

ԱՐԺԵԹՂԹԱՎՈՐՈՒՄԸ ԵՎ ԿԱՌՈՒՑՎԱԾՔԱՅԻՆ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՈՒՄԸ ՀՀ-ՈՒՄ

ԼՈՒՄԻՆԵ ՄԻՆԱՍՅԱՆ

Արժեթղթավորումը մի գործընթաց է, որով ոչ իրացվելի առանձին վարկեր և այլ պարտքային գործիքներ համախմբվում են և վերածվում իրացվելի ու շրջանառելի ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի: Այն ներառում է ակտիվների խմբավորումը և դրանց նկատմամբ իրավունքների վաճառքը ներդրողներին: Ֆինանսական ինստիտուտները արժեթղթավորում են ակտիվները կապիտալի շուկայից ֆինանսավորում ներգրավելու, ինչպես նաև կապիտալի պահանջը նվազեցնելու համար: Արժեթղթավորումը կարող է կատարելագործել իրացվելիությունը, ինչպես նաև ակտիվների խմբի շուկայական գնահատումը: Այն և հատկապես կառուցվածքային ֆինանսավորումը առաջարկում են ներդրման լայն հնարավորություններ նոր ռիսկայնության գործիքներում՝ ստանձնելու իրենց պահանջներն առավելագույնս բավարարող ռիսկեր և ունենալու ավելի լավ իրացվելիություն:

ՀՀ-ում կառուցվածքային ֆինանսավորումը կարգավորվում է «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» և «Ապահովված հիպոտեկային պարտատոմսերի մասին» ՀՀ օրենքներով: 2021 թվականի դրությամբ ՀՀ-ում իրականացվել են թողարկումներ երկու մոդելներով գործող օրենսդրական կարգավորումների շրջանակներում: Ամփոփելով կառուցվածքային ֆինանսավորման գործընթացի նկարագիրը, ունենալով տեսակների բազմազանության ճկուն համակարգ, ինչպես նաև համարելով արժեթղթավորումը ֆինանսական համակարգում ստեղծված լավագույն իրավական մեխանիզմներից մեկը՝ այդուհանդերձ ժամանակակից մարտահրավերների շրջանակներում կարգավորող մարմինների առջև ծառանում են նոր խնդիրներ՝ պահանջելով գրագետ ու ճկուն լուծումներ կարգավորման տեսանկյունից:

Բանալի բառեր - արժեթղթավորման հիմնադրամներ (SPV), ֆոնդեր, ֆոնդի կառավարիչ, ակտիվների խումբ, արժեթղթավորում, հիպոտեկավորված պարտատոմսեր, ներդրող, եկամուտ

Ներածություն

Արժեթղթավորումը մի գործընթաց է, որով ոչ իրացվելի առանձին վարկերը և այլ պարտքային գործիքները համախմբվում են և վերածվում իրացվելի ու շրջանառելի ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի: Արժեթղթավորումը ներառում է ակտիվների խմբավորումը և

դրանց նկատմամբ իրավունքների վաճառքը ներդրողներին:

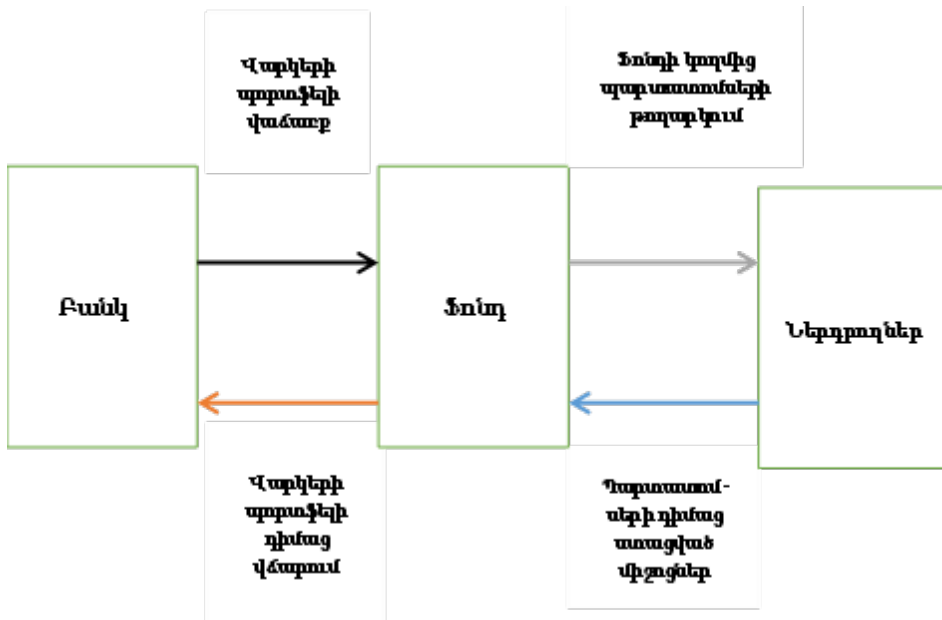
Ֆինանսական ինստիտուտները արժեթղթավորում են ակտիվները կապիտալի շուկայից ֆինանսավորում ներգրավելու, ինչպես նաև կապիտալի պահանջը նվազեցնելու համար: Արժեթղթավորումը կարող է կատարելագործել իրացվելիությունը, ինչպես նաև ակտիվների խմբի շուկայական գնահատումը:

