

Б.Б.Рубцов (Финансовая академия при Правительстве РФ)

### **Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов (Опубликована в журнале "Рынок ценных бумаг" №6 2001)**

Первые специализированные учреждения ипотечного кредита появились во второй половине XVIII в. в Германии. В прошлом веке в ряде европейских стран возникают ипотечные банки и создаются специфические инструменты финансирования ипотечных ссуд - ипотечные облигации. Уже во второй половине XIX в. система ипотечного кредитования получает широкое развитие в России.

После Второй мировой войны изменения в социально-экономической структуре общества в развитых странах, рост доходов населения, расширение объемов жилищного строительства дали новый импульс развитию ипотечного кредитования и рынков ипотечных ценных бумаг.

Постепенно и в современной России создаются предпосылки для создания системы ипотечного кредита. Хотя и медленно, но все же готовится нормативно-правовая база. В 1997-1998 гг. принято два важнейших закона в области ипотеки: Закон о государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним и Закон об ипотеке. Определенная работа ведется на уровне отдельных субъектов Федерации. Создаются специализированные учреждения ипотечного кредита.

По какому пути пойдет развитие системы финансирования ипотеки в России? Условно основные системы ипотечного кредитования и финансирования можно разделить на американскую и европейскую. В чем их отличия?

#### **Соединенные Штаты Америки**

Крупнейшим рынком ипотечного кредита в мире являются США. Основными учреждениями, предоставляющими ипотечные ссуды, здесь выступают ссудо-сберегательные ассоциации, коммерческие банки и специализированные ипотечные компании. Специального законодательства, регулирующего ипотечное кредитование, здесь нет, что, в общем, характерно для США как страны с прецедентной системой права.

С 30-х по начало 70-х годов типичной ипотечной ссудой являлась долгосрочная (30 лет) ссуда с фиксированной процентной ставкой и амортизацией основной суммы займа в течение всего срока действия ссуды. В 70-е годы в условиях высокой инфляции и усилившегося колебания процентных ставок широкое распространение получили ссуды с плавающей процентной ставкой и различными вариантами погашения задолженности. Специальных ценных бумаг для финансирования ипотечных кредитов не было. Займы выдавались за счет средств,

привлеченных кредитными учреждениями в общем порядке (прежде всего в виде вкладов).

В 30-е годы в США возникла система государственной поддержки ипотечного кредитования. В 1933 г. в стране была создана Федеральная жилищная администрация (Federal Housing Administration). Она могла непосредственно предоставлять кредиты на покупку и приобретение дома, но основное направление ее деятельности - страхование кредитов, выдаваемых кредитными учреждениями. Благодаря ФНА за 30-40 лет удалось увеличить средний срок кредитов, а также поднять коэффициент покрытия с 80% до 95%.

В 1938 г. на основании специального Закона (Federal National Mortgage Association Act) была создана государственная Федеральная ипотечная ассоциация - Фанни Мэй (Federal Home Loan Mortgage Association - Fannie Mae), в задачу которой входило поддержание стабильности на рынке ипотечного кредитования путем покупки закладных у первичных ипотечных ссудодателей. Т.е. речь шла о рефинансировании и создании вторичного рынка ипотечных кредитов.

В 1968 г. Конгресс провел реорганизацию Фанни Мэй. Из нее выделилась Государственная национальная ипотечная ассоциация - Джинни Мэй (Government National Mortgage Association - Ginnie Mae), а сама Фанни Мэй стала частной корпорацией.

Джинни Мэй является правительственным агентством в рамках Министерства жилищного строительства и городского развития (Department of Housing and Urban Development). Несмотря на то, что Фанни Мэй перестала быть государственной организацией, она по-прежнему действует на основе Закона 1938 г. и контролируется Министерством жилищного строительства и городского развития и Министерством финансов.

Фанни Мэй является публичной корпорацией, чьи акции имеют листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже. Из 18 членов правления корпорации 13 избираются акционерами, 5 назначаются Президентом США.

Согласно своему уставу, корпорация может приобретать только жилищные ипотеки. Свои пассивы она образует за счет выпуска собственных ценных бумаг и размещения их на внутреннем и внешнем рынке. В настоящее время Фанни Мэй превратилась в крупнейшего инвестора в жилищные ипотеки. Ей принадлежит четвертая часть всех закладных в США.

Сходные функции выполняет еще одна квази-государственная корпорация - Федеральная корпорация ипотечного кредитования - Фредди Мак (Federal Home Loan Mortgage Corporation - Freddie Mac), созданная Конгрессом в 1970 г. Все три организации занимаются по сути одним и тем же - рефинансированием ипотечных кредитов. Задолженность по

выпущенным ими классическим облигациям в конце 1998 г. превышала 1,2 трлн. долл.<sup>1</sup>

Произведенный в 1970 г. выпуск ценных бумаг Государственной национальной ипотечной ассоциации ознаменовал рождение одного из самых крупномасштабных рынков ценных бумаг - рынка бумаг, обеспеченных закладными на недвижимость или бумаг, обеспеченных ипотекой БОИ (mortgage-backed securities - MBS). В 1981 г. появились сходные инструменты Фанни Мэй, а затем и Фредди Мак. В 1977 г. Бэнк оф Америка стал первым частным учреждением, выпустившим эти инструменты, а затем за ним последовали и другие. В конце 1998 г. общий объем рынка этих инструментов составлял в США 3,4<sup>2</sup> трлн.долл., причем около 70% приходится на три приведенные вначале организации, из которых лидирующие позиции принадлежат Фанни Мэй.

Существует множество разновидностей БОИ. Первоначальной формой БОИ стали «переводные БОИ» - ПБОИ pass-through MBS - , представляющие собой бумаги, выпускаемые на основе пула индивидуальных ипотечных кредитов. Выпускаются в бездокументарной форме. Инвесторы получают доход в виде платежей от должников, которые поступают к эмитенту и выплачиваются им вне зависимости от выполнения должниками своих обязательств. Должники обычно имеют право досрочного погашения своей задолженности (prepayments). Эмитент, в свою очередь, имеет право распределять досрочные платежи среди инвесторов на пропорциональной основе.

В свою очередь ПБОИ могут быть Standard MBS (на основе пула стандартных MBS с фиксированной процентной ставкой, Adjustable Rate Mortgage MBS (на основе пула закладных с изменяющейся процентной ставкой), Stripped MBS (ПБОИ, структурированные таким образом, что на основе пула выпускаются два типа инструментов: в первом в основе лежат процентные платежи, во втором - основная сумма долга).

