

**ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

Работа допущена к защите:

зав. кафедрой

проф. Миркин Я.М.

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

на тему: *«Ипотечные облигации: зарубежный опыт и
перспективы на российском рынке».*

Выполнила студентка группы К 5-4

Московская Ю.И.

Научный руководитель

проф. Алексеев М.Ю.

Научный консультант

д.э.н. Рубцов Б.Б.

Консультант кафедры АИТ

доц. Литвиненко А.Ф.

МОСКВА 2003

Содержание.

Введение	3
Глава I. Ипотечный кредит: сущность, виды, история развития.	5
§1. Экономическая сущность ипотечного кредита.	5
§2. Место и роль ценных бумаг в системе ипотечного кредитования.	11
§3. История ипотеки.	20
Глава II. Ипотечные облигации: зарубежный опыт.	31
§1. Американская модель ипотечного кредитования.	31
§2. Европейская модель финансирования ипотечных кредитов.	47
§3. Ипотечное кредитование в СНГ (на примере Казахстана).	57
Глава III. Ипотечные ценные бумаги: перспективы на российском рынке.	64
§1. Развитие ипотечного кредитования в России в 90-е гг.	64
§2. Ипотечные ценные бумаги в России: состояние и перспективы.	71
§ 3. Автоматизация учета и хранения ипотечных ценных бумаг.	87
Заключение	96
Список использованной литературы	101
Приложения	105

Введение.

Развитие ипотечного кредитования, или кредитования под залог недвижимости, в настоящее время является одной из наиболее актуальных задач для России, прежде всего потому, что именно ипотека может стать эффективным инструментом решения жилищной проблемы россиян и будет способствовать формированию среднего класса. Кроме того, мировой опыт свидетельствует о позитивной роли ипотеки в преодолении кризиса и ускорении проведения экономических реформ, что не менее важно для нашей страны.

Безусловно, в качестве залога могут выступать не только жилые помещения, но и производственная, коммерческая, недвижимость и земельные участки. Однако большая часть ипотек во всем мире связана с кредитованием покупки жилья. Не является исключением и Россия, поскольку на сегодняшний день именно жилье является наиболее ликвидной недвижимостью. Именно поэтому основное внимание в данной работе будет уделено инструментам жилищного кредитования.

Однако не следует забывать, что ипотечное кредитование – это не просто предоставление банками кредитов. Это целая система, основу которой составляют различные механизмы привлечения свободных финансовых ресурсов для рефинансирования ипотечных схем. И одним из наиболее эффективных инструментов формирования ресурсов для долгосрочного ипотечного кредитования является выпуск ипотечных облигаций, которые и составляют предмет нашего исследования.

В данной работе под ипотечными облигациями мы будем понимать все фондовые инструменты, в основе которых лежат обязательства по кредитам, обеспеченными залогом недвижимости, не зависимо от правового статуса эмитента и модели рефинансирования.

Отсутствие в нашей стране долгое время института частной собственности привело к утере опыта организации ипотечного кредитования. Однако сейчас, когда стоит вопрос о выборе модели ипотеки или о построении принципиально новой модели, опирающейся на эффективно работающие западные схемы, в экономической литературе все чаще подни-

мают вопрос о необходимости ипотечных ценных бумаг. Так, по мнению ряда экономистов, именно отсутствием этих инструментов фондового рынка можно объяснить столь медленное развитие ипотеки в нашей стране.

В этой связи большое значение приобретает изучение теоретических основ ипотечного кредитования, о чем и пойдет речь в первой главе данной работы. Кроме того, обратимся к истории ипотеки, уделив особое внимание ипотечным фондовым инструментам, широко распространенным в нашей стране до революции, так как многие из них в настоящее время используются за рубежом и вполне могут работать сегодня на российском рынке.

Во второй части нашего исследования сравним основные зарубежные модели ипотечного кредитования и попытаемся проанализировать возможности применения этих схем в России.

В третьей главе речь пойдет о различных ипотечных схемах и инструментах, появившихся на российском рынке в 90-е гг. Кроме того, попытаемся оценить состояние и перспективы ипотечных ценных бумаг в России и проанализировать проблемы, с которыми придется столкнуться при создании этого сегмента фондового рынка.

Глава I. Ипотечный кредит: сущность, виды, история развития.

§1. Экономическая сущность ипотечного кредита.

Ипотека (от греч. *hypothēke* - залог) - это разновидность имущественного залога, служащего обеспечением исполнения основного денежного обязательства должника (залогодателя) перед кредитором (залогодержателем)¹. При этом кредитор-залогодержатель не становится собственником залога, однако получает в случае невыполнения условий кредитного (основного) договора право компенсировать непоплаченный долг за счет реализации заложенного имущества.

Особенность данного вида залога состоит в том, что его предметом всегда является *недвижимое имущество*, незавершенное строительство недвижимого имущества или право аренды недвижимости. Имущество, которое нельзя разделить без изменения его назначения (неделимое), не может быть передано в ипотеку по частям. На имущество, находящееся в общей совместной собственности, ипотека может быть установлена только при наличии согласия на это всех собственников (в письменной форме). Имущество, изъятое из гражданского оборота, не может быть предметом ипотеки.

Как правило, перечень объектов недвижимости, которые могут служить предметом ипотеки, устанавливается законодательством. Так, в России, согласно Федеральному закону «Об ипотеке (залоге недвижимости)» по договору об ипотеке может быть заложено недвижимое имущество, указанное в пункте 1 статьи 130 Гражданского кодекса Российской Федерации, в том числе:²

- земельные участки (за исключением земельных участков, указанных в ст. 63);
- предприятия (как имущественный комплекс), а также здания, сооружения и иное недвижимое имущество, используемое в предпринимательской деятельности;

¹ Гришаев С.П. Все о недвижимости.- М.: БЕК, 2000, с.128.

² Федеральный закон от 16 июля 1998г. №102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» (в редакции Федерального закона «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 14 февраля 2002 г.) ст.5.

- жилые дома, квартиры и части жилых домов и квартир, состоящие из одной или нескольких изолированных комнат;
- дачи, садовые дома, гаражи и другие строения потребительского назначения;
- воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания и космические объекты.

По сути, ипотека не является самостоятельной экономической категорией.³ Основное ее назначение - обеспечение выданных кредитов залогом недвижимого имущества (*ипотечное кредитование*).

Ипотечный кредит – это долгосрочная ссуда (в разных странах сроки варьируются от 10 до 40 лет), предоставляемая, как правило, для приобретения недвижимости под залог данной недвижимости в качестве обеспечения обязательства под 3-15% годовых.⁴ Благодаря своей долгосрочности такие кредиты особенно удобны в тех случаях, когда выплата процентов и погашение основного долга возможны только из текущих, как правило, невысоких доходов, т.е. небольшими взносами. Особенно это характерно для жилищного ипотечного кредитования.

В странах с менее благоприятными экономическими условиями долгосрочное кредитование зачастую невозможно, поэтому ипотечные кредиты предоставляются на срок 3-5 лет.⁵ В частности, в России «долгосрочный ипотечный жилищный кредит - это кредит или заем, предоставляемый на срок 3 года и более банком (кредитной организацией) или юридическим лицом (некредитной организацией) физическому лицу (гражданину) для приобретения жилья под залог приобретаемого жилья в качестве обеспечения обязательства».⁶

Сумма выдаваемого кредита обычно не превышает 60-70% от стоимости приобретаемой недвижимости, при этом заемщик обязан внести первоначальный взнос на оплату

³ Рябченко Л.И. Ипотечное кредитование.- М.: ФА при Правительстве РФ, 2001, с.13.

⁴ Гришаев С.П. Все о недвижимости.- М.: БЕК, 2000, с.128.

⁵ Рябченко Л.И. Ипотечное кредитование.- М.: ФА при Правительстве РФ, 2001, с.17

⁶ Постановление Правительства РФ от 11.01.2000г. № 28 “О мерах по развитию системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации” // Собрание законодательства РФ, 2000 № 3, ст.278

части жилья (downpayment), как правило, в сумме 30-40% его стоимости за счет собственных средств. Величина ежемесячного платежа по кредиту, как правило, не должна превышать 30-35% совокупного дохода заемщика за соответствующий период⁷.

Существует точка зрения, что ипотечный кредит - это разновидность потребительского кредита, так как цель потребительского кредитования - удовлетворение потребностей населения, одной из которых является потребность в жилье. Однако особенности ипотечных ссуд, такие, как: долгосрочный характер, залог недвижимого имущества, большая сумма в отличие от потребительских кредитов на текущие нужды,- позволяют выделить их в отдельную категорию⁸.

Ипотечное кредитование базируется на пяти основных принципах: платности, срочности, возвратности, обеспеченности и целевого использования средств. Основным обеспечением возвратности кредитных средств служит залог приобретаемого имущества. Нецелевое использование заемных средств, а также непредоставление кредитору возможности осуществлять контроль за использованием средств по назначению дают последнему право требовать досрочного возврата кредита и процентов.

В мировой практике используют кредиты с различными режимами погашения, что позволяет расширить масштабы их применения и снизить процент невозврата. Наиболее распространены следующие виды⁹:

- ✓ Стандартный ипотечный кредит с фиксированной процентной ставкой (аннуитетный) предусматривает ежемесячные платежи, включающие полный платеж по процентам, начисляемым на остаток основного долга, а также часть самого кредита, рассчитываемую таким образом, чтобы все платежи были равными на весь кредитный период;

⁷ Постановление Правительства РФ от 11.01.2000г. № 28 “О мерах по развитию системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации” // Собрание законодательства РФ, 2000 № 3, ст.278

⁸ Рябченко Л.И. Ипотечное кредитование.- М.: ФА при Правительстве РФ, 2001, с.24

⁹ Балабанов И.Т. Экономика недвижимости: учебное пособие. - С.-ПБ.: Питер, 2000, с.169.

