

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ОРГАНИЗАЦИИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ В ПОСТКРИЗИСНЫЙ ПЕРИОД

НЕКРАСОВА ИННА ВЛАДИМИРОВНА,

*доцент кафедры «Финансы и кредит»,
Южный федеральный университет,
e-mail: nekrasova@mail.ru*

МИХАЙЛОВ АНДРЕЙ АНАТОЛЬЕВИЧ,

*студент 5 курса специальности 080105
«Финансы и кредит»,
Южный федеральный университет,
e-mail: andrey.m04@gmail.com*

В статье анализируется рынок ипотечного кредитования в посткризисный период. Рассматриваются вопросы поиска денежных средств для организации ипотечного кредитования. Рассматривается создание специализированного ипотечного агентства.

Ключевые слова: *ипотечное кредитование; секьюритизация; вторичный рынок; ипотечные ценные бумаги; ипотечный агент; фондирование.*

The article examines the mortgage market after the crisis. The problem of money resources is coming out for the market of mortgage credit. Creation of specialized mortgage agency is coming out.

Keywords: *mortgage lending; securitization; secondary market; mortgage-backed securities; mortgage agent; funding.*

Коды классификатора JEL: *G21.*

Ипотечное кредитование в 2010 г. устойчиво восстанавливалось: по итогам года выдано более 300 тысяч ипотечных кредитов на сумму около 380 млрд руб., что почти в 2,5 раза больше уровня 2009 г., количество выданных кредитов выросло более чем в 2,3 раза. Объем выданных ипотечных кредитов, как видно на графике (млрд руб./квартал)¹ (см. рис. 1), после кризисного года растет и уже достигает по объему докризисный период. В 2011 г. прогнозируется такой же бурный рост ипотечного кредитования, что в свою очередь приведет к критическому недостатку собственных средств у банков. Это связано с особенностью фондирования собственных ресурсов.

Многие эксперты утверждают, что рынок ипотечного кредитования станет драйвером роста банковского сектора. Оживившийся рынок заставил многие банки разморозить свои ипотечные программы. На рынок выходят новые игроки. В борьбе за потребителя банки устроили гонку по снижению процентной ставки, активно создают специальные ипотечные программы. Средние ставки по ипотечным кредитам за 2010–2011 гг. упали с 19,69% до 11% годовых в рублях. Один из крупнейших банков, Сбербанк, предложил новую ипотечную программу «8–8–8». 8-летний рублевый кредит на покупку жилья по ставке 8%

¹ См.: Официальный сайт Агентства по ипотечному жилищному кредитованию.

годовых банк обещает выдать за 8 рабочих дней, что является самым выгодным предложением на рынке.



Рис. 1. Динамика выданных ипотечных кредитов

Основная проблема финансирования и рефинансирования ипотечного кредитования сводится к недостатку долгосрочных финансовых ресурсов и их стоимости у кредитных организаций. Финансовые источники ипотечного кредитования можно разделить на две основные группы: классические источники фондирования активных операций кредитной организации и финансовые средства институциональных инвесторов.

Традиционными источниками финансовых ресурсов для ипотечного кредитования служат: собственные средства кредитных организаций, заемные средства, привлекаемые на основе субординированных кредитов, депозиты физических и юридических лиц, вексельное и корпоративное облигационное финансирование. Однако при слабой капитализации банковских институтов необходимым условием привлечения дополнительных долгосрочных ресурсов становится эффективное использование прав требований по ипотечным договорам.

Согласно Закону Российской Федерации «Об ипотечных ценных бумагах», использовать права требования по кредитам можно двумя основными способами: в качестве залогового обеспечения (ипотечное покрытие облигаций) или путем секьюритизации в ценные бумаги (ипотечные сертификаты участия или инвестиционные паи), которые в свою очередь могут быть выпущены на вторичный рынок для рефинансирования и диверсификации ипотечных кредитов.

В отличие от стран Запада на российском рынке сделки секьюритизации все еще достаточно редки. Российские банки редко прибегают к секьюритизации своих ипотечных кредитов, это происходит в силу объективных причин: отсутствия в российском законодательстве нормативных актов, позволяющих эффективно проводить локальную секьюритизацию, и инвесторов, готовых инвестировать в ипотечные ценные бумаги среди российских корпораций. Общеизвестно, что секьюритизация является универсальным средством привлечения инвестиций с помощью ценных бумаг.

Создание и совершенствование организации секьюритизации ипотечных кредитов в условиях рыночных преобразований стало одним из приоритетным на-

правлений социально-экономического развития России в посткризисный период. Сравнительный анализ российского и зарубежного опыта помогает выявить конкретные недостатки российской системы секьюритизации².