Вслед за этими инструментами появились СМО - Collateral Mortgage Obligations, REMICs - Real Estate Mortgage Investment Conduits. Эти инструменты представляют собой бумаги, выпускаемые на основе пула закладных с заранее установленными характеристиками (напоминают Stripped MBS, но более сложные по структуре).

Ценные бумаги Фанни Мэй и Фредди Мак не имеют гарантий правительства США. Тем не менее, учитывая особый статус этих организаций, а также принципы их работы, исключаящие рискованные вложения, их ценные бумаги по своим инвестиционным качествам практически не отличаются от государственных.

---

<sup>1</sup> Flow of Funds Accounts of the United States 1991-1998. Washington, 1999, p.50-51 (статистика доступна на сайте СУ ФРС [www.bog.frb.fed.us](http://www.bog.frb.fed.us))

<sup>2</sup> Ibid. В ряде источников называется другая цифра – 2 трлн., однако она, очевидно, не включает частных эмитентов БОИ или/коммерческих (нежилищных) БОИ, потому как по данным ФРС 2 трлн. приходится именно на государственные и квази-публичные организации (Фанни-Мэй и др.).

В ценные бумаги этих организаций могут инвестироваться средства государственного бюджета. Комитет по открытому рынку ФРС уполномочен покупать и продавать их при проведении денежно-кредитной политики. Эти ценные бумаги не требуется регистрировать в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), однако Фанни Мэй и Фредди Мак в целом соблюдают все требования по раскрытию информации, предписываемые этим регулирующим органом.

Ипотечные ссудодатели проходят тщательную проверку, прежде чем с ними заключаются соглашения (у Фанни Мэй таких клиентов примерно 2800). Организации предъявляют жесткие требования к качеству ипотечных кредитов. Принимаются кредиты, застрахованные Федеральной жилищной администрацией (FHA) или Администрацией по делам ветеранов (VA). Прочие ссуды требуют обязательной страховки в части, превышающей 75% стоимости недвижимости. При этом максимальное соотношение ссуда/стоимость (коэффициент покрытия) имущества колеблется в диапазоне от 70 до 95%, в зависимости от конкретного случая.

Минимальные размеры ссуды, которую берется финансировать Фанни Мэй, не установлены. Максимальные - немногим более 200 тыс.долл. для односемейного дома (для домов на несколько семей максимальный размер ссуды выше).

Фанни Мэй разработала критерии, которым должна отвечать каждая ипотека, например критерии оценки недвижимости, а также соотношение доходов должника и выплат по ипотеке и иных обязательных платежей. Так, рекомендуется, чтобы расходы заемщика по ипотеке не превышали 28% среднемесячных доходов, а в целом обязательства (включая такие выплаты, как платежи по другим кредитам, алименты, выплаты на детей и пр.) не должны быть больше 36% доходов.

С точки зрения документооборота действия ссудодателя, продающего ипотеку Фанни Мэй, зависят от того, просто продается ссуда или передается для выпуска БОИ (MBS).

В первом случае в одно из 5 региональных отделений Фанни Мэй передается комплект документов, включающий собственно закладную (mortgage note), документ о заключении ипотечного договора, график погашения задолженности и др.

Во втором случае комплект документов, включающий также закладные с бланковым индоссаментом и кастодиальный договор передаются в депозитарий (кастодиан), в роли которого обычно выступает финансовое учреждение, отвечающее определенным требованиям надежности (это может быть и подразделение ссудодателя). Проверив все документы, кастодиан оставляет у себя закладные, возвращая с отметкой о проверке график погашения и кастодиальный договор. После этого документы передаются в Фанни Мэй.

В настоящее время 50% ипотечных ссуд американских кредитных институтов списываются с баланса за счет их секьюритизации в указанных выше организациях.

В 90-е годы особенно быстрыми темпами рос рынок коммерческих БОИ (commercial mortgage backed securities - CMBS), связанный с секьюритизацией кредитов, предоставляемых на строительство коммерческих помещений (офисов) и многоквартирных домов.<sup>1</sup>

### **Западная Европа**

Все 90-е годы ипотечное кредитование демонстрировало весьма высокие темпы роста в странах Западной Европы. Как свидетельствуют данные таблицы 1, за десять лет с 1988 по 1998 гг. объем ипотечных жилищных ссуд увеличился в среднем вдвое, превысив 2700 млрд. евро.

Задолженность по коммерческим (нежилищным) ипотечным ссудам в 1998 составляла 430 млрд. евро, т.е. 15% от общей ипотечной задолженности (жилищной и коммерческой).

Ипотечные кредиты предоставляются различного рода учреждениями – от специализированных (ипотечные банки, строительные общества, строительно-сберегательные кассы и т.п.) до сберегательных банков, взаимных и кооперативных банков и универсальных банков. На долю этих учреждений в Европе приходится более 90% всех ипотечных ссуд (остальное – страховые компании и пр).

Современная структура явилась результатом либерализации финансового сектора в Европе. До 80-х годов ипотечная деятельность была в основном уделом специализированных учреждений. Этот сектор очень жестко регулировался государственными органами. Дерегулирование привело к тому, что на рынок пришли неспециализированные учреждения, а специализированные поменяли свой статус (см. ниже пример по Великобритании). В результате заметно усилились позиции универсальных банков (40% всех ссуд). Тем не менее, и сейчас 60% всех ссуд предоставляется учреждениями, для которых подобная деятельность является основной. Крупнейшей группой из специализированных учреждений являются ипотечные банки. Ипотечные банки доминируют на

---

<sup>1</sup> О системе ипотечного кредитования в США см. также Сборник материалов «Модель вторичного рынка ипотечных кредитов: опыт США» / Институт экономики города. – М.: Институт экономики города, 1995. Миронов В., Попова А. Рынок ипотечных облигаций // Рынок ценных бумаг. - М., 1998. - №4. С.33-37.; Шадрин А. Рынок ипотечных ценных бумаг. Опыт США и перспективы России // Рынок ценных бумаг. - М., 1998, №№7-8. Рябченко Л.И. Особенности организации ипотечного кредитования в мировой банковской практике // Аудитор. – 1999. - №1-2. См. также странички Фэнни Мэй, Фредди Мак в сети Internet : [www.fanniemae.com](http://www.fanniemae.com), [www.freddiemac.com](http://www.freddiemac.com)

рынке Дании и Швеции (соответственно, 90% и 80%) и очень влиятельны в Германии, Франции, Австрии, Нидерландах и Финляндии.

Финансирование ипотечных кредитов в Европе также заметно различается в той или иной стране. В целом главную роль играют депозиты (62% жилищных ипотечных ссуд). На втором месте – выпуск ипотечных облигаций.