Ներդրողների տեսանկյունից արժեթղթավորումը և հատկապես կառուցվածքային ֆինանսավորումը առաջարկում են ներդրման լայն հնարավորություններ նոր ռիսկայնության գործիքներում՝ ստանձնելու իրենց պահանջներն առավելագույնս բավարարող ռիսկեր և ունենալու ավելի լավ իրացվելիություն:

Արժեթղթավորումը մի գործընթաց է, որով ոչ իրացվելի ակտիվները դառնում են իրացվելի ակտիվներ՝ արժեթղթերի վերածելու գործընթացի միջոցով: Այն իրականացվում է ակտիվների խմբավորմամբ և դրանց ապահովությամբ թողարկված իրավունքների (արժեթղթերի) վաճառքով:

Գծապատկեր 1-ում տրված է դասական արժեթղթավորման սխեմատիկ նկարագրությունը:

Գծապատկեր 1



- ա) Տիպիկ արժեթղթավորման ակտիվներ են՝
- ✓ հիպոտեկային վարկեր,
 - ✓ վարկային քարտերի պարտքեր,
 - ✓ ավտովարկեր,
 - ✓ ուսման վարկեր,

- ✓ ապագա հոսքեր (ընկերությունների ստանալիքներ):
- բ) Արժեթղթավորման գործընթացի մասնակիցներ են՝
- ✓ թողարկողներ (special purpose vehicle/ SPV, ՀՀ դեպքում՝ ֆոնդեր),
- ✓ վաճառող,
- ✓ սպասարկող,
- ✓ կառավարիչ (trustee, ադմինիստրատոր),
- ✓ տեղաբաշխող,
- ✓ վարկային գրավչություն տրամադրող,
- ✓ ներդրողներ:

գ) Արժեթղթավորման գործընթացը իրականացվում է հետևյալ հաջորդականությամբ՝

1. SPV/ֆոնդի հիմնում և ակտիվների վաճառք SPV/ֆոնդին,
2. ներդրումային բանկի ներգրավում,
3. աշխատանք վարկանշող գործակալության հետ,
4. վարկանշողի կողմի համախմբի, նախաձեռնողի ուսումնասիրություն,
5. վարկային գրավչության որոշում,
6. արժեթղթերի տեղաբաշխում:

դ) SPV/ֆոնդի դերը գործընթացում, ապահովում է՝

- հետադարձ պահանջի խուսափում,
- նախաձեռնողի՝ սնանկությունից զերծ կառուցվածքային միավոր:

Այն ավելի շատ գործընթացի իրավական միավոր է, քան ակտիվ մասնակից:

Արժեթղթավորումը իրականացվում է 3 փուլով:

1. Վարկերի (հիպոտեկային վարկերի) խմբավորում և փոխանցիկ (pass-through) արժեթղթերի թողարկում:

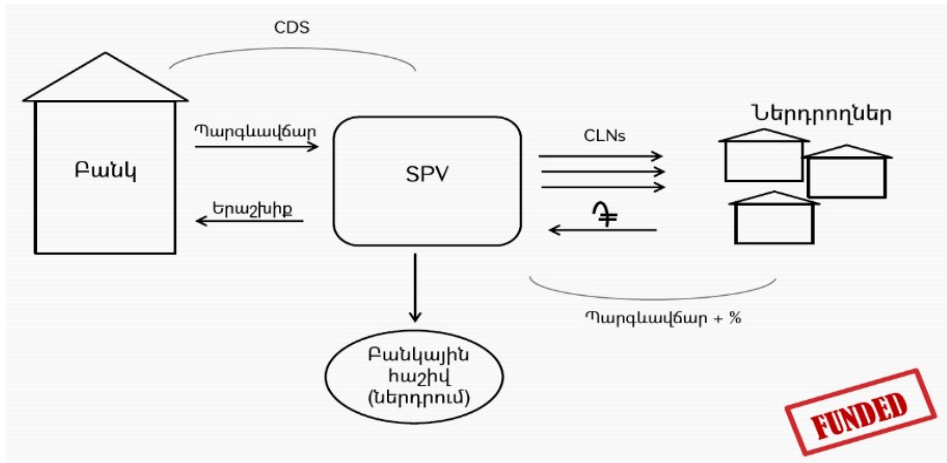
2. Դրամական հոսքերի և վարկային ռիսկերի տարբերակում տարբեր ներդրողների համար նախատեսված տրանշների՝ CDO-ի միջոցով:

3. Նորարարություններ արժեթղթավորման մեջ, synthetic (առանց ֆինանսավորման) արժեթղթավորման պրոդուկտների առաջարկ:

Արժեթղթավորման կարևորագույն մասը վարկային ռիսկի փոխանցումն է հատուկ նպատակով ստեղծված ընկերությանը՝ արժեթղթավորման հիմնադրամ/ֆոնդ (Special purpose vehicle), որը իրականացվում է 2 եղանակով.

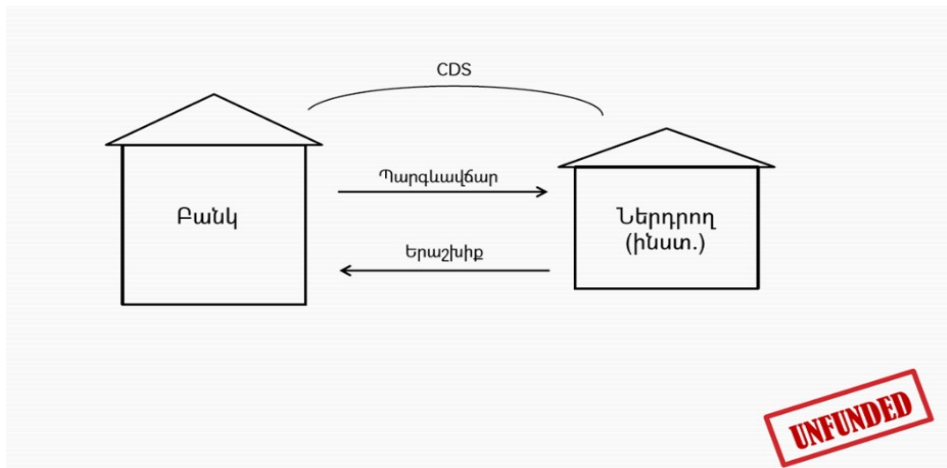
1. Ֆինանսավորվող (funded) արժեթղթավորում, որը ենթադրում է հիմքում ընկած ակտիվների փոխանցում ֆոնդին, որն էլ թողարկում է արժեթղթեր՝ ապահովված այդ ակտիվներից ստացվելիք դրամական հոսքերով:

Գծապատկեր 2



2. Մինթետիկ (Synthetic) արժեթղթավորում (unfunded), որի ժամանակ CDS (credit default swap)-ները օգտագործվում են միայն վարկային ռիսկը ֆոնդին փոխանցելու համար¹:

Գծապատկեր 3



Նախաձեռնողը (Originator) վաճառում է իր պորտֆելի մի մասը ֆոնդին: Ֆոնդը թողարկում է արժեթղթերը, որոնք օգտագործվում են ֆինանսավորելու համար ակտիվների ձեռքբերումը:

True sale գործարքի հիմնական բնութագրիչներից է այն, որ նախաձեռնողը փոխանցում է բոլոր պարտավորությունները, իսկ վարկանշային գործակալությունները գնահատում են արժեթղթավորվող վարկերի պորտֆելը՝ անկախ նախաձեռնողի վճարունակությունից:

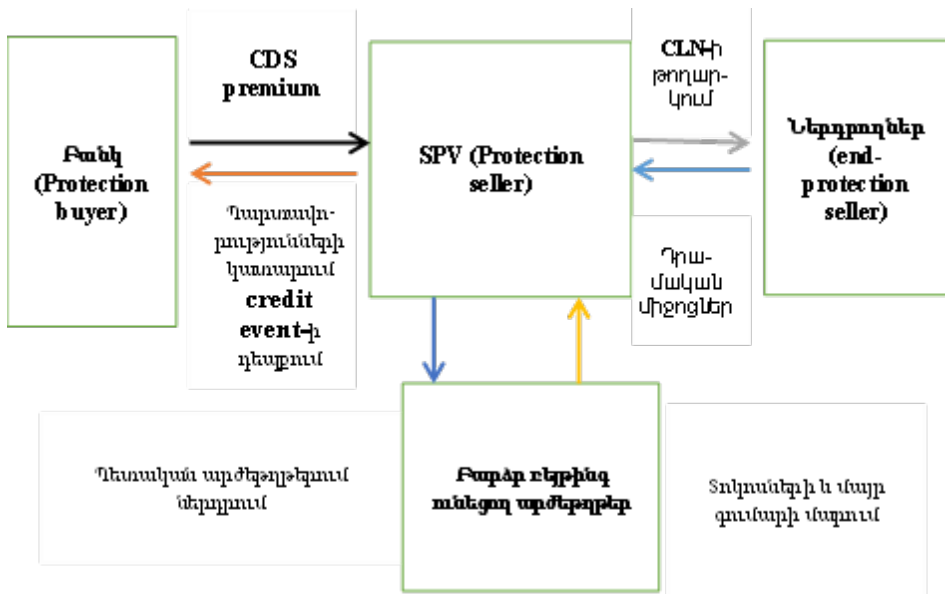
Նման տարանջատումը մի շարք օգուտներ է բերում. մասնավորապես՝ արժեթղթավորումը համարվում է ապահովված փոխառության տեսակ, վարկային ռիսկը հիմնված է ակտիվների խմբի որակի վրա և

¹ Տե՛ս <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD394.pdf>

ոչ թե նախաձեռնողի վիճակի: Նախաձեռնողի սնանկանալու դեպքում առանձնացված ակտիվները հասանելի չեն այլ ներդրողների կամ պարտատերերի: Ակտիվների խմբի վարկային ռիսկը սովորաբար ավելի ցածր է, քան նախաձեռնողինը, ինչն էլ հնարավորություն է ընձեռում վերջինիս էժան ֆինանսավորում ներգրավելու:

Funded securitization-ի հիմնական առավելություններից են՝ կապիտալի պահանջի նվազեցումը, ֆինանսավորման ծախսերի նվազեցումը, ռիսկերի դիվերսիֆիկացումը: Թերություններից կարելի է նշել բանկի և իր հաճախորդի միջև հարաբերությունների վատթարանալը: Հարկ է նշել, որ սինթետիկ արժեթղթավորման ժամանակ այդ խնդիրը լուծվում է:

Գծապատկեր 4

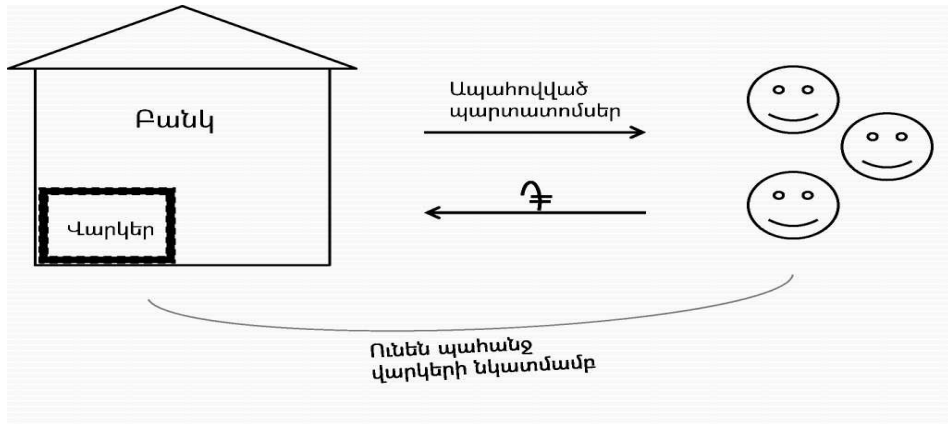


Սինթետիկ (Synthetic) արժեթղթավորման դեպքում բանկը պահում է ակտիվները իր հաշվեկշռում, բայց փոխանցում է դրանց հետ կապված վարկային ռիսկը ֆոնդին CDS-ի միջոցով: Ֆոնդը թողարկում է CLN (Credit-Linked Note), որը ընդգրկում է CDS-ի գծով անվճարունակության ռիսկը: Ֆոնդը ներդնում է CLN-ի գծով ստացված միջոցները բարձր վարկանիշ ունեցող արժեթղթերում: Ստանալով այդ արժեթղթերի գծով վճարումները, ինչպես նաև CDS-ի գծով պարգևավճարը՝ ֆոնդը դրանք օգտագործում է CLN-ի գծով վճարումները կատարելու համար:

Ապահովված հիպոտեկային պարտատոմսերը (Covered bond) դրանք թողարկող ֆինանսական կազմակերպության հանդեպ ամբողջական պահանջ պարունակող պարտքային գործիքներ են, որոնք ապահովված են համապատասխան ակտիվներով և մնում են թողարկո-

դի հաշվեկշռում²: Ակտիվները, որոնք դրվում են այս պարտատոմսերը ապահովելու համար, սնանկության դեպքում առանձնացվում են թողարկողի այլ ակտիվներից: Ապահովման միջոցներ են առևտային և ֆիզիկական անձանց տրված հիպոտեկային վարկերը³:

Գծապատկեր 5



Ապահովված հիպոտեկային պարտատոմսերի (Covered bond) և ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի, որոնց ակտիվների խումբը կազմված է հիպոտեկներով (Residential mortgage-backed securities), հիմնական տարբերություններն են՝

- ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվները մնում են թողարկողի հաշվեկշռում, իսկ վարկային և վաղաժամկետ մարման ռիսկերը մնում են բանկում,

- ներդրողները թողարկողի հանդեպ ունեն ամբողջական պահանջի իրավունք, թողարկված բոլոր պարտատոմսերը մեկ դասի են, միակ պահանջը վարկային գրավչության բարձրացման համար (credit enhancemen) հավելյալ գրավի պահանջն է:

Առհասարակ ՀՀ-ում ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի գծով նախաձեռնողի կամ վաճառողի, ինչպես նաև այլ անձանց կողմից կարող են տրամադրվել վարկային գրավչության հետևյալ միջոցները⁴:

- ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի գծով շուկայական պայմաններով վճարման պարտավորությունը կատարելու երաշխիքներ,

- ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մայր գումարի և (կամ) տոկոսների վճարումների գծով տրվող ժամանակավոր իրացվելիության երաշխիքներ, որոնց գումարը չի կարող հավասար լինել կամ գերազանցել 1-ին կետում նշված երաշխիքների գումարը,

² Տե՛ս <http://vinodkothari.com/wp-content/uploads/Introduction-to-Covered-Bonds-by-Vinod-Kothari.pdf>

³ Տե՛ս <http://store.ectap.ro/articole/1035.pdf>

⁴ Տե՛ս «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենք, հոդված 31:

- վիճանային թողարկման մեջ ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի՝ ամենաստորին դասի ձեռքբերում,
- ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի գծով վճարումների համար պահուստի ստեղծում մնացորդային արժեքի հիման վրա,
- արժեթղթավորման հիմնադրամին/ֆոնդին ակտիվների գնահատված արժեքից ավելի ցածր գնով ակտիվների վաճառք՝ հետագայում նախատեսելով այդ տարբերության վերադարձը նախաձեռնողին, վաճառողին կամ մնացորդային արժեքում ներդրողին,
- ակտիվների ապահովագրություն:
- Թողարկողի տեսանկյունից առավելություններն են՝
- էժան ֆինանսավորումը՝ առանց ապահովության պարտավորությունների համեմատ,
- ապահովման միջոց համարվող ակտիվների տրամադրման և սպասարկման բարձր որակը:
- Նախաձեռնողի տեսանկյունից առավելություններն են՝
- վերաֆինանսավորում, իրացվելիություն,
- ֆինանսական աղբյուրների դիվերսիֆիկացիա,
- ֆինանսական ցուցանիշների բարելավում, հաշվեկշռային օգուտներ,
- ռիսկերի փոխանցում (բանկի նորմատիվային պահանջների մեղմացում),
- բարձր վարանիշով արժեթղթերի թողարկում,
- էժան ֆինանսավորման ներգրավում:

Արժեթղթավորման գործընթացում կան հիմնական մի քանի գործիքներ, որոնք կարող են օգտագործվել կապիտալի շուկա մուտք գործելու համար:

➤ *Ամբողջական վարկի վաճառք:*

Թեև սա արժեթուղթ չէ, սակայն ամբողջական վարկի վաճառքը կարող է շատ կարևոր եղանակ լինել առաջնային վարկատուների համար ֆինանսական ռեսուրսներն ավելացնելու և ռիսկերը կառավարելու տեսանկյունից: Ամբողջական վարկի վաճառքը ներառում է հիպոտեկային վարկերի վաճառք այլ վարկատուներին և ներդրողներին ինչպես առանձին, այնպես էլ փուլերով: Այն ենթադրում է հիպոտեկային պարտավորության ամբողջական վաճառք, այլ ոչ թե հիպոտեկային վարկերի փաթեթի մասնակցության վաճառք, ինչպես դասական արժեթղթավորման դեպքում:

➤ *Գործակալական պարտատոմսեր (կամ corporate bonds):*

Պարտատոմսեր են, որոնք թողարկվում են երկրորդային մակարդակում (այսինքն՝ ոչ վարկի ստեղծման մակարդակում) հիպոտեկային ֆինանսավորման մեջ մասնագիտացած գործակալությունների կողմից: Թողարկողները ներառում են նաև liquidity facility-ները, որոնք

վերաֆինասավորում են առաջնային շուկայի վարկատուներին: Նրանց պարտատոմսերը հատուկ կերպով ապահովված չեն հիպոտեկային վարկերով, սակայն թողարկողների ակտիվները գրեթե ամբողջությամբ հիպոտեկով ապահովված վարկեր են:

➤ *Հիպոտեկային պարտատոմսեր (կամ covered bonds):*

Այս պարտատոմսերը նույնպես թողարկողի պարտավորություններն են, սակայն թողարկվում են կոնկրետ հիպոտեկային պորտֆելի ապահովությամբ: Թողարկողի սնանկության դեպքում ներդրողները ապահովվածության միջոցների նկատմամբ առաջնային պահանջի իրավունք ունեն: Որպես կանոն՝ մարման և պարբերական վճարումների ժամկետները սահմանվում են նախապես. սկզբնական ժամանակահատվածում վճարվում են միայն տոկոսները, այնուհետև՝ ժամկետի ավարտին, մարվում է հիմնական պարտքը: Ընդ որում՝ պարտատոմսերի դիմաց վճարումներն ուղղակիորեն կապված չեն հիպոտեկային վարկերի դիմաց վճարումների հետ: Թողարկողը կարող է լինել մասնագիտացած հիպոտեկային բանկ, վարկային կազմակերպություն կամ մեկ կենտրոնացված թողարկող:

➤ *Հիպոտեկային միջանցիկ արժեթղթեր (Mortgage Pass-through Securities):*

Արժեթղթեր են, որոնք թողարկվում են հատուկ ապահովվածության միջոցների փաթեթի առկայության դեպքում և փաթեթի դրամական հոսքերի մուտքերի ու ելքերի հավասարակշռությունն ապահովելու պայմանով: Արժեթղթերի հաշվեկշիռը մշտապես հավասար է փաթեթում առկա հիպոտեկային վարկերի գումարին, և փոխառուներից ստացվող դրամական միջոցներն անցնում են ներդրողներին որոշ ժամանակ անց՝ սպասարկման և երաշխավորության վճարների չափով նվազեցնելուց հետո: Այս արժեթղթերը իրականում թողարկողի պարտավորությունները չեն և կարող են թողարկվել վարկատուների կամ հատուկ միջնորդ ինստիտուտների կողմից:

➤ *Հիպոտեկային վճարանցիկ (Pay-through) արժեթղթեր:*

Կառուցվածքային արժեթղթեր են, որոնք թողարկվում են ապահովություն հանդիսացող ակտիվների փաթեթի հիման վրա: Կարող են լինել փակ տիպի, որտեղ ապահովություն հանդիսացող ակտիվների փաթեթը հաստատուն է, և արժեթղթերը թողարկվում են դրա սահմաններում, և բաց տիպի, որտեղ ապահովություն հանդիսացող փաթեթը և արժեթղթերը կարող են ժամանակի ընթացքում ավելացվել: Այս դեպքում հիպոտեկային վարկերի գծով դրամական ներհոսքերը կապվում են արժեթղթերի դիմաց վճարումների հետ, բայց, ի տարբերություն փոխանցիկ (Pass-through) տիպի արժեթղթերի, վճարումների ժամկետները և գումարները կարող են չհամընկնել (օր.՝ վարկերի դիմաց ամենամսյա վճարումները կարող են կուտակվել և կիսամյակային կտրվածքով վճարվել արժեթղթերի դիմաց): Հիպոտեկային արժեթղթերի թողարկում-

ների մեծ մասը զարգացած և զարգացող շուկաներում հենց այս արժեթղթերն են:

ՀՀ-ում կառուցվածքային ֆինանսավորումը կարգավորվում է «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» և «Ապահովված հիպոտեկային պարտատոմսերի մասին» ՀՀ օրենքներով:

2021 թվականի դրությամբ ՀՀ -ում իրականացվել են թողարկումներ երկու մոդելներով գործող օրենսդրական կարգավորումների շրջանակներում:

Ամփոփելով կառուցվածքային ֆինանսավորման գործընթացի նկարագիրը, կարող ենք արձանագրել, որ ունենալով տեսակների բազմազանության ճկուն համակարգ, ինչպես նաև համարելով արժեթղթավորումը ֆինանսական համակարգում ստեղծված լավագույն իրավական մեխանիզմներից մեկը՝ այդուհանդերձ ժամանակակից մարտահրավերների շրջանակներում կարգավորող մարմինների առջև ծառանում են նոր խնդիրներ՝ պահանջելով կարգավորման գրագետ ու ճկուն լուծումներ: Համակարգի հիմնական ռիսկերն ու կարգավորման մարտահրավերներն են՝

- ✓ շահերի բախումը,
- ✓ բանկերի վարկավորման ստանդարտների թուլացումը,
- ✓ «ծաղկաքաղ» vs «աղբի» վաճառքը,
- ✓ ոչ թափանցիկ/բարդ գործիքները, որոնք կկանգնեցնեն ռիսկերը գնահատելու անհնարինության առջև:

Միևնույն ժամանակ կարգավորման մոտեցումներն աշխարհում անընդհատ նորացվում են: Ներկայացնենք դրանցից մի քանիսը:

➤ Վարկանիշների վրա գերհիմնվածության թուլացում, ռիսկերի գնահատման ներքին մեթոդների նախապատվություն:

➤ Բանկերի համար պահանջների խստացում (ռիսկի կշիռներ, due diligence պահանջներ և այլն):

- Արժեթղթավորման սխեմաների թափանցիկություն:
- Վարկանիշային գործակալությունների կարգավորման խստացում:

➤ Շահերի համաձայնեցում - ռիսկի պահպանման պահանջներ:

➤ Պարզ-ստանդարտ-թափանցիկ սխեմաների խթանում:

Ամփոփ ներկայացնենք ավանդական և սինթետիկ արժեթղթավորումների նմանություններն ու տարբերությունները (տե՛ս աղյուսակ 1):

ԱՎԱՆԴԱԿԱՆ

ՄԻՆԹԵՏԻԿ

Ակտիվների վաճառքը	Այո	Ոչ
Նպատակը (բանկ)	Կապիտալի ներգրավում	Վարկային ռիսկի հեջավորում, կապիտալի կառավարում
SPV առկայությունը	Առկա է	Պարտադիր չէ
Ակտիվների սեփականությունը	SPV	Նախաձեռնող բանկ
Տիպիկ ակտիվները	Հիպոտեկ, վարկային քարտ, ավտովարկ, սպառ., ուսանողական վարկեր	Կորպորատիվ պարտքեր, առևտրի ֆինանսավորում
Ներդրողի եկամուտը	Կախված է հիմքում ընկած ակտիվի հոսքերից	Կախված է սահմանված ռիսկի պարզևավճարից
Տոկոսադրույքի ռիսկ	Հեջավորվում է առանձին	Կիրառելի չէ
Արտարժույթային ռիսկ	Հեջավորվում է առանձին	Կիրառելի չէ
Ստորադաս տրանշ	Նախաձեռնողի մոտ	Ներդրողի մոտ

«Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքի շրջանակում իրականացվել է մեկ թողարկում «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ I-ի» կողմից, մասնավորապես՝ կազմակերպություններից Հիմնադրամի ձեռք բերած գյուղատնտեսական, սպառողական և ՓՄՁ վարկեր: ՀՀ դրամով արտահայտված վարկերի ընդհանուր ծավալը կազմել է 495,877,137.50 ՀՀ դրամ (271 հատ վարկ), իսկ ԱՄՆ դոլարով արտահայտված վարկերի համար՝ 1,258,974.99 ԱՄՆ դոլար է (298 հատ վարկ):

«Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ I» ՓԲԸ-ն 2015 թվականի դեկտեմբերի 17-ին թողարկել և տեղաբաշխել է՝ 11.328 հատ՝ 100 ԱՄՆ դոլար անվանական արժեքով, 36 ամիս շրջանառելիության ժամկետով, 8,5% արժեկտրոնի տարեկան անվանական տոկոսադրույքով, արժեկտրոնի եռամսյակային վճարմամբ, մասնակի մարումներով և 44.626 հատ՝ 10.000 ՀՀ դրամ անվանական արժեքով, 36 ամիս շրջանառելիության ժամկետով, 15% արժեկտրոնի տարեկան անվանական տոկոսադրույքով, արժեկտրոնի եռամսյակային վճարմամբ, մասնակի մարումներով պարտատոմսեր:

«Ապահովված հիպոտեկային պարտատոմսերի մասին» ՀՀ օրենքի շրջանակում «Առաջին հիփոթեքային ընկերություն» ՈԻՎԿ-ն թողարկել և տեղաբաշխել է՝

➤ 2017 թվականի նոյեմբերի 27-ին՝ 500,000 ԱՄՆ դոլար և 100,000,000 ՀՀ դրամ ծավալով ապահովված հիպոտեկային պարտատոմսեր:

➤ 2020 թվականի հունիսի 17-ին՝ 100,000,000 ՀՀ դրամ և 800,000 ԱՄՆ դոլար ծավալով ապահովված հիպոտեկային պարտատոմսեր:

ЛУСИНЕ МИНАСЯН – *Секьюритизация и структурированное финансирование в РА.* – Содержание понятий «Секьюритизация» и как происходит структурированное финансирование в процессе секьюритизации. Банк, выдававший кредиты на приобретение недвижимости, объединял их в пул ипотек, который продавался спещорлицу, которое осуществляло эмиссию облигаций. Денежные потоки по кредиту являлись источником выплаты купонов по облигациям и их последующего погашения. Денежный поток по пулу, особенно по ипотеке, сам по себе является достаточно стабильным. Если заемщик не способен расплатиться по ипотечному кредиту, то его недвижимость продается в соответствии с установленной процедурой и владелец закладной получает денежные средства. Структурное финансирование в РА регулируется Законами РА «О секьюритизации активов» и «Законами об ипотечных облигациях с обеспечением». По состоянию на 2021 год в Республике Армения в рамках действующих законодательных норм реализованы несколько выпусков по двум моделям. Обобщая процесс структурированного финансирования, имея гибкую систему разнообразия, а также считая секьюритизацию одним из лучших правовых механизмов в финансовой системе, однако, надо сказать, что ввиду современных вызовов перед регуляторами встают новые задачи, требующие грамотного и гибкого регулирования.

Ключевые слова: *фонды секьюритизации, фонды, управляющий фондом, группа активов, секьюритизация, ипотечные облигации, инвестор, доход*

LUSINE MINASYAN – *Securitization and Structured Finance in the RA.* – Why it Matters? How it works? Securitization of financing transactions in which companies sell rights to payment under mortgage, loans, accounts receivable, lease rentals, or other types of income-producing, financial assets to a trust or other special-purpose vehicle (an “SPV” sometimes interchangeably called a special-purpose entity or SPE). The goal is to separate these assets from the risks generally associated with the company. The company then can use these assets to raise funds in the capital markets at a lower cost than if the company, with its associated risks, had borrowed the funds. Structured finance in the RA is regulated by the Laws of the RA “On Asset Securitization” and “Laws on Secured Mortgage Bonds”. As of 2021, in the RA, within the framework of the current legislative norms, several releases have been implemented according to two models. Considering securitization as one of the best legal mechanisms in the financial system, however in the face of current challenges, regulators face new challenges that require legal regulation.

Key words: *securitization funds, SPV, funds, fund manager, group of assets, securitization, mortgage bonds, investor, income*