**Ипотечные ценные бумаги. Мировой опыт и российские условия**

Ковалишина Галина Владимировна, IFS

В мире сложилось две модели ипотеки: франко-скандинавская, образцом которой является Германия, и американская. В США финансирование ипотечных кредитов происходит в основном на фондовом рынке путем выпуска ипотечных облигаций (52%), а в Германии средства привлекаются через ссудосберегательную систему и лишь 20% - через ценные бумаги.

В Германии кредиты выдаются за счет целевых вкладов населения, которые привлекаются ипотечными банками. Банковская система Германии включает в себя 34 специализированных ипотечных банка. Составляя менее 1% банковского сообщества, они дают 25% общего оборота (порядка 1 трлн евро). Ипотечные облигации широко используются в Германии в качестве обеспечения при ломбардных операциях Бундесбанка.

На протяжении уже трех десятилетий ипотечное кредитование - неотъемлемая часть американского рынка ценных бумаг. За этот немалый срок в ответ на потребности инвесторов появилось много различных схем, форм и видов ценных бумаг на базе ипотечного кредита. Однако первая и самая простая схема (так называемая "сквозная", pass-through) остается одной из самых популярных. Она реализуется в основном через два государственных агентства - FNMA и GNMA, а также одно полугосударственное - FHLMC.

Рынок ипотечных ценных бумаг США представляет собой наиболее динамично развивающийся сегмент национального фондового рынка. В 2002 г. общий объем рынка ипотечных облигаций составил 4,3 трлн долл. (22% от общего объема облигаций в США), из них 1,67 трлн пришлось на ипотечные ценные бумаги, выпущенные в прошлом году (это 36,6% всей эмиссии долговых обязательств).

Кроме того, государство стимулирует желание своих граждан приобрести жилье в кредит. Так, в США налогооблагаемый доход заемщика уменьшается на выплаченные банку проценты по ипотечному кредиту. В некоторых странах (США, Австралия) ипотечные ценные бумаги, выпущенные государственным ипотечным агентством, могут получить государственные гарантии.

Наиболее распространенным в мире видом ипотечных ценных бумаг являются сквозные ипотечные сертификаты участия. Совокупная стоимость эмитированных бумаг такого типа только в Америке превышает 2 трлн долл.

В Италии и Германии рынок ипотечных ценных бумаг в последнее время вытесняется так называемыми банковскими облигациями. В этой схеме государство не участвует, ипотечный банк сам выпускает бумаги и сам кредитует заемщика. Ресурсы этих банков состоят из собственных накоплений и ипотечных облигаций. Этот путь позволяет быстро наращивать капитал банка.

**Ипотечные ценные бумаги**

Ипотечные ценные бумаги (ИЦБ), в англоязычной литературе MBS (mortgage-backed securities), являются частным случаем ABS (asset-backed securities). ABS представляют собой ценные бумаги, которые дают их владельцам право на получение денежных поступлений от определенного пула (набора) активов. В случае ИЦБ активы представляют собой права требований по ипотечным кредитам, обеспеченным залогом объектов недвижимости. Ипотечные кредиты погашаются помесячными (или поквартальными) платежами. Владельцы ИЦБ, обеспеченных этим пулом, получают большую часть этих платежей по некоторой заранее определенной схеме.

В мировой практике применяется большое разнообразие ИЦБ, различающихся по типу обеспечивающих активов, гарантиям, распределению рисков и т.п. Однако существует только два принципиальных способа распределения денежных поступлений от активов ИЦБ:

Платежи пересылаются владельцам ИЦБ после того, как будут произведены удержания за административное и сервисное обслуживание ИЦБ. Такие бумаги и называются "сквозными". Они составляют подавляющее большинство эмитированных в мире ИЦБ.

Вся эмиссия ИЦБ разделяется на несколько классов. Платежи и риски перераспределяются между этими классами в соответствии с некоторым набором правил структурирования и обслуживания. Такие бумаги называются структурированными. Типичными примерами структурированных ИЦБ являются CMO (collateralized mortgage obligations) и CMBS (commercial mortgage-backed securities).

**Российский опыт**

Наиболее распространенный вид ипотечных ценных бумаг в России - это закладная. Впервые понятие закладной как свободно обращающейся на рынке ценной бумаги появилось в федеральном законе 1998 г. "Об ипотеке".

Являясь оборотоспособной ценной бумагой, закладная передается путем совершения очередной передаточной надписи (требуется лишь последующая государственная регистрация передачи). Таким образом, закладная упрощает передачу прав по рассматриваемым правоотношениям. Удобство закладной состоит еще и в том, что она сама может быть предметом залога. Тем не менее рынка закладных в России так и не сформировалось.

Особый интерес участников фондового рынка вызывают другие инструменты - ипотечные облигации и ипотечные сертификаты участия. Определения, правила оборота и категории инвесторов в эти бумаги будут установлены законом "Об ипотечных ценных бумагах", находящимся на доработке.