- ✓ «Пружинный» кредит предполагает осуществление равновеликих периодических платежей в счет погашения основной суммы, а также процентных выплат, однако проценты в этом случае рассчитываются от остаточной суммы основного долга, которая постоянно уменьшается;
- ✓ При «ролл-оверном» кредите срок разбивается на временные отрезки (3 или 6 месяцев) и для каждого из них с учетом конъюнктуры рынка устанавливается своя процентная ставка. Этим он и отличается от кредита с фиксированной процентной ставкой («пружинной» ипотеки);
- ✓ «Шаровая» ипотека предусматривает периодические выплаты только процентов. В течение нескольких первых месяцев или лет основная сумма долга не погашается или погашается только малая ее часть. Затем наступает срок выплаты всего остатка, т.е. «шаровой» платеж означает крупный итоговый платеж по кредитному долгу;
- ✓ Ипотечный кредит с ростом платежей предполагает минимальный первый взнос. Постепенно взносы увеличиваются, и на определенном этапе осуществляется переход на равномерные платежи по схеме аннуитета.

Стандартная *процедура получения ипотечного кредита* в банке состоит из нескольких этапов (см. Приложение 1) и начинается с предварительной квалификации потенциального клиента и оформления заявления на получение кредита. На следующем этапе банк собирает и проверяет информацию о клиенте и о залоге и оценивает вероятность погашения кредита (эта процедура называется андеррайтингом заемщика), после чего принимает решение о выдаче кредита или дает мотивированный отказ.

При положительном решении кредитор рассчитывает сумму кредита и формулирует другие важные условия его выдачи (срок, процентная ставка, порядок погашения). Затем начинается подбор квартиры, соответствующей финансовым возможностям заемщика и требованиям кредитора, и проводится оценка предмета ипотеки. Последний этап - за-

ключение договора купли-продажи между заемщиком и продавцом, а также кредитного договора и договора ипотеки между заемщиком и кредитором.

В кредитном договоре стороны предусматривают: сумму и срок кредита; размер процентов за пользование кредитом; очередность погашения кредита и процентов по нему; основания для досрочного расторжения договора и взыскание кредита и процентов по нему и т.д.

По договору об ипотеке заемщик (залогодатель), закладывая недвижимость, приобретенную за счет кредита, теряет право распоряжаться ею, но сохраняет право владения и пользования. Кредитор становится залогодержателем, что дает ему возможность в случае неисполнения заемщиком обязательств по кредитному договору получить удовлетворение своих денежных требований к должнику из стоимости заложенного имущества преимущественно перед другими кредиторами залогодателя. Залогодержатель вправе проверять наличие и состояние недвижимости и требовать принятия необходимых мер по сохранности этого имущества. Обязательным является страхование предмета ипотеки, а также жизни, здоровья и трудоспособности заемщика за его счет.

В договор ипотеки включаются следующие условия: предмет ипотеки; цена передаваемого в ипотеку имущества, существо основного обязательства, обеспечиваемого ипотекой (предоставление кредитных средств); размер кредита и процентов; срок исполнения основного обязательства; требования по страхованию передаваемого в ипотеку имущества; основания обращения взыскания на предмет ипотеки и другие. Договор об ипотеке должен быть нотариально удостоверен и подлежит государственной регистрации.

Кроме того, залогодатель составляет **закладную**, которая передается кредитору органом, осуществляющим государственную регистрацию ипотеки, и удостоверяет право ее законного владельца «на получение исполнения по денежному обязательству, обеспечен-

ному ипотекой, без представления других доказательств существования этого обязательства», а также «право залога на имущество, обремененное ипотекой».¹⁰

После государственной регистрации и урегулирования расчетов с продавцом недвижимости заемщик вселяется в приобретенную квартиру. В дальнейшем кредитор производит обслуживание кредита, т.е. принимает платежи от заемщика, ведет бухгалтерские записи о погашении основной задолженности и процентов. В случае выполнения обязательств по кредитному договору кредит считается погашенным, а ипотека прекращается, о чем делается запись в государственном реестре. В случае неисполнения заемщиком обязательств осуществляется обращение взыскания на предмет залога с последующей его реализацией, чтобы погасить задолженность заемщика перед кредитором. Оставшаяся после погашения кредита сумма за вычетом расходов, связанных с процедурой обращения взыскания и реализацией жилья, возвращается бывшему заемщику.

Таким образом, субъектами рынка ипотечных кредитов являются (см. Приложение 2):

- заемщики (покупатели недвижимости);
- продавцы недвижимости;
- кредиторы (банки и другие кредитные организации).

Считается, что кредит под залог недвижимого имущества является одним из самых надежных видов кредита.¹¹ Однако, как и любой другой вид банковских операций, ипотечное кредитование подвержено рискам (см. Приложение 3), наиболее характерными из них являются: кредитный риск; риск процентной ставки; риск ликвидности; опционные риски (риск досрочного погашения, риск изменения условий мобилизации ресурсов).

¹⁰ Федеральный закон от 16 июля 1998г. №102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» (в редакции Федерального закона «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 14 февраля 2002 г.) ст.13.

¹¹ Рябченко Л.И. Ипотечное кредитование. - М.: ФА при Правительстве РФ, 2001, с.28

§2. Место и роль ценных бумаг в системе ипотечного кредитования.

Ипотеку можно рассматривать упрощенно - лишь как взаимодействие заемщика и банка. Однако в экономической литературе, посвященной вопросам ипотечного кредита, чаще всего речь идет о *системе ипотечного кредитования*, под которой понимается «совокупность взаимодействующих элементов и взаимосвязанных отношений, обеспечивающих осуществление кредитования под залог недвижимости». ¹² Элементами такой системы являются ипотечные кредитные институты и вспомогательные элементы (инфраструктура), без которых невозможно эффективное ее функционирование. Специфика ипотечного кредитования, его тесная связь с оценкой стоимости, страхованием и регистрацией недвижимости, определила необходимость существования следующих инфраструктурных звеньев:

- ✓ страховых компаний;
- ✓ профессиональных оценщиков;
- ✓ риэлтерских фирм;
- ✓ системы регистрации оборота недвижимого имущества;
- ✓ организаторов вторичного рынка ипотечных кредитов;
- ✓ нотариата, паспортных служб, органов опеки и попечительства, юридических консультаций и т.д.

Связующим звеном, в рамках которого происходит взаимодействие ипотечной системы и субъектов экономической деятельности, является *рынок ипотечных кредитов*, который делится на первичный и вторичный.

Первичный рынок (фактически был рассмотрен выше) характеризуется взаимодействием заемщика и банка, а его инструментами являются собственно ипотечные кредиты.

Вторичный рынок, инструментами которого являются ценные бумаги, обеспеченные ипотечными кредитами (закладными), способствует привлечению ресурсов для кре-

¹² Рябченко Л.И. Ипотечное кредитование. - М.: ФА при Правительстве РФ, 2001, с.33

дитования и характеризуется взаимодействием кредиторов, посредников и инвесторов, т.е. здесь происходит продажа выданных кредитов конечным инвесторам (см. Приложение 5-6).¹³ При этом «происходит трансформация персонафицированных прав по кредитным обязательствам и договорам об ипотеке в обезличенные доходные бумаги (облигации)». ¹⁴

Ипотечные кредитные институты, непосредственно осуществляющие кредитование под залог недвижимости, являются основным звеном системы, при этом в каждой стране состав участников различен (см. Приложение 4). Однако условно можно выделить две модели ипотечного института:

1. Модель депозитного института (сберегательного банка), аккумулирующего свои средства в основном через вклады. Депозитные институты предоставляют ипотечные ссуды и занимаются их обслуживанием, и, кроме того, являются инвесторами, т.е. держат выданные кредиты в своем портфеле.

2. Модель ипотечного банка, финансирующего начальные операции за счет собственного капитала и срочных займов; такие банки вкладов не привлекают, но выдают и обслуживают кредиты. При этом выданные кредиты продаются инвесторам на вторичном рынке.

Таким образом, после предоставления ссуды кредитор выбирает одну из трех стратегий:¹⁵

- ✓ продать кредит (закладную) посредникам (например, ипотечным агентствам);
- ✓ использовать кредит (закладную) в качестве основы для эмиссии обеспеченных ипотечных облигаций;
- ✓ оставить кредит (закладную) в своем долгосрочном портфеле и получать доход в виде платы, поступающей от заемщика.

¹³ Копейкин А., Стебенев Л., Скоробогатько Б, Пенкина И. Американская модель ипотеки. // Рынок ценных бумаг.- 1999.- №8.

¹⁴ Довдиенко И.В. Ипотека. Учебно-практическое пособие. – М.: РДЛ, 2002, с.69

¹⁵ Миронов В., Попова А. Рынок ипотечных облигаций. // Рынок ценных бумаг.- 1998.- № 4, с.35.

Первая и вторая стратегии предполагают выпуск ценных бумаг, или *секьюритизацию* кредитов (от английского «securities» – ценные бумаги). В широком смысле, секьюритизация означает превращение малоликвидных долгосрочных банковских активов (непогашенная задолженность по ипотечным кредитам) в долгосрочные долговые ценные бумаги для продажи инвесторам.¹⁶ Таким образом, именно секьюритизация является реальным способом мобилизации «длинных» ресурсов для ипотечного кредитования, так как позволяет избежать несоответствия активов и пассивов по срокам¹⁷, а следовательно, снижает риски кредитного учреждения, в частности, риск снижения его ликвидности, рыночный риск или риск изменения рыночных процентных ставок по различным статьям активов и пассивов.¹⁸

При этом существует мнение, что следует разделять понятие «секьюритизация» и «операции на вторичном ипотечном рынке», ибо эти механизмы по своей природе несколько различаются, хотя и приводят к одинаковым результатам, а именно мобилизации средств.¹⁹ С одной стороны, операция на вторичном рынке предполагает продажу прав требования по выданной ссуде кредитором другому лицу, желающему иметь в своем портфеле ипотечный кредит, при этом ссуда списывается с баланса первичного кредитора, хотя он может продолжать обслуживать кредит. Таким образом, на вторичном рынке покупаются и продаются права требования по уже выданным кредитам, в том числе пучкам (пакетам) кредитов. Самый обширный вторичный рынок ипотечного кредита - рынок США, на котором ипотечные агентства продают свои долговые обязательства инвесторам, а полученные от продажи средства направляются на выкуп ипотечных кредитов у банков.