Табл. 1

Задолженность по жилищным ипотечным ссудам в странах ЕС, млрд. евро, конец года

Страна	1998	1988	1998/1988, %
Германия	1013	451	224
Великобритания	647	345	187
Франция	262	185	142
Нидерланды	221	78	284
Испания	123	36	341
Дания	105	69	151
Швеция	99	86	116
Италия	81	31	265
Страны ЕС (15)	2714	1355	200

Источник: J. Hardt, D. Manning **European mortgage markets : structure, funding and future development** European Mortgage Federation. Brussels, 2000, p.4 [www.hypo.org](http://www.hypo.org)

При этом следует подчеркнуть, что значение ипотечного кредитования заметно различается в отдельных странах. Так в Дании, Нидерландах, Великобритании и Германии соотношение между жилищными ипотечными кредитами и ВВП составляет 50% и более, в то время как в Италии, Греции и Австрии не превышает 10%.

Заметные различия в размерах ипотечных кредитов и их роли в экономике связаны с национальными и историческими особенностями той или иной страны.

### *Великобритания*

На протяжении многих десятилетий в области ипотечного жилищного кредитования в Англии доминировали специализированные кредитные учреждения - строительные общества (building societies). Еще в середине 80-х на них приходилось 2/3 рынка. Еще примерно 1/4 кредитов предоставлялась банками. К середине 90-х доля строительных обществ сократилась до 1/2 за счет повышения доли банков (крупнейшие строительные общества сами превратились в банки, например Abbey National).

Основная часть ипотечных ссуд в Великобритании финансируется за счет депозитов. Вместе с тем именно здесь получили наибольшее развитие (среди европейских стран) бумаги, обеспеченные ипотекой – MBS.

Первая эмиссия БОИ в Великобритании была произведена в 1987 г. на сумму примерно 50 млн.ф.ст. компанией National Home Loan PLC. После нескольких лет бурного роста, в начале 90-х, в период кризиса на британском рынке недвижимости эмиссия практически прекратилась, но в дальнейшем ситуация стабилизировалась и в конце 1999 г. объем задолженности по этим инструментам составлял примерно 14 млрд. евро. Объем новых эмиссий БОИ составил за 1999 г. 8,2 млрд. евро, или 4,5% общего объема ипотечного кредита.<sup>1</sup>

В отличие от США, где государство активно участвовало и продолжает участвовать в развитии этого рынка, в Англии он создавался без какой-либо государственной поддержки. Здесь также нет специальной нормативной базы выпуска MBS.

Эмитентами MBS выступают специальные организации (special purpose vehicles SPV), учреждаемые в форме публичных корпораций. Активы SPV состоят из портфеля ипотечных ссуд, пассивы - в дополнение к минимальному собственному капиталу (теоретически достаточно 50000 ф.ст.) образуют MBS.

Общая схема выпуска следующая. Инициатор (originator) MBS, в роли которого обычно выступает банк, строительное общество, страховая компания или ипотечная корпорация создает пул закладных. Кстати, именно ипотечные корпорации выступили наиболее активными участниками этого рынка на начальной стадии его развития в конце 80-х годов. Пул затем продается юридически независимой специальной организации SPV.

После продажи эти ссуды уже не числятся на балансе инициатора. Инициатор не отвечает и за своевременное погашение ипотечных ссуд. Все риски ложатся на инвестора в MBS.

Однако обслуживание ипотечных ссуд по-прежнему находится в ведении инициатора, хотя может передаваться и третьему лицу.

Выпуск MBS размещается через синдикат андеррайтеров. За вычетом всех видов вознаграждений и комиссионных выручка от размещения передается через SPV инициатору.

Размещение MBS возможно только при наличии кредитного рейтинга. Большая часть английских MBS имеют высший рейтинг (AAA по классификации S&P). Они и конструируются с участием рейтинговых агентств.

---

<sup>1</sup> J. Hardt, D. Manning European mortgage markets : structure, funding and future development European Mortgage Federation. Brussels, 2000, p.35 [www.hypo.org](http://www.hypo.org)

Рейтинговые агентства, в частности, требуют поддержки кредитоспособности (credit enhancement). Она может осуществляться, например, в форме страхования страховой компанией риска неоплаты ипотечных ссуд, обычно в диапазоне от 7 до 13% от величины пула.

Для защиты интересов инвесторов полномочия по распоряжению и контролю за обеспечением отдаются независимому контролеру - доверенному лицу (trustee). Он занимается продажей обеспечения в случае неплатежеспособности эмитента.

Каждый выпуск MBS связан с конкретным пулом. Жизнь пула привязана к жизни соответствующего выпуска MBS. Обычно эмитенту предоставляется опцион на покупку в случае, если портфель пула сокращается на определенную величину от первоначальной (обычно 10%) в связи с досрочными погашениями (prepayments). Во многих случаях эмитент имеет право замены активов в пуле, например, когда средства от досрочных погашений направляются на выдачу новых ссуд, которые, при условии удовлетворения ими определенных стандартов, могут быть включены в пул.

подавляющая часть английских MBS используются только в жилищном кредитовании. Смешанные пулы почти отсутствуют. Соотношение ссуда/стоимость (коэффициент покрытия) не должно превышать обычно 80%.

Заемщики имеют право досрочного погашения ссуд без ущерба для себя (без выплаты штрафа - prepayment penalty). Ссуды погашаются, например, в том случае, когда англичане меняют место жительства. На английском рынке часты случаи, когда заемщик меняет (re-mortgage) одного кредитора на другого, предлагающего лучшие условия.

Поскольку сами ипотечные ссуды в Англии предоставляются под плавающую процентную ставку, английские MBS также выпускаются в основном как инструменты с плавающей ставкой. Все платежи по ссудам, как предусмотренные графиком погашения (scheduled), так и не предусмотренные (prepayments), поступают владельцам MBS на пропорциональной основе. Точная структура денежных потоков, а также их срок инвестору неизвестны. Есть только приблизительная оценка.

В Англии нет специального государственного контроля за рынком MBS. Тем не менее Банк Англии совместно с Комиссией по строительным обществам выпустил основные нормативы и положения, касающиеся их деятельности (в настоящее время все функции регулирования возложены на единый орган – Financial Services Authority). По английскому законодательству MBS имеют преференциальный режим взвешивания (при определении рискованности активов) в размере 50%, в то время как обычные небанковские облигации имеют коэффициент взвешивания, равный 100%.



Бумаги, обеспеченные ипотекой (MBS) существуют в Ирландии и в некоторых континентальных европейских странах, но объем рынков (Франция, Нидерланды, Бельгия, Германия), за исключением Ирландии, невелик. В Греции, Австрии и скандинавских странах их вообще нет.