Рефинансирование банков через механизм выпуска ипотечных облигаций под залог закладных происходит следующим образом:

коммерческий банк заключает с юридическими и (или) физическими лицами кредитные договора под залог недвижимости с оформлением соответствующих закладных;

ипотечные агентства производят выкуп закладных у банка через выпуск облигаций, которые размещаются на фондовом рынке;

денежные средства, полученные от размещения облигаций на фондовом рынке, возвращаются к кредитору;

государство гарантирует выплаты по облигациям.

Сертификат участия - совсем новая бумага для нашего рынка, предполагающая более сложный финансовый механизм. Каждый покупатель ценной бумаги имеет свою долю в общей собственности на имущество, составляющее "покрытие" сертификатов. Владелец этого сертификата является как бы сособственником ипотечных кредитов и одновременно выступает в качестве учредителя и выгодоприобретателя по договору доверительного управления этим имуществом. Он получает почти все средства, которые выплачивает по кредиту заемщик, за вычетом вознаграждения управляющего.

**Специфика ипотечных ценных бумаг**

Уровень доходности ипотечных облигаций как долгового инструмента зависит от уровня риска невыплат, а также срока обращения. Риск невыплат по ипотечной облигации, в свою очередь, напрямую связан с ее обеспечением. Обеспечение недвижимостью и гарантией государства по ипотечным облигациям предполагает, что они будут менее рискованными (и доходными), чем корпоративные облигации, но при этом более доходными, чем государственные.

В целом ИЦБ характеризуются такими показателями, как надежность, прозрачность, доступность и долгосрочность.

**Российский рынок ипотечных ценных бумаг**

На сегодня Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) готово выкупать закладные и таким образом обеспечивать банкам рефинансирование. На сумму выкупленных кредитов АИЖК планирует выпустить ипотечные ценные бумаги, обеспеченные госгарантиями, - в федеральном бюджете 2002 г. на эти цели было зарезервировано 2 млрд руб., а в бюджете на 2003 г. - 4,5млрд руб.

Основным покупателем ипотечных бумаг (хотя формально они распространяются по открытой подписке) должен стать Пенсионный фонд России (ПФР). ПФР и АИЖК уже заключили соглашение о намерениях, на основании которого ПФР приобретает по закрытой подписке весь объем первого выпуска облигаций АИЖК на сумму 2 млрд руб. Впоследствии, как ожидается, к нему могут присоединиться негосударственные пенсионные фонды и страховые компании. Эмиссия АИЖК запланирована на второе полугодие 2003 г. - правда, выпущены будут не ипотечные ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью, а корпоративные облигации. Эмиссия будет идти траншами по мере накопления выкупленных закладных. При этом выпускаемые облигации будут полностью обеспечены государственными гарантиями. Привлеченные по сделке средства позволят приступить к массовой выдаче ипотечных кредитов на покупку недвижимости в регионах по стандартам АИЖК. На сегодня АИЖК выкупило лишь 137 закладных (за счет уставного капитала).

Если с размещением ИЦБ все более или менее понятно, то по поводу обращения этих бумаг на организованном рынке есть некоторые сомнения. По соглашению ПФР собирается приобрести по закрытой подписке весь объем первого выпуска облигаций АИЖК. Как в этой ситуации обеспечить ликвидность вложений и их краткосрочность, пока не ясно.

Развитие рынка ипотечных облигаций также будет сдерживаться рядом факторов, среди которых неразвитость инфраструктуры фондового рынка, нежелание финансовых институтов вкладывать свои активы в долгосрочные проекты, а также неразвитость законодательной базы.

Кроме того, существуют и другие отрицательные факторы, препятствующие появлению ИЦБ на российском рынке. Так, ипотечное кредитование осуществляется лишь в немногих регионах России. Основные причины медленного распространения ипотеки - неразвитость фондового рынка в регионах и высокая стоимость первоначальных кредитов. Согласно расчетам Минэкономразвития, приемлемый уровень ставки по ипотечным кредитам должен составлять примерно 10% годовых в рублях для столицы и 8% для регионов. В противном случае ипотека так и останется недоступной для основных категорий населения.

Одним из способов снижения процентной ставки, а следовательно, и риска дефолта по ипотечным бумагам служат госгарантии по ипотечным кредитам. Однако до сих пор их не используют, хотя в федеральном и столичном бюджетах на 2003 г. на эти цели заложено в общей сложности более 6 млрд руб.

Но даже федеральное правительство не может пока выпускать финансовые обязательства с фиксированным купоном в рублях на срок более чем 10 лет. В нынешних условиях для инвесторов рискованно вкладывать в длинные рублевые инструменты с фиксированным купоном.