В этой связи особое значение имеет мировой опыт, следует иметь представление о том, какие схемы секьюритизации используются за рубежом. Если в России подобные механизмы только создаются, то в других странах уже много лет существуют различные модели привлечения инвестиций на рынок жилищной ипотеки посредством ипотечных ценных бумаг.

В классическом варианте, секьюритизация предполагает выбор, выделение и передачу определенных активов (как правило, существующих или будущих прав требований), имеющихся у инициатора секьюритизации, новой специально создаваемой организации, которая в дальнейшем выпускает ценные бумаги, обеспеченные данными активами, для размещения среди широкого круга инвесторов.

Секьюритизацию подразделяют на внебалансовую («*asset-backed*»), что означает продажу портфеля активов специализированной структуре, которая финансирует приобретение активов при помощи выпуска долговых инструментов, и балансовую («*pfandbrief-stile*»). Балансовая секьюритизация заключается в выпуске ценных бумаг, обеспеченных активами, которые остаются на балансе эмитента. Одновременно банк выпускает облигации, которые гарантируют первоочередное право требования держателя на вышеуказанные активы в случае банкротства эмитента.

Этим разновидностям секьюритизации соответствуют два типа ипотечных ценных бумаг — бумаги американского типа (*Mortgage Backed Securities — MBS*) и ипотечные облигации европейского типа, под которыми зачастую подразумеваются немецкие ипотечные облигации пфандбриф (*Pfandbriefe*).

Если сравнивать англо-американские облигации, связанные с ипотекой, и германские (европейские), то основные отличия заключаются в том, что пфандбрифы выпускаются первичным кредитором (а не специальной организацией, как англо-американские облигации) и ипотечные ссуды остаются на балансе банка-эмитента пфандбрифов (а не списываются с баланса первичного кредитора). Отличаются и сами системы государственного регулирования, контроля и степени государственного участия на рынке ипотечного кредитования. К наиболее существенным отличиям относятся следующие моменты. *Во-первых*, высокий кредитный рейтинг Pfandbriefe достигается, в том числе, за счет законодательно урегулированного жесткого государственного контроля за эмитентами — кредитными учреждениями. В США эта задача решена за счет государственной гарантии инвесторам *MBS*, а также ряда льгот и привилегий основным эмитентам *MBS*. *Во-вторых*, риск досрочного погашения при выпуске облигаций Pfandbriefe несет банк-эмитент, а при выпуске *MBS* этот риск ложится на инвестора. Риск досрочного погашения означает, что при определенных условиях заемщик возвратит кредит раньше срока, при этом кредитор недополучит часть процентных платежей, на которые он рассчитывал. *В-третьих*, принципиальным различием между рассмотренными видами ценных бумаг является распределение риска между эмитентом и инвестором. Если по ипотечным облигациям банк-эмитент несет ответственность за выплату номинальной стоимости и процентов по облигации, то в схеме выпуска *MBS* эмитент (*SPV*) не несет перед инвесторами такой ответственности и риск ложится целиком на инвестора. Однако и доход по этим двум видам ценных бумаг распределяется по-разному: по облигациям он начисляется в виде процента и фиксирован (бывают облигации с плавающим процен-

² См.: Стратегия развития ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации до 2030 года.

том), а по *MBS* инвестор получает все платежи, выплачиваемые заемщиками по кредитам, составляющим пул, за минусом вознаграждения банку за обслуживание кредита и *SPV* за посреднические функции.

В большинстве стран Запада параллельно сосуществуют и ипотечные облигации, и *MBS*. Это связано с тем, что ни одну из двух моделей нельзя назвать лучшей, подходящей для всех случаев и отвечающей интересам всех инвесторов и эмитентов, поскольку у каждой есть свои преимущества и недостатки.

Рассмотрим особенности формирования источников финансирования и рефинансирования при ипотечном кредитовании в России.

Финансовые средства институциональных инвесторов могут привлекаться с использованием инструментов рефинансирования ипотечных кредитов. К таким инвесторам можно отнести государственные и негосударственные финансовые институты, которым необходимо размещать денежные средства на длительный срок, в частности, государственные и негосударственные пенсионные и страховые фонды, стабилизационный фонд, паевые инвестиционные фонды, а также агентство по ипотечному жилищному кредитованию в новой для себя роли — приобретателя долгосрочных выпусков ипотечных ценных бумаг.