В целом можно констатировать, что хотя секьюритизация жилищных ипотечных кредитов используется в целом ряде стран, эта техника не получила широкого распространения в ЕС. Общая задолженность по выпущенным MBS в 1998 г. составляла 16 млрд. евро, что соответствовало менее 1% всех предоставленных жилищных ипотечных ссуд.

### *Континентальные европейские страны*

В странах континентальной Европы специфическим инструментом финансирования ипотечных кредитов стала ипотечная облигация.

Ипотечная облигация – ценная бумага, дающая ее владельцу право требования от эмитента возврата указанной в ней суммы денег и процентов по ней, и обладающая повышенной надежностью вследствие наличия обеспечения в форме недвижимости.

Рынок ценных бумаг, основанных на закладных, развивался в Западной Европе в два этапа. Первый этап связан с появлением в 1770 г. в Силезии первого ипотечного кредитного учреждения - Silesian Landschaft. Второй связан с созданием в 1852 г. французского ипотечного банка Crédit Foncier de France.

Landschaft представлял собой ассоциацию землевладельцев и имел статус публично-правовой корпорации. Вслед за первым аналогичные учреждения возникли в Курмарке и Ноймарке, Померании, Западной и Восточной Пруссии. Landschaften предоставляли кредит своим членам не в виде денег, а в виде ценных бумаг, получивших название пфандбриф (Pfandbriefe - в дословном переводе - закладное письмо или закладное свидетельство - см. ниже). Первые пфандбрифы и представляли собой по сути закладные свидетельства или закладные hypotheken briefe, на которых было указано наименование заложенной недвижимости и содержались гарантии, предоставляемые всеми членами этой ассоциации. На сохранившихся образцах пфандбрифов тех лет имеются десятки подписей членов Landschaft, солидарно отвечавших по долгам должника. Т.е. действовал принцип круговой поруки.<sup>1</sup> Заемщик затем продавал пфандбриф на рынке капиталов.

В 30-е годы XIX в. указание на заложенное имущество из пфандбрифа исчезло), т.е. у этих пфандбрифов уже отсутствовал признак, благодаря которому они получили свое название: непосредственное право залога на имущество, указанное в этом документе в пользу его владельца. Но при

---

<sup>1</sup> Goedecke W., Volkner K., Scholz H. German Mortgage Banks. Frankfurt am Main, 1998, p.18.

этом ссуда по-прежнему выдавалась этими ценными бумагами, эмитентами которых по-прежнему выступали *Landschaften*.

Сходные системы ипотечного кредитования и финансирования возникли в Дании, Швеции, Австрии. Аналогичная система кредитования в виде ценных бумаг действовала в России с середины XIX в. по 1917 г. (см. ниже). В настоящее время какую-то заметную роль кредитование ценными бумагами имеет лишь в Дании.

Облигации французского ипотечного банка *Crédit Foncier de France* изначально представляли собой облигации акционерного общества, выпущенные для финансирования ипотечных кредитов.<sup>1</sup> Со временем эта форма финансирования ипотечных кредитов стала преобладающей и в других странах, в т.ч. самой Германии, при этом, однако, прежнее историческое название пфандбриф в Германии сохранилось. *Landschaften* исчезли, выпуск же пфандбрифов стал осуществляться специализированными ипотечными банками. Примечательно, что в состав правления ряда первых германских ипотечных банков входили французы. Т.е. немецкие ипотечные банки заимствовали французскую технологию. Конец тесному сотрудничеству французских и немецких финансистов в данной области положила франко-прусская война 1870-71 гг. Тем не менее вплоть до Первой мировой войны в обращении находились пфандбрифы с французским текстом.<sup>2</sup>

В целом до сих пор в некоторых странах ипотечное кредитование - удел в основном специализированных учреждений (Дания). В Германии ипотечным кредитованием занимается широкий круг учреждений - как специализированные ипотечные банки, так и универсальные коммерческие, сберегательные и прочие. В ряде стран (Австрия, Дания, Франция, Германия) существует специальное законодательство, регулирующее ипотечные банки и операции с ипотечными облигациями. В 1995-1998 гг. специальные законы об ипотечных банках и ипотечных облигациях были приняты в Венгрии, Польше, Чехии и Словакии.

В середине девяностых годов в странах Европы действовало примерно 115 ипотечных банка. У них имеется своя профессиональная организация - Европейская ипотечная федерация (*European Mortgage Federation*) со штаб-квартирой в Брюсселе.<sup>3</sup>

Общий объем ипотечных облигаций составлял в конце 1999 г. 531 млрд. ЕВРО. В настоящее время на долю трех стран приходится 88% всего объема выпущенных ипотечных облигаций: 44% на Германию, 29% на

---

<sup>1</sup> Первым ипотечным банком считается банк, основанный в 1835 г. в Бельгии. Из-а отсутствия ограничений на выпуск ипотечных облигаций этот банк выпустил их больше, чем предоставил ссуд и в конце концов обанкротился.

<sup>2</sup> См. также: История создания и развития ипотечных банков Германии//Финансист. - М., 1997. -№3

<sup>3</sup> Веб-сайт [www.hypo.org](http://www.hypo.org)

Данию и 15% на Швецию. Германский рынок ипотечных облигаций (пфандбрифов), составлявший 236 млрд.евро в конце 1999 г., вместе с публичными пфандбрифами (см. ниже) превратился в ведущий сегмент рынка инструментов с фиксированным доходом. В Дании практически все ипотечные кредиты финансируются за счет эмиссии ипотечных облигаций. В Швеции 70% ипотечных ссуд финансируется за счет ипотечных облигаций.<sup>1</sup>

Ипотечные облигации широко используются в Австрии и являются вторым важнейшим средством финансирования ипотечных ссуд во Франции и Испании, хотя их доля составляет всего 21% и 6%, намного уступая депозитам. В Голландии и Норвегии ипотечные облигации хотя и выпускаются, но за их счет финансируется совсем небольшая доля ссуд.

Относительные размеры рынков ипотечных облигаций в Европе в ближайшее время могут измениться, т.к. в целом ряде стран предпринимаются шаги по стимулированию использования этого инструмента (что в немалой степени связано с успехами рынка пфандбрифов в Германии). Особенно это относится к Франции, Люксембургу и Финляндии. В Испании понятие *cédula hipotecaria* появилась в 1981 г. как следствие принятия Закона об ипотечном кредите, однако рынок ипотечных облигаций стал развиваться совсем недавно.