¹⁶ Рябченко Л.И. Развитие системы ипотечного кредитования в США.// Бизнес и банки, 1998 № 49 с.7., а также Усоскин В.М. Секьюритизация активов. // Деньги и кредит.- 2002.-№5. с.39.

¹⁷ Такое несоответствие появляется, если банк формирует портфель долгосрочных ипотечных кредитов, опираясь на краткосрочные источники.

¹⁸ Усоскин В.М. Секьюритизация активов. // Деньги и кредит.- 2002.-№5. с.39.

¹⁹ Митрошина К. Использование секьюритизации в развитии ипотечного кредитования.// Рынок ценных бумаг.- 1999.-№ 4, с.37.

Достоинством ипотечных бумаг по сравнению с необеспеченным облигационным займом является наличие многоуровневого обеспечения в виде:²⁰

- долговых обязательств заемщика в форме ипотечных кредитов;
- страхования доходов заемщика;
- банковской гарантии на случай банкротства заемщика;
- недвижимости в случае банкротства банка;
- страхования стоимости недвижимости;
- поручительства государства в случае некредитоспособности агентства.

С другой стороны, секьюритизация не предполагает продажу требования по ссуде, но выпускается ценная бумага, обеспеченная выплатами основного долга и процентов, а также заложенным имуществом.²¹ Таким образом, выданный кредит является активом банка, а выпущенные затем бумаги формируют пассив. Бенефициаром ссуды становится другой субъект, а сами ценные бумаги могут быть также проданы на вторичном рынке.

Традиционна для банков следующая схема: выдача ипотечных кредитов сроком, например, на 10 лет по фиксированной процентной ставке и последующий выпуск большого транша ипотечных облигаций на соответствующую сумму и на тот же срок по более низкой процентной ставке.²² Таким образом, соблюдается точное соответствие активов и пассивов банка. Платежи заемщика по кредиту используются банком на выплату процентов по облигациям. При этом способе банк несет риск преждевременного погашения кредита заемщиком, в результате чего облигации могут оказаться необеспеченными доходами по выданным кредитам и заложенным имуществом. Поэтому, как правило, банки взимают высокую комиссию за досрочное погашение кредита.

²⁰ Копейкин А., Стебнев Л., Скоробогатько Б., Пенкина И. Развитие ипотечного кредитования в России. // Рынок ценных бумаг.- 1999.-№ 8, с.28.

²¹ Митрошина К. Использование секьюритизации в развитии ипотечного кредитования.// Рынок ценных бумаг.- 1999.-№ 4, с.37.

²² Митрошина К. Ипотечные банки: зарубежная практика.// Финансовый бизнес.- 2000.-№ 8, с.32

Другой способ состоит в том, что лицу, желающему приобрести объект недвижимости, выдаются облигации кредитора, которые он продает на открытом рынке, получая таким образом необходимые средства.

Таким образом, и в том, и в другом случае ключевым моментом является выпуск ценных бумаг с целью их продажи инвесторам на фондовом рынке. Поэтому в данной работе под термином «секьюритизация» мы будем в равной степени понимать следующие механизмы рефинансирования ипотечных кредитов:

1. эмиссия ипотечных ценных бумаг, имеющих коллективную гарантию (т.е. обеспеченных пулом ипотечных кредитов)²³;
2. эмиссия ипотечных облигаций – банковских долгосрочных долговых обязательств, обеспеченных залогом недвижимости (закладные листы).²⁴

Итак, рассмотрим **основные виды ценных бумаг**, используемых для рефинансирования ипотечных кредитов.

Прежде всего, первичный кредитор, выдавая ипотечные кредиты, формирует у себя портфель непогашенных обязательств. Затем однородные кредиты (т.е. совпадающие по условиям кредитования: срокам, схеме выплат, категории заемщиков, виду заложенной недвижимости, качеству, рискам и т.д.) объединяются в пулы и обычно передаются специализированным институтам в качестве обеспечения выпуска вторичных ценных бумаг. Требование стандартизации ссуд в данном случае очень важно, поскольку в противном случае нельзя будет дать оценку выпущенным на их основе ценным бумагам и прогнозировать их риски и доходность, что, несомненно, сделает их непривлекательными для конечного инвестора. Как правило, первичный кредитор обращается к рейтинговому агентству, которое и определяет рейтинг выпуска ценных бумаг.

²³ Наиболее широко распространен в американской (двухуровневой) модели организации рынка ипотечного кредитования.

²⁴ Этот механизм присущ европейской (немецкой) одноуровневой системе ипотеки.

Ценные бумаги, выпущенные на основе пула, принято называть переводными (переходными, или сквозными) ипотечными ценными бумагами (pass-through securities).²⁵ Они отличаются от традиционных финансовых инструментов тем, что периодичность и размер выплат по ним определяются поступлениями по ипотечным кредитам, обеспечивающим данный выпуск. Таким образом, при помощи переводной бумаги платежи по ипотечным кредитам как бы переводятся от заемщика к конечному инвестору за вычетом сборов посреднических структур (отсюда и название – «переводная» бумага). Такие бумаги может выпускать как посредник на основе ипотечных кредитов, приобретенных у банков-кредиторов, так и сам банк (первичный кредитор), получивший для ценных бумаг гарантию специально создаваемого государственного (или квазигосударственного) агентства.

И банки, и операторы вторичного рынка могут пополнять ресурсную базу за счет выпуска обычных долговых бумаг (облигаций). Однако механизм секьюритизации в сравнении с традиционными финансовыми инструментами позволяет:²⁶

- привлечь большой объем частного капитала посредством предоставления своеобразных финансовых инструментов, пользующихся спросом на рынке;
- снизить стоимость привлекаемых ресурсов;
- повысить стабильность финансовой сферы посредством гибкого распределения рисков.

Другим видом ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами, являются облигации. Отметим, что такие бумаги представляют собой общее долговое обязательство эмитента, обеспеченное ипотечными кредитами.²⁷ Как правило, дата погашения и сроки периодических платежей установлены заранее: в определенные сроки выплачиваются проценты, а основной долг погашается по истечении ее срока. При этом выплаты по обли-

²⁵ Жилье: комплексный взгляд. Под общ. ред. В.М. Агапкина.- М.: АВЧ, 2001, с.704.

²⁶ Копейкин А., Стебнев Л., Скоробогатько Б., Пенкина И. Американская модель ипотеки.// Рынок ценных бумаг.- 1999.-№ 8, с.22.

гациям напрямую не связаны с платежами по ипотечным кредитам.²⁸ Так, если, приобретаемая переводные ценные бумаги, инвестор становится владельцем определенной доли в пуле ипотечных кредитов, то в модели с облигациями ипотечные кредиты (а следовательно, и генерируемые ими доходы) принадлежат эмитенту, а сами ценные бумаги – инвесторам.

Все это делает такие облигации более схожими с традиционными корпоративными бумагами, чем с бумагами типа pass-through. Основным отличием облигаций, обеспеченных ипотекой, от корпоративных является их особый залоговый механизм. При этом обеспечением могут служить не только ипотечные кредиты, но и переводные ценные бумаги, выпущенные на базе закладных.²⁹

В последнее время для расширения круга инвесторов был создан новый финансовый инструмент - разновидность ипотечных бумаг, а именно, «проплачиваемая» облигация (pay through bond). По сути, это та же облигация, обеспеченная ипотечными кредитами. Однако в ней, как и в бумагах типа pass-through, поток денежных поступлений по ипотечным кредитам связан с выплатами по ценным бумагам, хотя сроки платежей могут и не совпадать (например, ежемесячные платежи по кредиту трансформируются в полугодовые выплаты по облигациям).³⁰

Ипотечные ценные бумаги несут в себе **четыре основных вида рисков.**

Кредитный риск - это риск неуплаты (несвоевременной уплаты или уплаты не в полном объеме) заемщиком обязательств по ипотечному кредиту. Кредитный риск включает две составляющие: риск дефолта заемщика и риск залога.³¹

Риск дефолта, в свою очередь, измеряется двумя критериями: финансовой возможностью заемщика погасить кредит и его надежностью. В первом случае рассчитывается

²⁷ Батлер С., Пастухова Н. Подходы к проблеме банкротства эмитента ипотечных ценных бумаг. // Рынок ценных бумаг. - 2002. - № 19, с.41.

²⁸ Жилье: комплексный взгляд. Под общ. ред. В.М. Агапкина. - М.: АВЧ, 2001, с.705.

²⁹ Жилье: комплексный взгляд. Под общ. ред. В.М. Агапкина. - М.: АВЧ, 2001, с.705.

³⁰ Жилье: комплексный взгляд. Под общ. ред. В.М. Агапкина. - М.: АВЧ, 2001, с.707.

³¹ Минц В. Готов ли рынок? // Рынок ценных бумаг. - 2002. - №4, с.21.

коэффициент, характеризующий долю ежемесячных выплат по кредиту в ежемесячном доходе заемщика. Чем ниже этот показатель, тем меньше вероятность дефолта.

Основным критерием оценки надежности заемщика является так называемая кредитная история. Понятно, что чем чаще заемщик допускал задержки каких-либо платежей, тем выше вероятность кредитного риска. Для оценки кредитной истории во многих странах создаются специализированные организации – кредитные бюро, которые создают на каждого заемщика кредитное досье на основе информации банков и других организаций. Бюро анализирует информацию по предыдущим ипотечным кредитам, операциям с кредитными картами, кредитам на обучение, потребительским кредитам и т.д. на базе этих данных клиенту присваивается «рейтинг», в количественном виде отражающий возможность дефолта.³²

Риск залога - это риск того, что в случае дефолта заемщика держатель ценной бумаги не сможет компенсировать свои затраты на ее приобретение за счет продажи предмета залога по ряду причин: потеря времени и средств на судебные процедуры, падение цен на недвижимость и т.д.³³ Таким образом, чтобы управлять риском залога, держатель ценной бумаги должен точно знать, возможно ли обратиться взыскание на заложенное имущество и какие при этом он понесет издержки. Кроме того, должен иметь место некоторый «запас по цене» на случай ее падения. Именно поэтому сумма кредита, как правило, меньше стоимости залога. Отметим также, что чем выше сумма, которую вносит сам заемщик при покупке недвижимости (downpayment), тем ниже не только риск залога, но и вероятность дефолта.

