и географическим регионам.<sup>9</sup>

Кларе А. Хилл в своей статье “Секьюритизация: недорогой подсластитель для лимонов” указывает, что модель секьюритизации ипотечных активов с момента ее запуска в начале 1970-х годов нашла широкое распространение. Большинство секьюритизированных ипотечных активов были субсидированы правительством США, что и внесло серьезный вклад в развитие данной модели. Благодаря эффективным регулятивным мерам со стороны финансовых надзорных органов, коммерческие банки, в свою очередь, были вынуждены соблюдать нормативные требования с целью максимальной минимизации рисков для выгодоприобретателей.<sup>10</sup>

Джеймс Колари, Дональд Фрейзер и Али Анари в своей научной работе под названием “Влияние секьюритизации на ипотечный рынок” показали, что секьюритизация активов ипотечного рынка полностью трансформировала процесс финансирования ипотечных кредитов в США за последние несколько десятилетий. Авторами было доказано, что секьюритизация ипотечных активов привела к существенному снижению стоимости жилья и повысила его доступность для широкого круга людей.<sup>11</sup>

<sup>8</sup> Очередной выпуск драмовых облигаций УКК “Национальная Ипотечная Компания” прошел листинг на бирже NASDAQ OMX Armenia, 7 Марта 2018, [https://finport.am/full\\_news.php?id=33891&lang=2](https://finport.am/full_news.php?id=33891&lang=2).

<sup>9</sup> **Lakshman A.**, Asset Securitization and Structured Financing Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries, October 2001. IMF Working papers; <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Asset-Securitization-and-Structured-Financing-Future-Prospects-and-Challenges-for-Countries-15368>.

<sup>10</sup> **Hill C. A.**, Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons, January 1996; <https://pdfs.semanticscholar.org/956d/c4d5fbd4f3e27a40aea61d257695f19eecf.pdf>.

<sup>11</sup> **Kolari J.W., Fraser D.R., Anari A.**, The Effects of Securitization on Mortgage Market Yields: A Cointegration Analysis, October 1998; [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=124008](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=124008).



Чарльз Остин Стоун и Энн Зиссу в своей статье под названием “Секьюритизация: трансформация неликвидных финансовых активов в ликвидный капитал” показали, что выгоды, которые финансовые институты могут получить от секьюритизации, универсальны в зависимости от характеристик страны и соответствующего законодательства, что либо продвигает, либо запрещает использование инструментов секьюритизации. За исключением Великобритании, нормативные ограничения были важным фактором в замедлении темпов развития европейского рынка ценных бумаг с ипотечным покрытием. В добавок к регулятивным барьерам, секьюритизация в Европе была подавлена также сегментированными рынками корпоративных облигаций. Ликвидность по кредитным спектрам увеличилась с введением евро.<sup>12</sup>

Якоб Гинтелберг и Эли Ремолона в своей статье под названием “Секьюритизация в Азиатском и Тихоокеанском регионе: последствия для ликвидности и кредитных рисков” подчеркивают, что секьюритизация активов позволяет трансформировать неликвидные по отдельности активы в более ликвидные. Ими также было отмечено, что внедрение сложных финансовых механизмов секьюритизации требует от государственных структур, ответственных за надзор, ужесточения пруденциальных нормативов для обеспечения стабильности и эффективности финансового рынка в целом.<sup>13</sup>

#### *Методология*

В ходе исследования использовались системный, факторный и сравнительный методы исследования, на основе чего раскрыты особенности фактических примеров секьюритизации активов, осуществлённых в Республике Армения:

- в 2015 году программой FED (Finance for Economic Development) - партнера USAID (Агентства США по международному развитию), проведенному согласно закону РА “О секьюритизации активов и ценных бумагах обеспеченных активами”, с целью создания и внедрения в обращение на фондовом рынке Армении новых финансовых инструментов и активизации кредитования МСБ, и, в первую очередь, региональных МСБ Армении;
- в 2017 году на основе закона РА “Об обеспеченных ипотечных облигациях” (европейская модель секьюритизации), проведенная со стороны “АРПАТБАНК”-а и УВК “Первая Ипотечная Компания”.

На основе сравнительного, экспертного и монографических методов анализа выявлены направленность и цели изменений в законодательстве по секьюритизации активов. В частности, представлены законы РА “О секьюритизации активов и об обеспеченных активами ценных бумагах” (американская модель секьюритизации) и “Об обеспеченных ипотечных облигациях” (европейская модель секьюритизации). Также представлены

<sup>12</sup> Stone C.A., Zissu A., Securitization: The Transformation of Illiquid Financial Assets into Liquid Capital Market Securities, August 2000; <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/1468-0416.00037>.