Табл.2

Ипотечные облигации в странах Европы (конец 1999 г., млрд.евро)

Страна	Задолженность по облигациям	Доля, %
Германия	236	44
Дания	153	29
Швеция	81	15
Франция	35	7
Норвегия	11	2
Испания	8	1,5
Австрия	5	1
Прочие	2	0,4
Всего	531	100

ИСТОЧНИК: J. Hardt, D. Manning **European mortgage markets : structure, funding and future development** OECD - June 2000, p.11-12 [www.hypo.org](http://www.hypo.org)

<sup>1</sup> Во Франции эти инструменты носят название «obligations foncières» в Испании «cédulas hipotecarias». В Италии ипотечные облигации «obbligazione fondiaria», были отменены в 1993 г.

## Германия

Крупнейшим рынком облигаций, основанных на ипотеке, в Европе является рынок Германии. Во многих отношениях он служит эталоном и образцом для подражания. В странах Восточной Европы (Венгрия, Польша, Чехия, Словакия) законодательство об ипотечных банках и ипотечных облигациях основано именно на германских нормативных актах. В то же время нельзя сказать, что германская система является чисто национальной. Как было показано выше, германская система является по сути европейской континентальной, образуя в то же время ее ядро.

Итак, как отмечалось выше, облигации, обеспеченные недвижимостью, носят здесь название пфандбриф - Pfandbriefe. Подробнее остановимся на этом инструменте.

Pfand - залог, заклад; Briefe - письмо.

Иными словами, если переводить дословно, залоговое письмо, закладное свидетельство или просто закладная. Как отмечалось в начале этого раздела, изначально пфандбриф и представлял собой закладную - документ, удостоверяющий право ее владельца на имущество должника в случае неисполнения им его обязательства.

Однако на самом деле современный пфандбриф имеет с закладным свидетельством общего лишь то, что в основе их лежит ипотечное кредитование, т.е. кредитование под залог недвижимого имущества (да и то не всегда).

Пфандбрифы - облигации, выпускаемые немецкими ипотечными банками для финансирования операций с недвижимостью частным лицам и заемщикам общественного сектора (федеральному правительству, местным органам власти и муниципалитетам). Если использовать уже устоявшуюся в России терминологию, это разновидность корпоративных облигаций, а конкретно - банковских облигаций.

Обеспечением пфандбрифов служит либо первая закладная на недвижимость Hypotheken-Pfandbriefe (ипотечные пфандбрифы) или кредиты государственным органам - Öffentliche Pfandbriefe (публичные пфандбрифы, ранее известные как Kommunalobligationen).

Пфандбриф - германский инструмент, либо не существующий в других странах (например в англосаксонских), либо существующий лишь в более или менее сходном виде (в Европе). Попытки перевести этот термин оказываются неудачными. Например, нередко пфандбриф переводят как ипотечная облигация. Но это не совсем верно в настоящее время. Из всего объема выпущенных пфандбрифов собственно на ипотечные пфандбрифы приходится только 22%, а остальные 78% - на публичные пфандбрифы (1999 г.)<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> The Pfandbrief. The European Credit Benchmark. FACTS AND FIGURES. Association of German Mortgage Banks. Bonn, 2000, p.8. [www.pfandbrief.org](http://www.pfandbrief.org)

Ныне рынок пфандрифов - это крупнейший сегмент рынка облигаций Германии, превосходящий даже рынок облигаций федерального правительства. Это и крупнейший рынок облигаций в Европе, опережающий рынки государственных облигаций Италии, Германии, Франции и Великобритании. Он занимает 6-е место в мире после рынков государственных облигаций США, Японии, рынка ипотечных облигаций США, коммерческих бумаг США и муниципальных облигаций США.

Задолженность по пфандбрифам достигла в марте 2000 г. 1081 млн. евро. Это 38% внутренней облигационной задолженности (национальных эмитентов). В обращении находится около 17 тыс. выпусков.

В середине 1995 г. на рынке появились так называемые джамбо-пфандбрифы («слоновьи пфандбрифы» Jumbo Pfandbriefe. Этот термин относится к выпускам на сумму не менее 0,5 млрд. евро. К марту 2000 г. задолженность по джамбо-пфандбрифам достигла 349 млрд. евро. За 1999 г. объем рынка джамбо-пфандбрифов вырос на 50%. Почти все джамбо-пфандбрифы (более 90%) - основаны на ссудах правительственным органам.

Пфандбрифы выпускаются как в именной (1/4), так и предъявительской (3/4) форме. Большая часть облигаций может быть свободно конвертирована из предъявительских в именные и обратно.

Большая часть пфандбрифов имеет фиксированную ставку с выплатой процентного дохода раз в год.

Облигации выпускаются на срок от 1 до 10 лет. Наиболее распространены сроки в 3, 5 и 10 лет. Обычно погашение производится в конце срока разовым платежом, хотя изредка встречаются и отзывные выпуски. **Досрочное погашение не предусматривается** (в отличие, как мы видели, от американских и английских MBS).

Пфандбрифы обычно имеют немного более высокую доходность по сравнению с государственными облигациями. В среднем за период 1988-1996 гг. спред составлял 18 базисных пунктов для облигаций сроком 5 лет и 22 б.п. по облигациям сроком 10 лет. Спред по джамбо-пфандбрифам, как правило, меньше в связи с их более высокой ликвидностью.

#### Эмитенты

Пфандбрифы в Германии могут выпускать 45 финансовых учреждений: 25 частных ипотечных банка (из них 23 - чисто ипотечные и 2 - смешанные), 18 государственных (Земельных) кредитных учреждений и 2 частных банка по ипотечному кредитованию судов. **Доля частных ипотечных банков в выпуске пфандбрифов составляет примерно 70% ипотечных пфандбрифов - 80%).**

---

Ипотечные банки могут заниматься только чисто ипотечным кредитованием (за исключением кредитования горнодобывающих предприятий) или кредитованием государственного сектора. Смешанные ипотечные банки являются исключением, поскольку в момент принятия Закона об ипотечных банках в 1900 г. они уже были универсальными.

Для ипотечных банков предусмотрена форма акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью. Во всех «чистых» ипотечных банках значительная, а во многих львиная доля капитала принадлежит коммерческим банкам и страховым компаниям. Процесс слияний бурно протекал в 70-90-е годы и привел к усилению финансовых групп, в центре которых, как правило, находится один из германских гроссбанков.

Частные ипотечные банки являются ведущей группой специализированных банков Германии. Активы «чистых» ипотечных банков в конце 1999 г. составляли 770 млрд. евро, всех 25 ипотечных - 1170. Это, соответственно, 13 и 20% всех банковских активов.<sup>1</sup> 24 Частных ипотечных банка входят в Ассоциацию германских ипотечных банков (VDH).

Отношение капитал/активы у ипотечных банков составляет 10%. На ипотечные кредиты приходится примерно 50% общих активов ипотечных банков.