В настоящее время кредитный риск для конечного инвестора сведен к минимуму посредством трех механизмов: обязательного страхования заложенной недвижимости, предоставления гарантии со стороны агентства (оператора вторичного рынка), а также путем установления критериев андеррайтинга заемщиков.

³² Минц В. Готов ли рынок? // Рынок ценных бумаг.- 2002.- №4, с.21.

³³ Минц В. Готов ли рынок? // Рынок ценных бумаг.- 2002.- №4, с.22.

Риск ликвидности связан со снижением ликвидности вторичного рынка из-за возможности существенного спреда между ценами покупки и продажи финансового инструмента, иными словами, это риск того, что ипотечную бумагу не удастся реализовать без потерь.

Риск досрочного погашения имеет место только в случае, если кредитный договор специально предусматривает такую возможность. Выделяют несколько основных причин досрочного погашения: при продаже заложенной недвижимости; в случае, когда рыночная ставка процента становится ниже ставки по кредиту; в случае реализации заложенного имущества по причине несостоятельности заемщика. Этот риск столь существенен, что цена ипотечной бумаги определяется в том числе и предполагаемой скоростью досрочного погашения. В настоящее время процедура оценки вероятности досрочного погашения стандартизирована и проводится на основе так называемой шкалы досрочного погашения, разработанной Информационным агентством по ценным бумагам. Шкала задает величину досрочного погашения на каждый месяц как определенный процент остатка ссудной задолженности: предполагается относительно малая вероятность досрочного погашения на начальной стадии кредитования, которая с течением времени возрастает.

Кроме того, в последнее время для снижения риска досрочного погашения стали применяться более сложные схемы выпуска ипотечных ценных бумаг. Так, например, по залоговым ипотечным обязательствам (*collateralized mortgage obligation*) выпуск разделяется на несколько траншей от А до Z. Все транши (кроме Z) получают процентные выплаты, однако, при этом все погашения основных сумм, включая досрочные, поступают в транш А. Когда транш А полностью погашен, выплаты по основному долгу начинают поступать в транш В и т.д. Транш Z называется «накопительным»: по нему не производится выплат ни по основному долгу, ни по процентам до тех пор, пока не будут погашены все предыдущие транши.

Однако при резком падении процентных ставок все транши погашаются значительно быстрее, чем планировалось, поэтому устранить риск досрочного погашения полностью не удастся.

Процентный риск - риск изменения стоимости ценной бумаги в зависимости от рыночной ставки процента. Отметим, что неблагоприятным является как повышение, так и понижение рыночной ставки. Риск повышения процентной ставки связан с недополучением дохода и может быть смягчен при использовании переменной купонной ставки. Снижение же рыночных ставок ниже уровня процента по ипотечному кредиту усилит риск досрочного погашения, так как заемщик сможет взять «более дешевый» кредит и за счет этих средств погасить имеющийся долг, «более дорогой».

§3. История ипотеки.

Понятие “ипотека” появилось еще в Древней Греции. Первоначально обеспечением долга служила личная свобода должника, т.е. в случае невыполнения обязательства ему грозило рабство. В VI в. до н.э. личная ответственность была заменена имущественной: обеспечением обязательства становилась земля, на которой ставился специальный столб (на нем отмечались все долги собственника земли). Этот столб и назывался ипотекой («*hipotetheka*»- подставка, подпорка)³⁴.

Однако это был лишь первый шаг на пути формирования классической системы ипотечного кредитования, так как отсутствовал механизм рефинансирования, появившийся значительно позже, во второй половине XVIII века в Германии.

В Германии получила распространение так называемая одноуровневая система ипотечного кредитования, суть которой состоит в том, что банк, выдавший ипотечный кредит, самостоятельно рефинансирует его за счет выпуска ценных бумаг облигационного

³⁴ Довдиенко И.В. Ипотека. Учебно-практическое пособие. – М.: РДЛ, 2002, с.7.

типа - закладных листов³⁵. Выпуск и обращение таких бумаг регулируется специальным законодательством. Кроме того, выпускать закладные листы могут только определенные эмитенты (ипотечные банки), деятельность которых строго контролируется государством и органами банковского надзора и ограничивается ипотечными операциями.

Первым ипотечным кредитным учреждением (прообразом ипотечного банка) стал созданный по решению Фридриха Великого в 1770г. в Силезии “Silesian Landschaft”, представлявший собой ассоциацию землевладельцев и имевший статус публично-правовой корпорации.³⁶ В этот период (после окончания Семилетней войны) основной проблемой было восстановление сельского хозяйства, поэтому в этот кредитный союз обязаны были входить все дворяне и помещики, и лишь обязательное членство давало право на получение кредита. Такие учреждения предоставляли кредит ценными бумагами-пфандбрифами³⁷, в которых был точно обозначен заложенный земельный участок (позже указание на конкретное заложенное имущество исчезло) и содержались гарантии, предоставленные всеми членами этой ассоциации. Заемщик затем продавал такую бумагу на рынке. Ландшафту он выплачивал полугодовые проценты и сборы за услуги органов управления.

Вскоре в Пруссии и в других германских государствах также стали создаваться ландшафты, однако членство в них перестало быть обязательным для всех землевладельцев. Позже кредитование ценными бумагами появилось в Дании, Швеции, Австрии, а с середины XIX в. получило широкое распространение и в России³⁸.

В отличие от ландшафтов, облигации французского ипотечного банка *Credit Foncier de France* (“Французский Земельный Кредит”), созданного еще в 1852 г. при участии государства, изначально представляли собой облигации акционерного общества,

³⁵ Веремейкина В.Д. История развития ипотечных кредитных учреждений. // Банковские услуги.-2001.-№ 11, с.35.

³⁶ Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг.- 2001.-№ 6, с.75.

выпущенные для рефинансирования ипотечных кредитов³⁹. Это были надежные, приносящие твердые проценты долговые обязательства банка по отношению к держателям. Обеспечением облигаций являлась совокупность всех объектов, гарантирующих выданные банком кредиты. Таким образом происходило рассеивание риска. Со временем эта форма рефинансирования стала преобладающей и в других странах, в том числе и в самой Германии, однако, прежнее историческое название пфандбрифов сохранилось, а выпускать их стали ипотечные банки⁴⁰.

Изначально ипотечные банки были преимущественно государственными учреждениями (первый частный акционерный банк был создан в 1862 г. во Франкфурте⁴¹) и обслуживали в основном крупные помещичьи хозяйства, и лишь в XIX-XX вв. они стали предоставлять кредиты горожанам и крестьянам.

Наибольшее развитие ипотечное кредитование получило в первой половине XX в.: кредиты массово выдавались промышленным компаниям, а также сельским производителям. В Германии в этот период действовали судостроительные ипотечные банки, которые предоставляли кредиты судостроительным компаниям под строящиеся суда.

Ипотечные ценные бумаги дореволюционной России.

В Россию институт ипотеки пришел из Западной Европы. Уже в XIII-XIV вв. одновременно с правом частной собственности возник заклад, и ипотечное кредитование стало фактически первым видом кредита.⁴²

До середины XVIII в. за кредитом обращались к частным лицам, которые выдавали деньги под весьма высокие проценты и с условием, что в случае невыкупа в назначен-

³⁷ Pfandbrief- закладное письмо или свидетельство, или просто закладная - документ, удостоверяющий право временной передачи собственности от должника-заемщика к банку-кредитору в качестве обеспечения оплаты долга.

³⁸ Жилье: комплексный взгляд. Под общ. ред. В.М. Агапкина.- М.: АВЧ, 2001, с.929.

³⁹ Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг.- 2001.-№ 6, с. 76.

⁴⁰ Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг.- 2001.-№ 6, с. 76.

⁴¹ Деньги, кредит, банки. Под ред. Е.Ф. Жукова.- М.: ЮНИТИ, 2000 г., с. 324.

⁴² Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит.- М.: Экономика, 2001, с.12.

ный срок залог становится собственностью кредитора, даже если его стоимость значительно превышает заем. Таким образом, многие дворяне за небольшие долги лишались дорогих имений.

Однако ипотека в современном ее понимании невозможна без кредитных учреждений. Поэтому принято считать, что система ипотечного кредитования начала складываться в России с 1754 г., когда был учрежден Государственный банк для дворянства и купечества, выдававший ссуды в размере от 500 до 1000 рублей сроком до 8 лет из 6 % годовых под залог имений.⁴³ В 1786 г. он был преобразован в Государственный заемный банк, кредитовавший под залог помещичьих земель, горнозаводских имений, фабричных строений и каменных домов.

В 1772г. были созданы сохранные казны, игравшие роль земельных банков. Кроме того, с 1797г. действовал Вспомогательный для дворянства банк, созданный с целью предоставить дворянству возможность выкупить свои имения из залога частным лицам и выдававший ссуды не деньгами, а специально установленными банковскими билетами. Эти билеты, обеспеченные заложенными имениями, приносили 5%-ный доход и должны были приниматься по всем видам платежей, срок их обращения составлял 25 лет⁴⁴. Таким образом, первые в России ипотечные ценные бумаги появились по инициативе государства⁴⁵.

Государственные и местные дворянские банки просуществовали до середины XIX в., когда было принято решение о реорганизации кредитных учреждений в связи с крестьянской реформой, а Александр II запретил выдачу государственных кредитов и ликвидировал разорившиеся дворянские банки.⁴⁶

Во второй половине XIX века в России сложилась достаточно эффективная система ипотечного кредитования, просуществовавшая до 1917 г. В нее входили как государст-

⁴³ Деньги, кредит, банки. Под ред. Е.Ф. Жукова.- М.: ЮНИТИ, 2000 г., с.331.