<sup>13</sup> Gynzelberg J., Remolona E., Securitisation in Asia and Pacific: Implications for liquidity and credit risks, February 2006; [https://www.researchgate.net/publication/4736071\\_Securitisation\\_in\\_Asia\\_and\\_the\\_Pacific\\_Implications\\_for\\_Liquidity\\_and\\_Credit\\_Risks](https://www.researchgate.net/publication/4736071_Securitisation_in_Asia_and_the_Pacific_Implications_for_Liquidity_and_Credit_Risks).

внесенные поправки в законах “Об обеспеченных ипотечных облигациях” и “О банкротстве банков, кредитных организаций, инвестиционных компаний и страховых компаний”. Пакетом изменений и поправок действующее законодательство было приведено в соответствие с лучшим международным опытом.

На основе сравнительного, факторного и экспертного методов исследования для проектов секьюритизации в РА констатированы следующие проблемы: закрытость процессов и неудовлетворительная недостаточная транспарентность, проблема оценки качества кредитов, собранных в пул секьюритизации, отсутствие оценки пакета кредитов банков и пула секьюритизации со стороны независимых рейтинговых агентств, что является важным условием привлекательности эмитированных бумаг секьюритизации для потенциальных инвесторов. В международной практике для обеспечения доходности при секьюритизации требуемый объем ипотечного пула колеблется в пределах 50-100 млн долларов. В РА по экспертной оценке при секьюритизации минимальный объем стандартизированного ипотечного портфеля должен быть не менее 15 млн долларов США.

#### *Заключение*

Для становления и развития платформы инвестиций ЖС и РЖ в РА “Национальная ипотечная компания” (НИК) может стать провайдером - андеррайтером и маркетмейкером банков по эмиссии обеспеченных ипотечными кредитами облигаций, на основе закона РА “Об обеспеченных ипотечных облигациях” (по европейской модели секьюритизации). Этому предложению вполне соответствует долгосрочная цель (зафиксированная на сайте компании), которая провозглашена как комбинирование рефинансирования с фондовым рынком с помощью ипотечных ценных бумаг, и подчеркнута, что это будет содействовать цели и миссии компании. Возможна также генерация функций специального фонда секьюритизации (СФК/SPV) кредитного портфеля.

Альтернативным сценарием становления и развития платформы инвестиций ЖС и РЖ в РА может быть возрождение идеи создания “Ипотечного фонда Армении”, в котором однажды в 2006 г. Парламент РА отказал ЦБ. Это будет стимулировать выпуск ипотечных облигаций самими банками. Это подтолкнет развитие сектора за счет квази государственного фонда. Ускорится процесс и решение разных задач, которые для отдельных организаций являются затруднительными, в противном случае, требуется самостоятельное решение целого ряда проблем и высокий уровень профессиональной компетенции.

Для становления и развития потоков инвестиций ЖС и РЖ в РА на платформе секьюритизации ипотечных кредитов по американской модели требуется базироваться на государственно-частном партнерстве или сотрудничестве, поскольку успешный пилотный проект на этой основе был реализован в РА (программа секьюритизации активов с участием “1-го Фонда секьюритизации кредитного портфеля” представлена выше).

Одна из основных проблем – это генерация спроса со стороны рынка, в первую очередь, решение проблем несоразмерности процентных ставок, собранных в пул кредитов для секьюритизации и процентных ставок эми-

тированных на их основе ценных бумаг. Решением проблемы привлекательности процентных ставок бумаг секьюритизации, эмитента, может быть опция субсидирования со стороны государства процентных ставок, ценных бумаг, эмитированных специальной компанией СФК/SPV в секторе ЖС и РЖ.

С целью генерации и повышения эффективности по форматированию однородного пула стандартных ипотечных портфелей кредитов, достаточным для коммерческой инициативы по программе секьюритизации, важен, также процесс стандартизации и упорядочения форматировки пула секьюритизации. Предлагается для этой цели одновременно задействовать два механизма допуска в пул кредитов секьюритизации. В пул должны быть включены кредиты, оцененные стандартными самими банками, и одновременно следует произвести оценку этого же пула независимыми рейтинговыми агентствами, поскольку классификация кредитов самими банками и кредитными организациями может быть сомнительной и субъективной. Предложенная двухуровневая классификация и оценка ипотечных кредитов, собираемых в пул секьюритизации, будет служить гарантией превенции рисков, т.е. появления финансовых пузырей и повышения действенного интереса институциональных и портфельных инвесторов к эмитированным бумагам со стороны СФК/SPV в секторе ЖС и РЖ.