В кредитовании коммерческих объектов средняя величина кредита составляет 1,2 млн. евро, в жилищном кредитовании - 150 тыс. евро.

Среди государственных учреждений наиболее важная группа - 12 Земельных банков (Landesbanken) и DGz-DekaBank - их «вышестоящая» организация. В настоящее время Земельные банки, в отличие от чисто ипотечных банков, являются универсальными банками. DGz-DekaBank занят преимущественно кредитованием государственного сектора, операциями на денежном рынке и операциями с ценными бумагами. Основными акционерами Земельных банков являются местные ассоциации региональных сберегательных банков и правительства земель. Общие активы этой группы в конце 1999 г. составляли 1145 млрд. евро (20% активов германских банков).

Судостроительные ипотечные банки предоставляют долгосрочные займы на строительство и приобретение судов. Активы примерно 8 млрд. евро. Финансирование производится за счет выпуска судовых ипотечных облигаций. Как правило, эти облигации деноминированы в долларах США.

### Нормативная база

Выпуск пфандбрифов регулируется рядом законов.

---

<sup>1</sup> The Pfandbrief The European Credit Benchmark. FACTS AND FIGURES. Association of German Mortgage Banks. Bonn, 2000, p.19. /www.pfandbrief.org/

Закон о кредитных учреждениях (Kreditwesengesetz), распространяющийся на все немецкие банки.

Закон об ипотечных банках (Hypothekbankgesetz) 1900 г. Последняя поправка вносилась в 1996 г.

Специальный Закон, регулирующий выпуск пфандбрифов государственными учреждениями.

Закон об ипотеке судов 1943 г.

Ипотечные банки (как и все банки) находятся под контролем Федерального надзорного управления над банками ВАКred, которое следит за соблюдением Закона о кредитных учреждениях и Закона об ипотечных банках. Управление раз в несколько лет проводит проверки ипотечных банков.

### Инвесторы

На рынке доминируют крупные инвесторы: страховые компании, банки, инвестиционные фонды. Германские банки, страховые компании и инвестиционные фонды имеют 70% всех облигаций. 10% приходится на иностранных инвесторов.

### Механизм эмиссии

Эмиссия отличается в случае выпуска традиционных пфандбрифов и джамбо-пфандбрифов. Первые выпускаются напрямую инвесторам (tap basis) примерно так же, как выпускаются среднесрочные ноты (medium-term notes) на рынке еврооблигаций.

Джамбо-пфандбрифы выпускаются через консорциумы с гарантированной котировкой на покупку-продажу.

Создается два самостоятельных пула - закладных и кредитов государству. В случае банкротства ипотечного банка (а такого не было с момента принятия Закона об ипотечных банках в 1900 г.) средства этих пулов идут на удовлетворение требований владельцев пфандбрифов в первую очередь. В настоящее время имущество, служащее залогом, не включается в конкурсную массу.

Эти пулы отделены от остальных активов банка. Создание отдельных пулов для выпуска конкретных облигаций, как это бывает в случае с MBS, не допускается. Величина пулов, как и их структура, постоянно меняется (выдаются новые ссуды, старые погашаются и т.п.). Тем не менее, по закону банки обязаны постоянно поддерживать равенство между величиной активов пула и пассивов в форме пфандбрифов. Структура пула должна быть изложена в годовом отчете.

Ипотечные пфандбрифы в настоящее время погашаются разовым платежом. Владельцы пфандбрифов не имеют права досрочного погашения. Это связано с тем, что пар. 609 Германского гражданского

кодекса запрещает досрочное погашение ипотечной ссуды с фиксированной процентной ставкой в течение 10 лет с момента ее выдачи.

По закону проценты по пфандбрифам не должны превышать процентные выплаты по ссудам. Кроме того, должно соблюдаться соответствие между сроками ипотечных кредитов и сроками пфандбрифов (насколько это возможно).

Замена обеспечения строго контролируется. Когда такая замена оказывается невозможна, допускается использование государственных облигаций, однако их доля не должна превышать 10% общей стоимости обеспечения.

В целях контроля залог имущества должен быть зарегистрирован в специальном реестре недвижимости. Эмитенты дважды в год обязаны представлять сведения о всех проводках контролирующим органам.

В Германии выпуск пфандбрифов производится при наличии независимого контролера. Он назначается и оплачивается Федеральным надзорным управлением над банками. Задача контролера состоит в том, чтобы осуществлять контроль за наличием обеспечения, которое должно всегда составлять не менее 100%. Все пфандбрифы имеют подпись (факсимильную) контролера, удостоверяющего наличие достаточного покрытия. Ипотечные ссуды, однажды записанные в реестр, могут быть исключены из него лишь по согласию контролера. Он имеет право в любое время проводить проверки соответствующих банковских документов, относящихся к ипотечному кредитованию.

Ипотечные банки государственного сектора не обязаны назначать независимого контролера, тем не менее, в целях повышения надежности, многие из них это делают.

Объем выпущенных пфандбрифов не должен быть больше 60-кратной величины собственного капитала «чистого» ипотечного банка и 48-кратной величины - «смешанного» ипотечного банка.

При оценке имущества, служащего обеспечением, банки исходят не из рыночной стоимости, а из фундаментальных характеристик недвижимости. Обычно залоговая стоимость (lending value) примерно на 15% ниже рыночной стоимости.

Каждый ипотечный банк обязан иметь инструкции, касающиеся оценки. Оценка и предоставление ссуды должны осуществляться отдельно. Если банк для оценки использует собственных экспертов, между соответствующими подразделениями банка должны возводиться «китайские стены», дабы избежать пресловутой «конфликт интересов».

Ссуды, профинансированные с помощью пфандбрифов, не должны превышать 60% консервативно определенной стоимости имущества (loan value). На практике эта цифра составляет 50-55%. Таким образом владельцы пфандбрифов полностью застрахованы от риска снижения цен на недвижимость. Ссуды, превышающие 60 процентное ограничение,



возможны и реально осуществляются, однако их финансирование допускается только с помощью иных инструментов, например необеспеченных облигаций. Причем объем этих ссуд не может превышать 20% банковского портфеля ипотечных кредитов.

Более рискованные коммерческие проекты (нежилые помещения) не могут превышать 10% всех ипотечных кредитов.

Требования к государственным банкам менее строги, чем к ипотечным. Государственные банки не обязаны включать в годовой отчет данные о составе пула. На них не распространяется 60% лимит и консервативные требования оценки.

В прошлом пфандбрифы не имели рейтинговой оценки. Считалось, что инвестиционные качества их таковы, что получение рейтинга излишне. Лишь в самое последнее время германские банки начинают получать рейтинг пфандбрифов в связи со все большим выходом со своим продуктом на зарубежные рынки. Никаких специальных форм поддержки кредитоспособности здесь нет.