⁴⁴ Городецкий С. Ипотечные ценные бумаги в дореволюционной России.// Рынок ценных бумаг.- 1999.- № 99, с.78

⁴⁵ Городецкий С. Ипотечные ценные бумаги в дореволюционной России.// Рынок ценных бумаг.- 1999.- № 99, с.79

⁴⁶www.gostroy.gov.ru/txt/Hypoteque/History.htm

венные кредитные учреждения, к которым относились Дворянский земельный и Крестьянский поземельный банки, так и частные заведения.

Государственный дворянский земельный банк предоставлял ипотечные ссуды дворянам на льготных условиях: размер ссуды составлял до 60% стоимости имения, на срок до 66 лет под 5-6%.⁴⁷ Правительство Российской империи предоставило этому банку финансовую помощь через Государственный банк, и, кроме того, все его облигационные займы гарантировались государством и поэтому высоко котировались на рынке.

Основной задачей Крестьянского Поземельного банка, созданного через 20 лет после отмены крепостного права, была помощь крестьянам кредитами для покупки земель. Кредитные ресурсы банк формировал за счет выпуска облигаций, носивших название Государственных свидетельств Крестьянского Поземельного банка. Эти бумаги гарантировались государством, котировались на биржах и приносили фиксированный доход - 4-5%⁴⁸. Государственный дворянский земельный банки и Крестьянский Поземельный банк были центральными институтами ипотечного кредитования в дореволюционной России: в начале XX в. на их долю приходилось 61,5% от общей суммы ипотечных ссуд.⁴⁹

Вообще, необходимо отметить, что выпускавшиеся банками специальные ценные бумаги - закладные листы - играли ключевую роль в системе ипотечного кредитования дореволюционной России. Нередко сами ссуды выдавались не деньгами, а этими облигациями. Кроме того, именно ипотечные бумаги стали одним из основных элементов российского фондового рынка. Они занимали промежуточное положение между государственными и частными бумагами. Представляя собой обязательства банков, обеспеченные всей обезличенной массой земель, заложенных в банке, по сути, они были схожи с государственными облигациями. Так, например, правила уплаты процентов и основного долга

⁴⁷ Деньги, кредит, банки. Под ред. Е.Ф. Жукова.- М.: ЮНИТИ, 2000 г., с.331.

⁴⁸ Веремейкина В.Д. История развития ипотечных кредитных учреждений. // Банковские услуги.-2001.-№11, с.37.

⁴⁹ Веремейкина В.Д. История развития ипотечных кредитных учреждений. // Банковские услуги.-2001.-№11, с.37.

по ним, а также правила восстановления похищенных или потерянных закладных листов были те же, что и для госбумаг.⁵⁰ Кроме того, наибольшее количество закладных листов было выпущено Государственным Дворянским земельным банком и Крестьянским поземельным банком (т.е. государственными кредитными учреждениями). Эти бумаги в отличие от закладных листов частных учреждений гарантировались Российским государством⁵¹ и обращались в основном на Петербургской (т.е. столичной) бирже, в то время как подобные бумаги акционерных земельных банков котировались на биржах Москвы, Риги, Харькова и Одессы.⁵²

Это были бумаги на предъявителя с номиналом от 100 до 10000 руб., фиксированный процент по ним устанавливался для разных выпусков в зависимости от состояния денежного рынка и срока облигационного займа. При этом для владельцев этих облигаций предусматривалась возможность превратить их из предъявительских в именные, перевести их с одного имени на другое, обменять листы крупного достоинства на более мелкие и наоборот, обратившись в отделение соответствующего банка.

Существовали закладные листы, как номинированные в рублях, а следовательно, ориентированные на внутренний рынок (4,5 и 5 %-ные), так и предназначенные для размещения на зарубежных рынках (3,5 %-ные) во французских франках, германских марках, голландских гульденах, фунтах стерлингов. Процентные выплаты производились 2 раза в год на основании купонов. Отметим, что доходы по закладным листам полностью освобождались от всех российских налогов.⁵³ Для защиты интересов владельцев таких бумаг для банков законом был установлен ряд ограничений, в частности, объем эмиссии заклад-

⁵⁰ www.gosstroy.gov.ru/txt/Hypoteque/History.htm

⁵¹ Городецкий С. Ипотечные ценные бумаги в дореволюционной России. // Рынок ценных бумаг.- 1999.- № 99, с.80

⁵² Голицын Ю. Ипотечная система дореволюционной России. // Эксперт. -2000.- № 12.- с.24.

⁵³ Голицын Ю. Ипотечная система дореволюционной России. // Эксперт. -2000.- № 12.- с.24.

ных листов ограничивался величиной, равной 10-кратной сумме уставного и резервного капитала банка⁵⁴.

Среди частных кредитных учреждений наиболее заметную роль играли появившиеся в 1861 году в Петербурге и в 1862 году в Москве городские кредитные общества. Они выдавали кредиты под залог городских (нежилых) построек, т.е., говоря современным языком, под залог коммерческой недвижимости. Доход, который приносила заложенная недвижимость заемщику, и являлся источником уплаты процента за пользование кредитом.

Собственники недвижимости объединялись, внося в виде пая собственные доходные дома. Заемщик (им мог стать только член данного общества) подавал заявку с просьбой выдать ссуду под залог его недвижимости. Оценив это имущество, общество принимало решение о выдаче кредита в размере, не превышающем 50-60% от стоимости залога.⁵⁵ Заложенное имущество и сам факт залога регистрировались в нотариальных отделениях при окружных судах. Особенностью работы кредитных обществ являлась возможность повторных закладных, если ценность имущества была больше уже выданных закладных⁵⁶.

На основе пула утвержденных ссудных договоров правление кредитного общества принимало решение об объеме эмиссии ценных бумаг (облигаций) общества.⁵⁷ По ним гарантировался фиксированный купонный доход (около 5%)⁵⁸. В целях предотвращения подделки бланки облигаций переплетались в специальные книги, а при выдаче облигация вырезалась из книги таким образом, чтобы в ней оставался талон с номером ценной бумаги. Факт государственной регистрации имущества и прав на него снижал возможность

⁵⁴ Городецкий С. Ипотечные ценные бумаги в дореволюционной России.// Рынок ценных бумаг.- 1999.- № 99, с.80

⁵⁵ Веремейкина В.Д. Ипотека в России: проблемы и перспективы развития.// Банковские услуги.- 2001.- №3, с.24

⁵⁶ Голицин Ю. Ипотечная система дореволюционной России. // Эксперт. -2000.- № 12.- с.24.

⁵⁷ Довдиенко И.В. Ипотека. Учебно-практическое пособие. – М.: РДЛ, 2002, с.17.

⁵⁸ Деньги, кредит, банки. Под ред. Е.Ф. Жукова.- М.: ЮНИТИ, 2000 г., с.332.

мошенничества с недвижимостью и повышал надежность и ликвидность ценных бумаг. Кроме того, сумма ипотечных ссуд, выданных заемщикам, должна была строго соответствовать сумме находившихся в обращении облигаций общества.

Именно городские кредитные общества впервые стали выдавать кредиты ценными бумагами, обеспечиваемыми закладываемой недвижимостью, на срок от 15 до 36 лет с правом досрочного погашения⁵⁹. Заемщик, получив ссуду облигациями, затем продавал их на вторичном рынке. Надежность облигаций гарантировалась их «двойным» обеспечением: во-первых, это регулярные платежи заемщика в погашение задолженности по ипотечному кредиту и, во-вторых, заложенное имущество, которое общество могло продать при нарушении заемщиком условий кредитования.

Чтобы повысить рыночный курс облигаций, Министерство финансов по просьбе Санкт-Петербургского кредитного общества в 1862 году разрешило Государственному банку выдавать денежные ссуды под залог облигаций общества в размере 90% их биржевой цены и приобретать эти облигации за свой счет наравне с государственными бумагами.⁶⁰ Позднее Московская контора Госбанка начала также выдавать ссуды под залог облигаций Московского городского кредитного общества.

Таким образом, уже через несколько лет облигации кредитных обществ стали пользоваться устойчивым спросом, особенно со стороны людей среднего достатка, которые помещали в них свои сбережения, превратившись в надежные ценные бумаги, имевшие устойчивый курс и достаточно высокий процент дохода.⁶¹

Как и городские кредитные общества, акционерные земельные банки осуществляли эмиссию закладных листов под 4-6% в пределах суммы выданных под залог недвижимости ссуд, но не более 10-кратной стоимости резервного и уставного капитала.⁶²

⁵⁹ Голицин Ю. Ипотечная система дореволюционной России. // Эксперт. -2000.- № 12.- с.24.

⁶⁰ Довдиенко И.В. Ипотека. Учебно-практическое пособие. – М.: РДЛ, 2002, с.17.

⁶¹ Довдиенко И.В. Ипотека. Учебно-практическое пособие. – М.: РДЛ, 2002, с.17.

⁶² Веремейкина В.Д. История развития ипотечных кредитных учреждений. // Банковские услуги.- 2001.- №11.- с.36.

В 1873 г. был основан Центральный банк Российского поземельного кредита, который приобретал выпускаемые провинциальными банками закладные листы, выдавая взамен свои собственные (они считались высоконадежными ценными бумагами). Таким образом появилось разделение функций участников финансового рынка на структуры первичного рынка закладных и структуры вторичного рынка ценных бумаг. Это был первый шаг на пути создания технологий повышения ликвидности финансовых инструментов.⁶³

В 1889 г. Государственному дворянскому банку для повышения инвестиционной привлекательности своих бумаг было разрешено выпустить выигрышный облигационный заем на сумму 80 млн. руб.⁶⁴ По условиям этого займа владелец облигации помимо фиксированных 5 % годовых получал право участвовать в тираже выигрышей. Такие тиражи проводились 1-2 раза в год, в каждом тираже разыгрывалось 300 выигрышей на сумму 600 тыс. руб.⁶⁵ Закладной лист, номер которого выигрывал, не погашался, а продолжал участвовать в новых розыгрышах. При этом все закладные листы должны были быть погашены в течение 36,5 лет.