Как свидетельствует опыт развитых стран, без активной позиции государства запуск системы ипотечного кредитования практически невозможен. Банкам экономически невыгодно самостоятельно формировать инфраструктуру по рефинансированию ипотечных кредитов при отсутствии достаточно больших объемов кредитования. Но без инфраструктуры ипотека не заработает. Ее на начальном этапе должно создать и поддерживать государство.

Стимулом к развитию системы ипотечного кредитования стало создание федерального ипотечного агентства АИЖК в 1997 г., как специализированного института по рефинансированию первичных кредиторов. Это позволило ряду банков обеспечить на постоянной основе приток долгосрочного капитала на выгодных для всех участников условиях и эффективное его использование на основе единых, надежных и безопасных стандартов выдачи, сопровождения и рефинансирования ипотечных кредитов. Ипотечное агентство было создано в форме ОАО со 100%-ным участием федеральных органов государственной власти в уставном капитале. Государство финансово поддерживает ОАО и всецело контролирует его. С помощью государственного участия и гарантий поддерживается достаточно высокий рейтинг облигаций, который, очевидно, не может превышать собственный рейтинг эмитента.

Юридические предпосылки для появления на российском финансовом рынке ипотечных ценных бумаг возникли в связи со вступлением в силу Федерального закона от 11.11.2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»³. Тем не менее, констатировать зарождение российского рынка ипотечных ценных бумаг можно только спустя три года: в 2006 г. ОАО «Специализированная ипотечная организация ГПБ-Ипотека» провело в Федеральной службе по финансовым рынкам регистрацию проспекта ипотечных ценных бумаг и разместило их на внутреннем рынке.

Согласно законодательству возможен выпуск двух видов ипотечных ценных бумаг. Первой из них является облигация с ипотечным покрытием — это облигации, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом ипотечного покрытия. Процесс выпуска ипотечных облигаций банками регулируется специаль-

³ См.: Федеральный закон Российской Федерации от 11 ноября 2003 г. N 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

ными законами и контролируется органами банковского надзора, а деятельность самих банков ограничена узким перечнем низкорискованных операций. Являясь эмиссионными ценными бумагами, ипотечные облигации подлежат регистрации в Федеральной службе по финансовым рынкам. При выпуске «классических» облигаций особенность состоит в том, что весь риск ложится на кредитующий банк. При выпуске «амортизируемых» облигаций риск предоплаты несет уже не кредитная организация, а непосредственно инвестор.

При выпуске облигаций банка с ипотечным покрытием риск предоплаты несет также непосредственно инвестор. Особенность этой схемы состоит в том, что возникают дополнительные возможности, связанные:

- с уточнением определения ипотечного покрытия (раздельное регулирование требований по основному долгу и процентам);
- изменением требований к страхованию объекта земли или недвижимости;
- исключением требования по страхованию жизни заемщика;
- распоряжением ипотечным покрытием.

В том случае, когда используется механизм передачи прав требования по первичному ипотечному кредиту третьему лицу — специальному ипотечному агенту, риск предоплаты несет ипотечный агент.

Второй вид ипотечных ценных бумаг — ипотечный сертификат участия. Это именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, а также право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на денежные средства, полученные во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, а также иные права, предусмотренные Законом об ИЦБ. Здесь подразумевается специальное уточнение прав доверительного управления ипотечным покрытием — через выпуск сертификатов участия.

Структура сертификатов участия построена на российской концепции доверительного управления, которая в отличие от концепции доверительной собственности (траста) по общему праву не влечет перехода прав собственности на передаваемое в доверительное управление имущество. Одновременно с приобретением сертификатов участия их владельцы приобретают долю в праве общей собственности на ипотечное покрытие и автоматически заключают договор доверительного управления с эмитентом, выступающим в роли доверительного управляющего ипотечным покрытием. Управляющий лишь управляет ипотечным покрытием, право собственности на которое принадлежит совместно держателям сертификатов участия. Ипотечные сертификаты участия являются именными ценными бумагами и могут выпускаться только в бездокументарной форме. Здесь подразумевается специальное уточнение прав доверительного управления ипотечным покрытием — через выпуск сертификатов участия. Ипотечный сертификат участия не является эмиссионной ценной бумагой и, следовательно, не подлежит регистрации в Федеральной службе по финансовым рынкам⁴.