Кроме того, ставка по ипотечному кредиту зависит не только от состояния экономики, ее долгосрочных перспектив, но и от способности заемщика выплачивать кредит. Между тем нестабильный "серый" доход и отсутствие кредитной истории российских заемщиков повышают кредитные риски, а следовательно, и процент по кредиту. Доходность же ИЦБ определяется доходностью ипотечных кредитов, обеспечивающих эти бумаги. Но именно ставки по этим кредитам необходимо снизить, чтобы добиться широкого распространения ипотеки. Получается замкнутый круг.

В связи с этим одна из основных задач эмитента ИЦБ - снижение кредитного риска секьюритизируемых активов, которому подвергаются держатели ИЦБ, и наращивание таким образом кредитного рейтинга облигаций.

**Меры, направленные на повышение кредитного рейтинга ИЦБ**

Важным фактором повышения кредитного рейтинга ИЦБ является механизм обособления секьюритизируемых активов на балансе специального предприятия - SPV (special purpose vehicle), которое обычно юридически не аффилировано с организатором секьюритизации. Это предприятие становится держателем активов и эмитирует ИЦБ. По уставу оно не имеет права быть вовлеченным ни в какой иной бизнес. Таким образом, эмитированные ИЦБ подвержены только кредитному риску секьюритизируемых активов и никакому другому. В частности, они оказываются изолированными от бизнес-риска организатора секьюритизации. Это важный фактор, позволяющий поднять кредитный рейтинг секьюритизационных облигаций выше кредитного рейтинга организатора секьюритизации.

В мировой практике для снижения кредитных рисков применяются также другие меры, в частности:

Страховка непрерывности процентных платежей ИЦБ (payment interruption insurance) - в случае дефолта по ипотечному кредиту из обеспечения ИЦБ страховщик начинает вместо заемщика выплачивать процентную часть вплоть до реализации залога.

Дополнительные гарантии или страховки, предоставляемые специализированными страховыми компаниями (financial assurance company).

Страховое покрытие облигаций (surety bonds) - обязательство страховой компании покрыть 100% всех видов потерь по облигациям независимо от причины таких потерь. Часто эмиссии новых видов рыночных финансовых инструментов целиком "покрываются" страховкой surety bond, до тех пор пока рынок не "привыкнет" к данному виду инструментов.

Гарантированный кредит (letter of credit) - обязательство сторонней финансовой организации (банка) выплатить полностью основную сумму долга и проценты в случае дефолта эмитента.

Кроме того, может быть сформирован специальный резервный фонд из поступлений от секьюритизированных активов и (или) выдана гарантия самого организатора секьюритизации.

Часто применяется структурирование эмиссии в несколько траншей, т.е. выпуск неравноправных классов ИЦБ для перераспределения риска дефолта и досрочного погашения, когда подчиненные (субординированные) классы имеют рейтинг ниже и соответственно платят более высокий процент. В большинстве случаев подчиненные транши не размещаются на рынке, а выкупаются инициатором. Поступления от активов распределяются сначала старшим траншам, а затем подчиненным по остаточному принципу. В основном выпуск состоит из более чем двух траншей, при этом каждый последующий транш подчинен всем предыдущим.

К сожалению, практически все вышеперечисленные меры неприемлемы для российских участников ипотечного кредитования. Услуги по страховке непрерывности процентных платежей ИЦБ российскими страховщиками пока не предоставляются. Surety bonds отсутствуют. Формирование специального резервного фонда из поступлений от секьюритизированных активов экономически невыгодно с налоговой точки зрения. Структурирование ипотечных сертификатов участия в несколько классов с различными параметрами, сроками погашения и рисками дефолта в рамках существующего закона напрямую невозможно. Это происходит потому, что сертификат участия трактуется законом как доля в праве общей собственности на обеспеченные ипотекой имущественные права. А в случае общей собственности российское законодательство требует, чтобы объемы прав по всем долям были одинаковы.

В заключение следует признать, что ипотечная система в нашей стране пока еще не развита: помимо отсутствия рынка облигаций, не урегулирована законодательная база. Очевидно, что, пока система не будет отработана, она не станет выгодной и надежной для большинства граждан. Обнадеживает то, что власти обращают все большее внимание на развитие ипотечного кредитования, видя в ипотеке наиболее приемлемый вариант решения жилищных проблем населения. В целом для того чтобы ипотека в России заработала, необходимы три условия: наличие "длинных" денег, стабильная макроэкономическая ситуация в стране и эффективная законодательная база. Можно считать, что эти условия в стране начинают складываться. "Длинные" деньги обеспечит федеральное ипотечное агентство, позволяя банкам рефинансировать кредиты; прогнозы Минэкономразвития по инфляции в стране благоприятны, а законодательная база должна быть сформирована.

Таким образом, если общими усилиями удастся сбалансировать все составляющие - создать рынок ценных бумаг, упорядочить законодательство, привлечь инвесторов,- то в ближайшее время у населения появится возможность получать ипотечный кредит на гораздо более привлекательных и доступных условиях.