Таким образом, выгодные условия займа и сходство с популярными в то время государственными выигрышными займами, способствовали успешному размещению этих бумаг. Цена размещения закладных листов номиналом 100 руб. составила 215 руб., а в дальнейшем их курс непрерывно рос.⁶⁶

С 1891 г. в целях предоставления заемщикам большей выгоды при погашении кредита закладными листами было разрешено выпускать эти бумаги без обозначения на них сроков окончательного погашения, т.е. бессрочные закладные листы.

Начало XX в. стало пиком развития фондового рынка дореволюционной России. Расширение рыночных начал в сельском хозяйстве содействовало буквально взрывному

⁶³ Веремейкина В.Д. История развития ипотечных кредитных учреждений.// Банковские услуги.- 2001.- №11, с.37.

⁶⁴ Голицин Ю. Ипотечная система дореволюционной России. // Эксперт. -2000.- № 12.- с.24.

⁶⁵ Голицин Ю. Ипотечная система дореволюционной России. // Эксперт. -2000.- № 12.- с.24.

⁶⁶ Голицин Ю. Ипотечная система дореволюционной России. // Эксперт. -2000.- № 12.- с.24.

развитию ипотечных займов, давших в итоге основную часть всех долговых бумаг, выпускаемых в стране в начале века. Так, прирост закладных листов в 1908-1914 гг. составил 50% прироста всех ценных бумаг и 103% прироста всех акционерных капиталов.⁶⁷ В 1914г. из общей суммы биржевых ценностей (около 21 млрд. руб.) закладные листы акционерных земельных банков составляли 14%, ипотечные бумаги – 9,6%.⁶⁸

Кроме того, к российским ипотечным бумагам большой интерес проявляли зарубежные кредитные организации. Так, в 1913 г. сумма иностранного капитала, вложенного в закладные листы, составляла 10 % от номинальной стоимости всех ипотечных бумаг и 35% от государственных ипотечных бумаг⁶⁹, что свидетельствует о достаточно высоком кредитном рейтинге Российского государства.

Но так как ипотечный кредит основан на частной собственности, в том числе и на землю, в связи с всеобщей национализацией и практически полной отменой этого вида собственности в 1917г. он также был упразднен⁷⁰ и начал возрождаться только в начале 90-х гг., в период внедрения в российскую экономику рыночных отношений. Сегодня, когда в нашей стране стоит вопрос о выборе модели ипотеки, необходимо принимать во внимание собственный опыт и использовать эффективно работавшие элементы ипотечной системы, в том числе и инструменты и технологии фондового рынка.

Отметим, что ипотечное кредитование способствовало бурному развитию экономики, промышленности, сельского и городского хозяйства, что и сегодня не потеряло своей актуальности. Специфический российский опыт долгосрочного кредитования, и, в частности, под залог земли, разнообразие кредитно - инвестиционных технологий и инфраструктуры в области залога недвижимости, несомненно, сыграли огромную роль в разви-

⁶⁷ Голицын Ю.

⁶⁸ Голицын Ю.

⁶⁹ Голицын Ю.

⁷⁰ Павлова И.В. Ипотечное жилищное кредитование в России: история и современность.// Банковское дело.-2000.-№ 10, с.36.

тии как американской, так и европейской ипотек, послужили базой для создания новых инвестиционных и ипотечных инструментов.

Глава II. Ипотечные облигации: зарубежный опыт.

Для того чтобы понять, что наиболее оптимально для России в настоящее время и, наоборот, что не сможет эффективно работать в наших условиях, обратимся к зарубежным моделям ипотечного кредитования. Условно основные ипотечные системы можно разделить на американскую и европейскую.⁷¹

§1. Американская модель ипотечного кредитования.

Становление системы ипотечного кредитования связывают с жилищной реформой 30-х гг., проводимой в рамках «нового курса Рузвельта», которая, как принято считать, способствовала выходу страны из глубокого экономического кризиса (Великой депрессии 1929-1932 гг.). Была создана система жилищного инвестирования с мощными финансовыми потоками и эффективными финансовыми технологиями, основу которой составляет вторичный рынок ипотечных ссуд. Учитывая схожесть ситуации в экономике США в 20-30 гг. и современной России (в частности в области долгосрочного кредитования: дорогие и короткие кредиты, высокие процентные ставки, отсутствие долгосрочных средств у кредитных институтов)⁷², представляется интересным рассмотреть становление американской ипотеки.

Прежде всего, в 1932 г. по решению Правительства США был создан Федеральный совет банков по вопросам ссуд под жилье, деятельность которого была направлена на формирование источника ликвидных банковских средств.⁷³ Ранее банки кредитовали приобретение недвижимости в незначительных объемах, а основным источником средств для этих кредитов (наравне со всеми прочими видами ссуд) выступали депозиты.

Через год была создана Корпорация кредитования домовладельцев, которая могла рефинансировать просроченные и сомнительные кредиты путем погашения кредитной задолженности собственными ценными бумагами – облигациями. Таким образом, в течение

⁷¹ Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг. - 2001. - № 6, с. 73.

⁷² Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит. - М.: Экономика, 2001, с.6.

3 лет была погашена задолженность на общую сумму около 3 млрд. долл., а Корпорация прекратила свое существование лишь в 1954 г., когда были погашены все обязательства по облигациям.⁷⁴

Для создания стабильного и эффективно работающего вторичного рынка, на котором бы продавались и покупались ипотечные кредиты и выпущенные на их основе ценные бумаги, были созданы государственные структуры, занимающиеся стандартизацией процедуры ипотечного кредитования и предоставлением государственных гарантий по ссудам и облигациям. Так, уже в 1934 г. была создана Федеральная жилищная администрация (ФЖА, Federal Housing Administration), которая стандартизировала условия предоставления ипотечных ссуд.⁷⁵

- ✓ отношение суммы кредита к рыночной стоимости залога (loan-to-value ratio, LTV) не должно превышать 80%;
- ✓ обязательные первоначальный взнос заемщика в качестве частичной оплаты недвижимости за счет собственных средств (downpayment);
- ✓ отношение среднемесячной выплаты по закладной к среднемесячному доходу заемщика (payment-to-income ratio, PТИ) - не более 36% (обычно 28%);
- ✓ размер кредита – не более 200 тыс. долл.

Отметим, что в последние годы лимит ссуды повышается: до 252 тыс. долл. в 2000 г., до 275 тыс. долл. в 2001 г., до 300 тыс. долл. в 2002 г., и, наконец, до 322 тыс. долл. в начале 2003 г., а LTV в ряде случаев достигает 95%⁷⁶

Применение стандартов значительно снижает не только кредитные риски, но и риски по ипотечным ценным бумагам. Поэтому именно стандартизация ипотечных кредитов стала первым шагом на пути к развитию ликвидного рынка ипотечных облигаций. Действительно, если различные кредиты будут одинакового качества, то в последующем

⁷³ Евтух А.Т. Жилищная ипотечная система: мировой опыт. // Деньги и кредит.- 2000.- № 10, с.48.

⁷⁴ Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит. - М.: Экономика, 2001, с.98.

⁷⁵ Копейкин А., Стебенев Л., Скоробогатько Б, Пенкина И. Американская модель ипотеки. // Рынок ценных бумаг.- 1999.- №8, с. 20.

оператору вторичного рынка будет облегчена работа по формированию пулов закладных и выпуску на их основе ценных бумаг.

Кредиты, соответствующие установленным стандартам, называются стандартными, или «приспосабливаемыми» (conforming loan), они свободно продаются и покупаются участниками финансового рынка.⁷⁷ Срок кредита, как правило, 15-30 лет при процентной ставке 7-8% годовых, при этом стандартные ссуды не страхуются и не гарантируются государственными институтами.⁷⁸ «Неприспосабливаемые» ссуды (non conforming loan), т.е. не соответствующие по сумме, доле заемных средств, срокам, видам недвижимости и т.д., требуют дополнительных гарантий и страхования, такие ссуды характеризуются более высоким риском, а следовательно, они более дороги и менее ликвидны. Страхованием таких ссуд занимается ФЖА.

Особую группу ссуд составляют правительственные ссуды, предоставляемые ФЖА и Администрацией ветеранов (АВ), с целью поддержки граждан с низкими доходами, недостаточными для выплаты значительного первого взноса, который предусматривается стандартным кредитованием.

Модель вторичного рынка (или двухуровневая ипотечная система) основана на том, что кредитор продает выданные ипотечные ссуды посреднику, что позволяет ему:

- ✓ улучшить ликвидность за счет снятия с баланса долгосрочных кредитов;
- ✓ снизить риски;
- ✓ увеличить объемы кредитных операций и получить доход, оставляя за собой право обслуживания кредитов.

Посредник, в свою очередь, выпуская собственные ценные бумаги (на основе пула выкупленных кредитов) и размещая их на внутреннем и внешнем рынках, переуступает права требования по этим кредитам конечным инвесторам - прежде всего, пенсионным фондам и компаниям по страхованию жизни, так как именно в их распоряжении находят-

⁷⁶ www.fanniemae.com

⁷⁷ Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит.- М.: Экономика, 2001, с.62.

ся долгосрочные ресурсы. Для того чтобы инвесторы, предоставляющие средства для довольно рискованного ипотечного кредитования, соглашались почти на такую же низкую доходность, как при инвестировании в практически безрисковые государственные облигации, и были созданы так называемые ипотечные агентства, имеющие статус «обеспеченных правительственной поддержкой» (government sponsored).⁷⁹

В 1938 г. по решению Конгресса для поддержки жилищного сектора и создания вторичного рынка закладных была создана Федеральная ипотечная ассоциация (Federal Home Loan Mortgage Association) – «Фанни Мэй». С 1968 г. она становится частной (акционерной) компанией, акции которой торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже. На сегодняшний день это одна из крупнейших финансовых корпораций не только в США, но и во всем мире, а первоначальная государственная поддержка теперь с лихвой окупилась: Фанни Мэй является одним из крупнейших налогоплательщиков и одной из наиболее стабильных и прибыльных национальных компаний.⁸⁰

Сначала Фанни Мэй могла выкупать только стандартные ссуды и ссуды, гарантированные Федеральной Жилищной Администрацией. С 1944 г. ее деятельность распространяется на ссуды, гарантированные Администрацией ветеранов и Администрацией сельскохозяйственного жилищного строительства. Если вначале Фанни Мэй выкупала только ссуды, предоставленные для покупки индивидуальных домов (single-family mortgages), то позднее она начала рефинансировать кредитование многоквартирных домов (multifamily mortgages) и уже в 1983 г. каждая седьмая закладная была профинансирована агентством.⁸¹ В настоящее время это крупнейший инвестор в жилищные ипотеки (около четверти всех закладных в США).⁸²

⁷⁸ Евтух А.Т. Жилищная ипотечная система: мировой опыт. // Деньги и кредит.- 2000.- № 10, с.48.