Для финансового стимулирования или поощрения финансовых институтов РА к реализации крупных проектов по секьюритизации в секторе ЖС и РЖ предлагается специальный механизм налоговых преференций. Предложенная преференция заключается в том, чтобы освободить банки и кредитные организации от налоговых обязательств по кредитам, квалифицированным как безнадежные и списанные с баланса банка (кредитной организации), поскольку списание актива с баланса банка автоматически не означает для банка освобождение налоговых обязательств по данным активам. Такой формат предполагает одновременно установление определенных требуемых параметров: для кредитов, сгруппированных банком в пул секьюритизации и условного пула безнадежных кредитов, списанных банком, которому могут быть даны налоговые преференции по списанию налогов, определенная увязка двух указанных параметров, которая может быть законодательно установлена индивидуально для конкретного проекта и банков (кредитных организаций), включенных в данный проект.

Одновременно законодательно следует установить меры наказания для банков (кредитных организаций) при зафиксированных действиях или попытках включения в пул секьюритизации кредитов, оцененных ниже стандартной классификации, и тем более – безнадежные кредиты. Такая мера будет сильнодействующей превенцией по сдерживанию рисков с последствиями появления “финансовых пузырей” на рынке капитала РА.

Институт секьюритизации может служить целям государственной политики инвестиций в сфере ЖС и РЖ в Армении. Для решения этой задачи предлагается через механизм секьюритизации ипотечных кредитов дать преимущество или льготы по интенсивному развитию ЖС и РЖ в особых регионах, к примеру, в зоне бедствия спитакского землетрясения или в любом другом приоритетном регионе. Конструкция стимулирования заклю-

чается в следующем: приоритет и лучшие условия субсидирования процентных ставок будут отдаваться пулам ипотечных льготных для бенефициаров кредитов, которые были размещены в данном регионе. Такой экономический рычаг “заставит” банки и кредитные организации увеличить портфель ипотечного льготного кредитования в тех регионах, которым отдается предпочтение в политике правительства. Таким образом, секьюритизация ипотечных кредитов будет служить экономической и социальной политике государства.

Немаловажным для развития рынка капитала по продуктам секьюритизации должно быть инициирование, а также стимулирование подготовки и поощрения со стороны финансовых институтов РА высокопрофессиональных специалистов в этой сфере и приобретения соответствующего опыта на развитых рынках капитала.

Для успешной реализации процесса секьюритизации в РА необходимо выстроить дееспособную инфраструктуру, а именно: в каждом проекте учредить специальную форматирующую компанию СФК/SPV или организацию, которая выкупает ипотечные кредиты и эмитирует ценные бумаги; банк–организатор или обслуживающий банк с функциями сервисного агента (Primary serviser), с функциями приема платежей от заемщика. Банк–организатор соответственно ведет платежи на специальных счетах доверительного управления, обращается исками на залог по дефолтовым кредитам; резервный сервисный агент, который в особо предписанных случаях заменяет основной обслуживающий банк; лицо–гарант, который осуществляет кредитную поддержку секьюритизации. Эту функцию в РА может взять на себя государство и одновременно подключить к этому крупные банки, страховые организации. Платежный ипотечный агент осуществляет непосредственную работу с ценными бумагами, разбивку по траншам и эмиссию ценных бумаг; андеррайтер реализует и ведет функции оценки и поддержания цены соответствующих ценных бумаг и участвует в структурировании сделки; консалтинговые компании осуществляют консалтинг касательно вопросов налогообложения и разных юридических аспектов; рейтинговые компании изучают пул долговых обязательств, то есть ипотечных кредитов и финансовую устойчивость участников проекта, и определяют рейтинг эмитированных ценных бумаг. В конце цепочки стоят инвесторы, которые готовы вложить средства в эмитированные ценные бумаги.

Исходя из перечисленных функций разных участников, можно констатировать, что компания SPV может также выполнить функции платежного ипотечного агента, андеррайтера, консалтинговой компании, но в любом случае в процессе не заменимы гарант и рейтинговые агентства.

В РА инвестирование ипотеки осуществляется преимущественно за счет банковской системы, которое следует перевести на другие каналы инвестирования, поскольку банковское инвестирование ограничивает доступ к долгосрочным финансовым ресурсам потребности экономики.

Потенциальный объем рынка секьюритизации в РА по экспертной оценке может достигнуть объема 1 млрд долларов США. В РА развитие процесса секьюритизации должно быть связано с трансграничной секью-

ритизацией. Целесообразно, чтобы компании СФК/SPV разместили бы секьюритизированные ценные бумаги на внешнем рынке (трансграничная секьюритизация) среди активной диаспоры. Тем не менее, СФК будет зарегистрирована на территории РА, но не исключено и вне РА. Трансграничная секьюритизация решит проблему расширения ограниченной внутренней инвестиционной базы. Но здесь многое будет также зависеть от конъюнктуры спекулятивных колебаний на международных финансовых рынках.

В целом для развития сегмента секьюритизации на рынке капитала РА, ориентированного на инвестирование в СЖ и РЖ, включая ипотечное кредитование, следует одновременно полагаться на международные рынки с включением ресурсов диаспоры, а также учесть возможности внутреннего рынка. Перспективы развития рынка секьюритизации в РА должны быть направлены на поиск внутренних источников рефинансирования, в частности, расширения присутствия на этом рынке пенсионных фондов, страховых компаний.