Банки, выпускающие ипотечные бонды (долгосрочные облигации), по российскому законодательству — это явное заимствование из германской системы. В ней ипотечные кредиты (длинные активы) остаются на балансе специализированного ипотечного банка, а для их рефинансирования он выпускает свои ипотечные бонды (длинные пассивы). При этом риски дефолтов и досрочных погашений банк берет на себя. Иными словами, он просто продает свои долговые обязательства и сообщает, что для их выполнения сформировал некоторое обеспечение. В этом

⁴ См.: Федеральный закон Российской Федерации 11.11.2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

случае кредитный рейтинг таких банковских обязательств равен кредитному рейтингу банка-эмитента. Как правило, немецкие ипотечные банки являются дочерними банками крупных универсальных банков, и это существенно повышает их кредитный рейтинг. В России же нет банков с высоким кредитным рейтингом — подавляющее большинство российских коммерческих банков имеют рейтинг ССС по версии кредитного агентства *Standard & Poors (S&P)*.

Если кредитный рейтинг ипотечных облигаций, выпущенных коммерческими банками, не будет превышать кредитного рейтинга банка-эмитента, то большинство западных институциональных инвесторов никогда не купят такие ценные бумаги просто потому, что им по уставу запрещено инвестировать в бумаги ниже инвестиционного уровня (*BBB в нотации S&P*). Российским институциональным инвесторам это не запрещено. Однако им невыгодно покупать ценные бумаги с таким низким кредитным рейтингом (*Резванова 2008*).

Кроме того, немецкая модель в российском законодательстве присутствует в деформированном виде. Крупные немецкие специализированные банки со значительным собственным капиталом формируют единое ипотечное покрытие, в качестве которого по факту выступают все ипотечные активы (кредиты) банка, а затем осуществляют эмиссию долгосрочных облигаций. Обратим внимание на две особенности данного механизма: а) законодательно предусматривается лишь «экономическое» условие превышения размера единого «ипотечного покрытия» над суммарным объемом всех выпусков ИЦБ (закладных листов, *Pfandbriefe*); б) оговаривается первоочередное право держателей ИЦБ в отношении ипотечного покрытия при банкротстве банка (не имеющее отношения к залогом как способу обеспечения). В Законе об ИЦБ данный вид облигаций описан крайне неудачно: нарушен основополагающий принцип единства ипотечного покрытия (в случае специализированного банка). В российском законе предложена модель, предполагающая разделение ипотечных активов банка-эмитента на несколько строго разграниченных ипотечных покрытий, к каждому из которых юридически жестко привязаны один или несколько выпусков облигаций с ипотечным покрытием. Такая «привязка» достигается за счет передачи ипотечного покрытия в залог владельцам облигаций. Подобный механизм «разделения» ипотечных активов, по сути, чужд содержанию банковского бизнеса, лишает банки-эмитенты гибкости управления активами и приводит к неоправданному дроблению банковского баланса (по активам и пассивам). На наш взгляд, указанные ошибки являются первопричиной длительной подготовки подзаконных актов Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), поскольку неудачное регулирование ипотечных облигаций банков чрезвычайно усложняет первый выпуск таких облигаций и согласование всех экономических условий. В результате отдельные положения подготовленных документов вызывают закономерные вопросы. В частности, представляется, что разрешение банкам-эмитентам не включать часть полученных при погашении ипотечных кредитов денежных средств в ипотечное покрытие является прямым нарушением требований закона.

Таким образом, применение немецкой системы на российской почве становится неоправданным. К тому же, появление в России класса специализированных ипотечных банков, являющихся потенциальными эмитентами ипотечных облигаций, экономически близких германским *Pfandbrief*, пока что не нашло адекватного отражения в банковском законодательстве.

По мере развития в России рынка ипотечного кредитования в качестве вспомогательных инструментов привлечения долгосрочных финансовых ресурсов можно

использовать неэмиссионные ценные бумаги — ипотечные сертификаты участия и инвестиционные паи.

В соответствии с Законом РФ об ипотечных ценных бумагах исключительное право эмиссии облигаций с ипотечным покрытием, как основного инструмента привлечения в систему долгосрочных финансовых ресурсов, признается за ипотечными агентами или кредитными организациями. Оценивая права и обязанности, сильные и слабые стороны ипотечного агента, следует отметить особенности, не позволяющие использовать его на постоянной основе в качестве эмитента ипотечных ценных бумаг, обеспеченных правами требований по ипотечным кредитам.

Ипотечный агент создается только в форме акционерного общества на определенное, указанное в его учредительных документах, количество выпусков ипотечных облигаций и подлежит ликвидации по исполнению обязательств по всем выпускам. Решение о ликвидации агента принимается голосованием на общем собрании акционеров, чем могут воспользоваться кредитные организации — учредители агента для переноса на него своих проблемных активов.