⁷⁹ Копейкин А., Стебенев Л., Скоробогатко Б, Пенкина И. Американская модель ипотеки. // Рынок ценных бумаг.- 1999.- №8, с. 20.

⁸⁰ www.fanniemae.com

⁸¹ www.fanniemae.com

⁸² Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг.- 2001.- № 6, с.73.

В 1968г. в результате реорганизации из Фанни Мэй была выделена Государственная национальная ипотечная ассоциация (Government National Mortgage Association) – «Джинни Мэй», специализирующаяся на предоставлении государственных гарантий по ценным бумагам, обеспеченным пулом закладных. Кредитор объединяет определенное количество стандартных кредитов в единый пакет (пул) и подает заявку Джинни Мэй, которая предоставляет государственную гарантию поступления по данному пулу процентного дохода и основного долга не позже заранее оговоренных сроков.⁸³ После этого кредитор (или уполномоченный агентством посредник)⁸⁴ эмитирует ценные бумаги, обеспеченные пулом ипотек. При этом данные облигации не подвержены кредитному риску.⁸⁵ Кроме того, Джинни Мэй работает по специальным жилищным программам в рамках государственной поддержки тех слоев населения, которым недоступны обычные ипотечные кредиты.

В 1970 г. была создана еще одна полуправительственная организация - Федеральная корпорация ипотечного кредитования (Federal Home Loan Mortgage Corporation) – «Фредди Мак», обслуживающая вторичный рынок стандартных ссуд, не обеспеченных гарантиями. Корпорация покупает стандартные закладные у кредитора, создает пулы и продает доли в этих пулах (собственные ценные бумаги).

Таким образом, все три организации занимаются, по сути, рефинансированием ипотечных кредитов: агентства продают свои высоколиквидные долговые обязательства («гарантированные», или «агентские ипотечные бумаги») инвесторам, а полученные от продажи средства направляются на выкуп у банков ипотечных кредитов. Хотя ценные бумаги Фанни Мэй и Фредди Мак не имеют гарантий правительства, тем не менее, особый статус этих организаций приближает их ценные бумаги по своим инвестиционным качествам к государственным. В результате ставки по ипотечным кредитам оказываются не-

⁸³ Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит.- М.: Экономика, 2001, с.101.

⁸⁴ Усоскин В.М. Секьюритизация активов. // Деньги и кредит.- 2002.-№5. с.42.

⁸⁵ Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг.- 2001.- № 6, с.74.

намного выше ставок по государственным долговым обязательствам и значительно ниже рыночных ставок по кредитам того же уровня риска, что и ипотечные. Кроме того, кредиторы имеют возможность восполнить свои ресурсы и выдавать новые ссуды.

Необходимо отметить, что в последнее время помимо правительственных агентств ценные бумаги на базе закладных выпускают и крупные частные организации, такие, как.⁸⁶

- ✓ Bank of America;
- ✓ Ипотечная страховая компания «Мэгги Мэй» (Mortgage guaranty insurance corporation);
- ✓ «Фармэ Мак» - полугосударственная фермерская корпорация ипотечного кредита;
- ✓ Корпорация содействия ипотечному кредитованию (Home mortgage access corporation);
- ✓ Корпорация «Саломон РФС»;
- ✓ Корпорация «Дженерал электрик кредит»;
- ✓ Ссудосберегательная ассоциация Home Saving и др.

Итак, с помощью каких **фондовых инструментов** сегодня рефинансируются ипотечные кредиты.

Прежде всего, это ценные бумаги, обеспеченные ипотекой (закладными), mortgage backed securities (MBS). На сегодняшний день рынок MBS – один из самых крупномасштабных и динамичных сегментов не только американского, но и мирового фондового рынка.⁸⁷ Инвесторами этого рынка являются не только крупные институциональные ин-

⁸⁶ Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит.- М.: Экономика, 2001, с.107.

⁸⁷ www.fanniemae.com

весторы, такие как: страховые компании, пенсионные фонды, сберегательные институты, коммерческие банки, трасты, но и компании и частные лица.⁸⁸

Впервые MBS были выпущены государственным агентством *Джинни Мэй* в 1970 г. Это бездокументарные бумаги типа «pass-through», выпускаемые на основе пула индивидуальных ипотечных кредитов. Держатель такой бумаги приобретает право на недельную долю доходов в ипотечном пуле (поэтому такие MBS называют «ипотечными сертификатами участия», participation certificates, или «долевыми ипотечными облигациями»⁸⁹). Таким образом, доход инвестор получает за счет платежей заемщика по ипотечному кредиту (поступающих как в погашение основного долга, так и процентов) за вычетом вознаграждения кредитора (банковская маржа), агентства и посредника-эмитента ценных бумаг (напомним, что само агентство не является эмитентом вторичных бумаг, устанавливая лишь стандартные условия выпуска: сроки, ставки, величину кредита). Так, Джинни Мэй взимает 0,1% за свои гарантии и проверку закладных и 0,4% идет посреднику-эмитенту бумаг, который работает с агентством.⁹⁰ По своим ценным бумагам Джинни Мэй гарантирует не только «перевод» всех полученных от заемщиков платежей, но и осуществление выплат инвесторам за счет специально созданного фонда покрытия просроченных кредитов, т.е. предусмотрена компенсация по некачественным кредитам.⁹¹

С 1971 г. сертификаты участия стала выпускать *Фредди Мак* (отметим, что это агентство само формирует пулы и эмитирует ценные бумаги), причем большая их часть была обеспечена пулом неквалифицированных (т.е. незастрахованных ФЖА и Администрацией ветеранов) ипотек, а агентство гарантировало только получение в срок процентного дохода и, кроме того, официальной правительственной гарантии по этим бумагам не предоставлялось (в отличие от бумаг государственного агентства Джинни Мэй).⁹² Однако,

⁸⁸ www.fanniemae.com

⁸⁹ Пальянова С. Ипотечные ценные бумаги: рынки США и Германии. // Вестник НАУФОР.- 2002.- 11 ноября, с.23.

⁹⁰ Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит.- М.: Экономика, 2001, с.208.

⁹¹ Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит.- М.: Экономика, 2001, с.208.

⁹² Миронов В., Попова А. Рынок ипотечных облигаций. // Рынок ценных бумаг.- 1998.-№ 4, с.36.

несмотря на это, инвесторы оценивали кредитный риск как минимальный и доходность сертификатов лишь немного превосходила доходность бумаг с гарантией Джинни Мэй.⁹³

Первоначально существовало две программы размещения сертификатов: денежная программа (сертификаты просто продаются инвестору или дилеру) и программа обмена, основанная на обмене пакета сертификатов на пул ипотек, собранных конкретным кредитором, при этом движения денежных средств не происходит, организатор кредита получает ликвидные активы в обмен на неликвидные кредиты, а Фредди Мак- основу для следующего выпуска сертификатов. Программа обмена предназначалась для поддержания ликвидности ссудосберегательных ассоциаций и банков. В конце 90-х гг. с целью устранить кредитный риск своих бумаг Фредди Мак выпустила «Золотые сертификаты участия» (по которым гарантия распространялась на весь долг, а не только на проценты).⁹⁴

Первая эмиссия MBS Федеральной ипотечной ассоциации «*Фанни Мэй*» состоялась в 1981 г. Сначала она, как и другие агентства, выпускала стандартные MBS (Standard MBS), т.е. MBS на основе пула закладных с фиксированной процентной ставкой, однако, уже в 1982 г. MBS стали выпускаться на основе закладных с переменной процентной ставкой (Adjustable-rate mortgages, ARMs), а с 1983 г. такие бумаги начала выпускать и Джинни Мэй.⁹⁵

С 1992 г. Фани Мэй становится крупнейшим эмитентом и гарантом по MBS, обогнав Джинни Мэй и Фредди Мак (это лидерство она сохранила и по сей день).⁹⁶ В настоящее время MBS, выпущенные Фанни Мэй, составляют около 40% всех MBS в Соединенных Штатах (отметим, что на три агентства приходится 70% выпусков MBS)⁹⁷, при этом их объем постоянно увеличивается. Так, с 1981 г. по настоящее время он увеличился

⁹³ Жилье: комплексный взгляд. Под общ. ред. Агапкина В.М. – М.: АВЧ, 2001, с.896.

⁹⁴ Миронов В., Попова А. Рынок ипотечных облигаций. // Рынок ценных бумаг.- 1998.- № 4, с.37.

⁹⁵ www.fanniemae.com

⁹⁶ www.fanniemae.com

⁹⁷ www.gosstroy.gov.ru/txt/Hypoteque

в 138 раз: с 25 млрд. долл. до 3,46 трлн. долл.⁹⁸ Таким образом, Фанни Мэй играет ведущую роль в развитии рынка ипотечных бумаг.

Поэтому на примере Фанни Мэй рассмотрим процедуру рефинансирования более подробно.