Вторичный рынок традиционно очень ограниченный. Банки-эмитенты выставляют котировки на фондовых биржах, но оборот минимален. Торговля может производиться в рамках электронной торговой системы Немецкой биржи, а также через систему Блумберг (Bloomberg's German Domestic Offering System).

Ипотечные облигации признаются как специфические ценные бумаги на уровне ЕС. Статья 22 (4) Инвестиционной директивы ЕС 1988 г. дает описание ипотечной облигации как юридической конструкции. В этой статье говорится, что такая облигация должна обязательно выпускаться кредитным учреждением, строго регулироваться государством и т.п. (перечисляются по сути дела все характеристики германских пфандбрифов). По своим инвестиционным качествам они приравнены к государственным ценным бумагам стран ЕС.

При покупке обычных облигаций банками они взвешиваются (в целях определения соотношения активов и собственного капитала) из расчета 20%. По одной из директив ЕС (EU Solvency Ratio Directive) применительно к пфандбрифам взвешивание равно 10%. Тот же принцип действует в отношении компаний по ценным бумагам (Capital Adequacy Directive).

Пфандбрифы могут использоваться в ломбардном кредитовании центральным банком. Инвестиционные фонды в общем порядке не могут инвестировать более 10% активов в ценные бумаги одного эмитента. Для пфандбрифов эта цифра составляет 20%. У страховых компаний доля пфандбрифов в резервах может достигать до 30%. Без каких-либо

ограничений в пфандбрифы можно инвестировать средства, находящиеся в доверительном управлении (трасте).<sup>1</sup>

Итак, если сравнивать американо-английские облигации, связанные с ипотекой и германские (европейские), то основные отличия заключаются в том, что пфандбрифы выпускаются первичным кредитором (а не специальной организацией) и ипотечные ссуды остаются на балансе банка эмитента пфандбрифов а не списываются с баланса первичного кредитора. В США система отличается централизацией, когда на рынке ценных бумаг, обеспеченных недвижимостью, абсолютно доминирует одна организация - Фанни Мэй. В Германии система децентрализована. Большое число ипотечных учреждений создает жесткую конкуренцию, что делает систему, по мнению сторонников германской модели, более эффективной.

### **Россия**

В России практика ипотечного кредитования имеет давнюю историю. Еще во второй половине XVIII в. в России появляются казенные дворянские банки, по характеру деятельности являвшимися учреждениями ипотечного кредита.

После отмены крепостного права в России двумя основными видами ипотечных учреждений становятся кредитные общества “на облигациях” и земельные банки (частные дворянские и городские, государственные поземельные). В целом в системе ипотечного кредита дореволюционной России главную роль играли два казенных ипотечных банка - Дворянский земельный банк, Крестьянский поземельный банк (более 2/3 всех ссуд под залог недвижимости), городские и губернские кредитные общества, дворянские негосударственные банки и акционерные земельные банки. Следует иметь в виду, что Россия была страной аграрной.

Особенностью ипотечного кредитования этих учреждений являлось то, что ссуды выдавались не деньгами, а облигациями (закладными листами в случае земельных банков).<sup>2</sup> Причем кредитные общества по действовавшему в них принципу солидарной ответственности членов общества весьма напоминали немецкие *Landschaften*.

Так, в процессе своей деятельности кредитное общество или земельный банк выступали в трех лицах: эмитента долговых обязательств, кредитора при выдаче ипотечного кредита залогодержателя при приеме закладного свидетельства от заемщика в обеспечение кредита.

---

<sup>1</sup> Для желающих получить более подробную информацию о системе ипотечного кредитования в Германии рекомендуем упомянутый выше источник *The Pfandbrief The European Credit Benchmark. FACTS AND FIGURES. Association of German Mortgage Banks. Bonn, 2000 /www.pfandbrief.org/*, доступный также на немецком и французском языке.

<sup>2</sup> Таранков В.И. Ценные бумаги Государства Российского. М., Тольятти, 1992, стр.432, 505.

Заемщик продавал облигации на вторичном рынке, получая необходимые денежные средства. С 1862 г. по просьбе Санкт-Петербургского городского кредитного общества Министерство финансов разрешило Государственному банку выдавать ссуды под залог этих облигаций в размере 90% их биржевой цены. Со временем то же правило было распространено на ипотечные облигации Московского кредитного общества.<sup>1</sup>

Госбанк проводил оплату вышедших в тираж облигаций и купонов в его конторах и отделениях, которые высылали эти документы после их оплаты в учреждения ипотечного кредитования, возмещавшие Госбанку совершенные выплаты.

Кредитная политика этих учреждений была достаточно консервативной, что обеспечивало их устойчивость. Кредиты выдавались в пределах 50-60% оценочной стоимости недвижимости. Сравним с аналогичной цифрой для пфандбрифов, приведенной выше!

Объем эмиссии закладных листов дворянских земельных банков ограничивался величиной, десятикратной сумме уставного и резервного капиталов.

Облигации некоторых дворянских земельных банков продавались за границей и имели номиналы в нескольких валютах. Любопытно, что на немецком языке они именовались так же, как в Германии - Pfandbriefe.

Т.е. в данном случае схема организации рынка ипотечного кредита и его финансирования отличалась от современного германского или американского варианта. Однако при всех трех вариантах обращает на себя внимание факт наличия развитого вторичного рынка ипотечных кредитов в форме рынка пфандбрифов, ипотечных облигаций или MBS, обеспечивающего жизнеспособность системы.

В целом за многие десятилетия работы ипотечных кредитных учреждений в дореволюционной России был накоплен богатый опыт, который может быть использован в настоящее время, когда в России делаются попытки создания системы ипотечного кредитования. Вместе с тем еще раз отметим, что система, существовавшая в России, когда ссуда выдавалась не деньгами, а облигациями, в настоящее время сохранилась лишь в Дании.<sup>2</sup>

С переходом России к рыночной модели экономики ипотечное кредитование начинает развиваться вновь.

Первым экспериментом по развитию системы кредитования в жилищном строительстве в России периода перехода к рыночной экономике можно считать выпуск жилищных сертификатов. Нормативная

---

<sup>1</sup> там же, стр.442

<sup>2</sup> О системе ипотечного кредитования в дореволюционной России см. также Голицын Ю.П. Фондовый рынок дореволюционной России. Очерки истории. - М.: ФИД "Деловой экспресс", 1998. Городецкий С. Ипотечные ценные бумаги в дореволюционной России // Рынок ценных бумаг. - 1999. - №19

база по выпуску жилищных сертификатов была положена Указом Президента РФ от 10 июня 1994 г. № 1182. Жилищные сертификаты в нем определялись как особый вид облигаций с индексируемой номинальной стоимостью, удостоверяющие право их собственника на:

приобретении собственником квартиры (квартир) при условии приобретения пакетов жилищных сертификатов;

получение от эмитента по первому требованию индексированной номинальной стоимости жилищного сертификата.