Учредителям ипотечных агентов придется нести дополнительные затраты, связанные с выполнением специализированными организациями функций единоличного исполнительного органа и ведения бухгалтерского учета, поскольку стоимость услуг таких компаний намного выше стоимости услуг наемных работников.

Минимальные требования к размеру собственных средств в сумме 10 тыс. руб. совершенно не адекватны профилю деятельности такого специализированного финансового института, как ипотечный агент, это противоречит сути ипотечного рынка и угрожает интересам инвесторов.

Что касается использования одного из банков, выдающих ипотечные кредиты, в качестве эмиссионного центра ипотечных ценных бумаг, то это целесообразно и возможно лишь на первом этапе создания и развития системы и только до определенной доли ипотечных кредитов в общем кредитном портфеле эмитента.

Создание специализированного ипотечного банка, призванного выполнять функции выдачи ипотечных кредитов, выкупа выданных другими банками, их сопровождения и рефинансирования ипотечных кредитов, также малоэффективно из-за узкой его специализации, отсутствия надлежащей диверсификации кредитного портфеля и неизбежно высоких кредитных и прочих рыночных рисков.

Исходя из рассмотренных особенностей различных источников привлечения долгосрочных финансовых ресурсов в систему ипотечного кредитования, по нашему мнению, наиболее приемлемым вариантом организационно-финансовой структуры могла бы стать небанковская кредитная организация (*НКО*) в форме специально созданного ипотечного агентства, на первоначальном этапе с существенной государственной поддержкой.

Сегодня сдерживают развитие системы ипотечного кредитования отсутствие экономической заинтересованности в реализации инвестиционных проектов в различных секторах и невозможность мобилизовать на приемлемых процентных условиях достаточный объем долгосрочных финансовых ресурсов.

По нашему мнению, в России возможно создание нескольких типов ипотечных агентств, учредителями которых могло бы стать не только государство, но и банковские структуры.

В качестве ипотечного агентства первого типа может выступить ипотечное агентство в форме ОАО, создание которого инициируется одним из ведущих банков при финансовой поддержке государства или без таковой с перспективой преобразования ОАО в так называемое межбанковское агентство. После выхода на

определенные запланированные показатели ОАО может быть разделено на два самостоятельных агентства, одно из которых останется в составе ипотечного холдинга инвестиционного банка-инициатора, а второе, получив в уставный капитал взносы от других банков, будет осуществлять деятельность по секьюритизации ипотечных активов своих акционеров.

Межбанковское акционерное ипотечное агентство в форме представляет собой ОАО, акционерами которого являются банки — участники рынка ипотечных кредитов и другие банки, изъявившие желание участвовать в создании агентства. Рейтинг ипотечных облигаций этих банков будет более высоким, чем у облигаций любого из банков, входящих в консорциум. Повысить же рейтинг облигаций НКО можно за счет получения суверенной гарантии или за счет солидарной гарантии всех участников консорциума.

Ипотечным агентством второго типа может выступить межбанковское консорциальное ипотечное агентство, которое учредители НКО выдвигают лидером консорциума, устанавливающего все существенные параметры и условия деятельности. При этом данное НКО создается в целях секьюритизации ипотечных активов, формируемых банками-членами консорциума. Данный вариант подходит для объединения усилий малых и средних периферийных банков, нуждающихся в провайдере финансовых ресурсов с фондового рынка. Каждый из средних и малых банков сможет выдавать ограниченное количество ипотечных кредитов с уверенностью, что они будут в короткие сроки выкуплены таким агентством. Это позволит данным банкам решить проблему принятия на баланс долгосрочных активов.

Таким образом, ипотечное кредитование может стать перспективным направлением деятельности и для небольших региональных банков, которые вряд ли сами смогут эмитировать ипотечные ценные бумаги, а будут продавать свои заложенные банкам, обладающим более значительными ресурсами. Благодаря этому может появиться еще один инструмент устранения диспропорции в размещении банковского капитала в целом по стране. В России удастся параллельно запустить полноценные аналоги европейской и американской моделей рефинансирования ипотеки, а рынок, развиваясь по законам саморегуляции, со временем сам отдаст предпочтение той или иной модели, сделав ее использование преобладающим.

ЛИТЕРАТУРА

Официальный сайт Агентства по ипотечному жилищному кредитованию.

Федеральный закон Российской Федерации от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

Стратегия развития ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации до 2030 года.

Резванова Л.М. (2008). Ипотечные ценные бумаги: инвестиционный анализ, структурирование, инструменты повышения кредитного качества // *Банковское кредитование*. № 4. (<http://bankir.ru/>).