Определенным потенциалом для секьюритизации может стать использование механизма закрытых паевых инвестиционных фондов на основе закона “Об инвестиционных фондах”.

#### Литература

1. «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն» ՎԿԿ ՓԲԸ-ի կայքէջ:
2. Закон РА “О секьюритизации активов и об обеспеченных активами ценных бумагах”.
3. Закон РА “Об обеспеченных ипотечных облигациях”.
4. Gyntelberg J., Remolona E., Securitization in Asia and the Pacific: Implications for liquidity and credit risks.
5. Hill C.A., Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons, January 1996.
6. Kolari J.W., Fraser D.R., Anari A., The Effects of Securitization on Mortgage Market Yields: A Cointegration Analysis, October, 1998.
7. Lakshman A., Asset Securitization and Structured Financing Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries, October 2001. IMF Working papers.
8. Stone C.A., Zissu A., Securitization: The Transformation of Illiquid Financial Assets into Liquid Capital Market Securities, August, 2000.

**ՏԻԳՐԱՆ ԲԵԳԼԱՐՅԱՆ***Հայ-Ռուսական համալսարանի ասպիրանտ***«Հ-ում ակտիվների արժեթղթավորման սխեմայով ներդրումների պլատֆորմի զարգացումը բնակարանաշինության և բնակարանների վերակառուցման ծրագրերում»**

Հ-ում հիփոթեքի շուկան զարգանում է ինտենսիվ տեմպերով, ինչը և ֆինանսական ինստիտուտներին դրդում է փնտրել հիփոթեքային վարկերի վերաֆինանսավորման նոր աղբյուրներ: Դրա արդյունավետ լուծումներից մեկը հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորումն է:

Հոդվածում սահմանվել են արժեթղթավորման մեթոդաբանության և գործընթացի ինտենսիվ յուրացման նպատակն ու խնդիրները՝ ուղղված Հ-ում բնակարանաշինության և բնակարանային վերակառուցման շուկայի արդյունավետ ներդրումային հարթակի ձևավորմանը, ինչը թույլ կտա ձկունություն և կայունություն հանդես բերել այդ ոլորտի ներդրումների և ֆինանսավորման գեներացման ընթացքում:

Հոդվածում դիտարկվել են ակտիվների արժեթղթավորման հիմնական ֆինանսական և տնտեսական օգուտները: Ներկայացվել է ՀՀ արժեթղթավորման օրենսդրությունը՝ ՀՀ օրենքները «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» և «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին», բնութագրվել են Հայաստանի շուկայում արժեթղթավորման և կառուցվածքային ֆինանսավորման գործնական օրինակները: Բացահայտվել են արժեթղթավորման և կառուցվածքային ֆինանսավորման հիմնական խնդիրները: Առաջարկվել են արժեթղթավորման մոդելների և գործիքների ներդրման մոտեցումներն ու անհրաժեշտ միջոցառումները՝ բնակարանաշինության և բնակարանային վերակառուցման շուկայում արդյունավետ ներդրումային հարթակ ձևավորելու համար:

**Հիմնաբառեր.** *ներդրումային հարթակ, հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորում, արժեթղթեր, արժեթղթավորման մոդելներ և գործիքներ, բնակարանային շինարարություն և բնակարանների վերակառուցման ներդրումային հարթակ, հատուկ նշանակության արժեթղթավորման ընկերություն (SPV)*

JEL: O31, O52, R30

**TIGRAN BEGLARYAN***PhD Student at Russian-Armenian University***Development of Investment Platform for Programs in Construction and Reconstruction of Housing under the Asset Securitization Scheme in RA.**

The mortgage market in the Republic of Armenia is developing an accelerated pace, which is pushing financial institutions to search new resources for

mortgage refinancing. One of the most effective decisions for this will be securitization of mortgage assets.

The paper sets the goal to develop the methodology and process of securitization creating an effective investment platform for the Armenian housing construction and housing reconstruction market. This will allow to demonstrate the flexibility and consistency in generating investments and financing of this sector.

The main financial and economic benefits of asset securitization have been described. The RA legislations “On asset securitization and asset-backed securities” and “On Secured Mortgage Bonds” have been presented and practical examples of securitization and structured financing in the Armenian market have been described. The main problems of securitization and structural financing of the Armenian market have been identified. The paper proposes approaches and necessary measures for the development models of securitization tools for the formation of an effective investment platform in the Armenian market of housing construction and reconstruction of housing.

**Key words:** *investment platform, mortgage loan securitization, securitization models and tools, securities, housing construction and housing renovation investment platform, special purpose vehicle (SPV).*

JEL: O31, O52, R30