Жилищный сертификат удостоверяет внесение первым владельцем средств на строительство определенной общей площади жилья, размер которой не меняется в течение установленного срока действия жилищного сертификата. Номинал жилищного сертификата устанавливается в единицах общей площади жилья, а также в его денежном эквиваленте. При этом минимальный номинал жилищного сертификата, выраженный в единицах общей площади жилья, не может быть установлен менее 0,1 кв.м.

В качестве эмитентов жилищных сертификатов могут выступать юридические лица, зарегистрированные на территории РФ, имеющие права заказчика на строительство жилья. Эмитентами жилищных сертификатов не могут выступать банки, кредитные учреждения, товарные и фондовые биржи.

Программы выпуска жилищных сертификатов имели очень ограниченный успех и в настоящее время о них практически ничего не слышно.

На федеральном уровне принят Закон об ипотеке. Он не предусматривает создание специальных ипотечных банков. Однако в нем говорится об особом инструменте финансирования ипотечного кредита - закладной. В ст.13 говорится, что закладная - документ, удостоверяющий следующие законные права ее владельца: право на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой, имущества, указанного в договоре об ипотеке, без представления других доказательств существования этого обязательства; право залога на указанное в договоре об ипотеке имущество. В Законе об ипотеке закладная названа ценной бумагой. Т.е. авторы Закона сочли возможным превратить закладную в самостоятельную ценную бумагу - в документ, который фактически дублирует или заменяет договор ипотеки (закладное свидетельство). Введение этой конструкции, по замыслам авторов Закона, должно интегрировать рынок недвижимости с фондовым рынком и способствовать развитию в России вторичного рынка ипотечных кредитов.

У этой конструкции есть много критиков. В данный момент сложно сказать, к чему приведет возможное появление подобной новой ценной бумаги на рынке (пока этого не произошло). Однако фактом является то, что зарубежная практика, (по крайней мере, если иметь в виду основные

страны) не знает такого инструмента. Закладное свидетельство в тех же США не является свободно обращающимся документом.

Одним из важнейших юридических препятствий для развития системы жилищного ипотечного кредитования остается сохраняющийся институт прописки (регистрации).

В настоящее время разрабатывается проект Федерального закона «Об ипотечных эмиссионных ценных бумагах». В нем предлагается ввести в России некую гибридную схему рефинансирования ипотечных кредитов, включающую как элементы «американской» (возможное участие финансового посредника), так и «немецкой» модели (введение в оборот закладных листов, обеспечение выпуска ипотечных ценных бумаг единым пулом кредитов, наличие специального реестра обеспечения по ипотечным бумагам, отсутствие права на досрочное погашение).

В 1997-1998 гг. России, и в первую очередь в Москве, были предприняты шаги по реализации американской схемы выпуска ценных бумаг, основанных на закладных - mortgage backed securities MBS.

Вероятно, это связано в первую очередь с тем, что именно представители Фанни Мэй, питаемые средствами из программ помощи правительства США, проявляли наибольшую активность как консультанты российских банков.

С идеей создания организации, подобной Фанни Мэй, выступило российское Правительство: согласно Постановлению №1010 от 26.08.96 создано федеральное Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК). Для успешного запуска программы предполагалось привлечь крупную сумму денег из США, которая, однако, предоставлена не была и в настоящее время Агентство хотя и функционирует, но далеко не в том виде, как было задумано. О выпуске ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, пока говорить рано. Пока АИЖК только помогает объединить кредиты, выданные различными банками, в единый пул.

Реальный результат деятельности АИЖК – осуществление программ ипотечного кредитования в Санкт-Петербурге – стал возможен опять же за счет средств, выделяемых США. Агентство производит рефинансирование ипотечных кредитов, выдаваемых банками на средства, предоставляемые инвестиционным Фондом «США-Россия». Фонд работает в рамках программы поддержки рыночных реформ, реализуемой американским правительством и считает ипотечное жилищное кредитование одной из приоритетных областей своей деятельности. Его программа ипотечного кредитования началась в апреле 1998 года. Фонд создал специальную компанию «Дельта-кредит», которая будет предоставлять долгосрочное финансирование российским коммерческим банкам.

Большая работа по развитию ипотечного рынка предпринята правительством Москвы. В Москве была централизована система ведения реестра сделок с недвижимостью, официально установлены верхний

предел доли суммы кредита в стоимости закладываемого имущества (Постановление Правительства Москвы № 201 «О целевых накопительных жилищных вкладах и кредитовании жилищного строительства», статья 2.7). Принят Закон об оценочной деятельности в г.Москве. Постановлением Правительства г. Москвы № 907 от 23.12.1997 г. было принято решение о создании «Открытого акционерного общества по титульному страхованию прав собственности на недвижимое имущество».

Опять же при содействии специалистов Фанни Мэй была разработана программа развития системы ипотечного кредита с созданием ОАО «Московское ипотечное агентство» (МИА), с долей участия г. Москвы не менее 51 % (наподобие самой Фанни Мэй), для запуска которой также предполагалось получить ссуду из США. Однако, насколько нам известно, эти деньги так и не были получены и МИА пока не функционирует. Его обязанности возложены на Банк Москвы. Уполномоченные банки – кредиторы в рамках московской программы: Инвестсбербанк, Московский банк Сбербанка России, Мосстройэкономбанк и Банк Москвы.<sup>1</sup>

Хотелось бы обратить внимание читателей на любопытный факт: в странах Восточной Европы США напрямую или косвенно (через Всемирный банк, где основным донором опять же выступают США) потратили десятки миллионов долларов в рамках программ помощи по созданию систем ипотечного кредитования и финансирования по американскому образцу, однако в итоге эти страны приняли законы, основанные на германском (европейском континентальном) праве, как более соответствующим историческим традициям и экономическим реалиям этих государств.

В то же время в последние годы в континентальных европейских странах, например в той же Германии, все чаще начинают обращаться к американской и английской системе секьюритизации активов путем выпуска БОИ (MBS). Иными словами две модели не являются антагонистами и могут действовать параллельно.

---

<sup>1</sup> Подробнее о проблемах развития ипотеки в Москве см. Попов Ю.А. Ипотечное кредитование в Москве: механизмы, проблемы, состояние // Банковское дело. – 1999. - №12.