Наиболее распространен выпуск MBS, который реализуется через операции своп.⁹⁹ Сначала первичный кредитор объединяет в пул несколько ипотечных займов. Фанни Мэй, убедившись, что все кредиты соответствуют установленным стандартам андеррайтинга, выкупает этот пул закладных и передает их в так называемый траст доверителя (grantor trust). Само же агентство по поручению траста (или траст) выпускает MBS для ипотечного кредитора (см. Приложение 8). Активы, находящиеся в распоряжении кредитора, преобразуются из пула индивидуальных ипотечных кредитов в ценные бумаги, по которым Фанни Мэй гарантирует своевременную уплату ежемесячных платежей по основному долгу и процентам. За предоставляемые услуги и гарантии Фанни Мэй взимает с кредитора ежемесячную плату, исчисляемую исходя из размера невыплаченной суммы долга по ипотечным кредитам пула. При этом кредитор получает высококачественную ликвидную доходную ценную бумагу (доход по MBS Фанни Мэй обычно, в среднем, превышает доход от аналогичных облигаций Министерства финансов США на 100 – 150 базисных пунктов). В свою очередь, кредитор имеет возможность продать полученные MBS инвесторам.

Для каждого пула ипотек устанавливается определенный «переводной процент» (pass-through rate), или купон, который и составляет доход инвестора и выплачивается эмитентом обычно на 25-й день после завершения купонного периода (обычно платежи производятся ежемесячно).¹⁰⁰ Ставка купона по MBS ниже, чем процент по ипотечным кредитам, а разница в процентных ставках – это и есть плата, взимаемая агентством за предоставление гарантии и плата первичному кредитору за обслуживание кредита. Как

⁹⁸ www.fanniemae.com

правило, невозможно сформировать совершенно однородный пул закладных, поэтому при выпуске «сквозных» бумаг рассчитывается средневзвешенная купонная ставка и средневзвешенный срок до погашения. Платежным агентом по ценным бумагам Фанни Мэй выступает Федеральный резервный банк Нью-Йорка (Federal Reserve Bank of New York).¹⁰¹

MBS выпускаются в бездокументарной форме, стандартный номинал 1000 долл.¹⁰²

Наибольшее распространение в настоящее время получили следующие виды MBS, выпускаемых агентством Фани Мэй:¹⁰³

- MBS на основе пула стандартных закладных с фиксированной процентной ставкой (Fixed-Rate Mortgage MBS).
- MBS на основе пула стандартных долгосрочных закладных с фиксированной процентной ставкой (Long-Term Fixed-Rate Mortgage MBS), которые отличаются от традиционных тем, что в пул собираются кредиты со сроком 20-30 лет, при этом преобладают 30-летние ссуды. В настоящее время это самые распространенные и ликвидные MBS.
- MBS на основе пула стандартных среднесрочных закладных с фиксированной процентной ставкой (Intermediate-Term Fixed-Rate Mortgage MBS). В данном случае срок ипотечной ссуды колеблется от 7 до 20 лет
- Так называемые «раздутые», «баллонные» MBS (Balloon MBS) выпускаются на основе пула кредитов, предоставляемых на 30-летний срок, однако, другие характеристики кредита схожи с кредитами, предоставляемыми на 7-10 лет. Несмотря на то, что по таким кредитам, как правило, заемщику предоставляется право пролонгации по истечении срока кредитования,

⁹⁹ Пальянова С. Ипотечные ценные бумаги: рынки США и Германии. // Вестник НАУФОР.- 2002.- 11 ноября, с.24

¹⁰⁰ www.fanniemae.com

¹⁰¹ www.fanniemae.com

¹⁰² www.fanniemae.com

¹⁰³ www.fanniemae.com

Фанни Мэй гарантирует инвестору погашение основного долга и процентов полностью в заранее установленные срок.

- Двухнедельные MBS (Biweekly MBS) основаны на пулах закладных, предусматривающих платежи от заемщиков в погашение основного долга и процентов по ссуде каждые две недели. Так как основной долг по ссуде погашается быстрее (каждые 14 дней), следовательно, для заемщика снижается платеж по процентам, начисляемым на остаток основной суммы. Однако владелец таких MBS получает причитающийся ему платеж раз в месяц, причем сумма рассчитывается таким образом, как в случае, если бы ссуда погашалась равными долями ежемесячно. Срок погашения таких бумаг обычно не превышает 20 лет, в то время как ссуда амортизируется в течение 30.
- Federal Housing Administration Title I Home Improvement MBS. Такие бумаги базируются на ссудах Первого класса (в соответствии с классификацией Американской Жилищной Программы), предоставляемых для ремонта дома (improvement loan) и застрахованных Федеральной жилищной администрацией. Срок погашения таких облигаций варьируется от 3 до 20 лет.
- MBS на основе пула закладных с переменной процентной ставкой (Adjustable-Rate MBS). Изменения процентной ставки по ссудам, как правило, привязано к изменению определенного индекса. Это позволяет рассчитать подобный индекс и для пула закладных, а следовательно, и для MBS.
- MBS на основе пула закладных с переменной процентной ставкой и фиксированным сроком амортизации ссуды (Fixed-Period Adjustable-Rate MBS) – это бумаги, основанные на ссудах амортизируемых по фиксированной ставке в первые 3, 5, 7 или 10 лет и потом в течение оставшегося срока еже-

годно корректируются. Корректировки проводятся в соответствии с заранее установленным индексом (как правило, это «one year Treasury index»).

Иногда для заемщика предусматривается возможность по истечении определенного периода заменить закладную с переменной процентной ставкой на ссуду с фиксированным процентом.

Кроме того, помимо традиционных инструментов Фанни Мэй периодически предлагает рынку новые финансовые продукты, что способствует росту инвестиционной привлекательности, а следовательно, и ликвидности агентских бумаг. Так, в последние годы большой популярностью среди инвесторов пользуются следующие финансовые инновации:¹⁰⁴

- Fannie Majors® - это инструмент, главной особенностью которого является широкая географическая диверсификация кредитов, объединяемых в пул. Такие бумаги позволяют устранить различия в процентных ставках по кредитам в разных районах США. Выпускаются на основе пулов закладных с фиксированной процентной ставкой и сроком 7, 10, 15, 20 и 30 лет, а также закладных с переменной ставкой и 7-летних «баллонных» ипотек. Отметим, что в пул могут собираться только закладные одного вида. Обычно пул для Fannie Majors® составляет не менее 200 млн. долл., а иногда превышает 500 млн. долл.
- Stripped MBS, это бумаги типа «pass-through», созданные путем разделения, или стриппирования, платежей по основному долгу и процентов по закладным, лежащим в основе стриппированных бумаг. В результате образуются два класса ценных бумаг: владельцы одних получают платежи за счет денежных потоков, поступающих в оплату процентов (interest only, IO), другие – за счет поступлений, погашающих основной долг (principal only, PO). Обыч-

¹⁰⁴ www.fanniemae.com

но цены бумаг этих двух классов в сумме приблизительно равны цене стандартной MBS, подвергшейся стриппированию. Бумаги типа PO еще называют инструментами «глубокого дисконта» (deep-discount securities). В случае снижения процентных ставок на рынке возрастает вероятность досрочного погашения кредита и доходность deep-discount securities возрастает. И наоборот, владельцы бумаг типа IO выигрывают при росте процентных ставок. Таким образом, эти инструменты используются для контроля и управления рисками.

- Multifamily MBS – это новый вид ценных бумаг, ставший особенно популярным в 90-е гг., связанный с секьюритизацией кредитов, предоставляемых для строительства многоквартирных домов.
- Real Estate Mortgage Investment Conduit (REMICs), или collateralized mortgage obligations (CMO), отличаются тем, что выпускаются траншами. Если традиционные инструменты гарантируют всем инвесторам получение равных долей потоков денежных средств, поступающих в погашение кредитных обязательств, то в данном случае бумаги разделяются на классы в зависимости от сроков инвестирования и от рисков и доходности облигации.¹⁰⁵

Преимущество CMO состоит в том, что за счет разбивки на транши они отодвигают риски досрочного погашения ипотечных кредитов, а следовательно, уменьшают нестабильность будущих поступлений) (см. гл. I §2). Перераспределение выплат по траншам осуществляется в зависимости от сроков выхода траншей (и, следовательно, степени рискованности бумаг), т.е. с первых траншей снимается часть доходности и переносится на последний транш, которому присущ наибольший риск.¹⁰⁶ Отметим, что такие бумаги

¹⁰⁵ Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит.- М.: Экономика, 2001, с.216.

¹⁰⁶ Жилье: комплексный взгляд. Под общ. ред. Агапкина В.М. –М.: АВЧ, 2001, с.897.

впервые были выпущены еще в 1981 г. агентством «Фредди Мэк», а в настоящее время данный инструмент широко используют все три агентства.

- Fannie Megas® - это бумаги типа «pass-through», обеспечением которых служат уже существующие MBS, сгруппированные определенным образом, т.е. это своеобразные мегапулы (Mega Pools). Таким образом, благодаря консолидации (объединению) мелких пулов, достигается еще большее рассеивание рисков, а следовательно, Фанни Мэй предоставила инвесторам новый фондовый инструмент (так называемые «крупные бумаги», large securities), обладающий уникальными характеристиками. Так, минимальный номинал такой мега-бумаги – 1 млн. долл. В последнее время Megas выпускаются также на основе ценных бумаг Джинни Мэй.

Таким образом, ценные бумаги типа MBS привлекательны для инвестора и получают все более широкое распространение по следующим причинам. Во-первых, это быстрота перевода платежей – на 25-й день. Во-вторых, их высокая надежность: Фанни Мэй гарантирует поступление платежей по основной сумме долга и процентам точно в установленные сроки; кредитный рейтинг «AAA», по оценкам Standard & Poor's; основу MBS составляют только «качественные» закладные. И, наконец, в третьих, широкий спектр предлагаемых инструментов.

Необходимо отметить, что средства для выкупа закладных Фанни Мэй привлекает не только посредством выпуска MBS, но и за счет продажи национальным и зарубежным (с 1984 г.) инвесторам собственных долговых инструментов (см. Приложение 8). На сегодняшний день Фанни Мэй – одна из крупнейших компаний-эмитентов облигаций в мире: ежегодно проводится эмиссия долгосрочных бумаг (со сроком погашения свыше 1 года) на общую сумму от 12 до 20 млрд. долл., и, кроме того, более 60 млрд. долл. находятся в

обороте в виде краткосрочных долговых обязательств.¹⁰⁷ Поскольку Фанни Мэй пользуется поддержкой со стороны государства, то ее долговые бумаги обладают рядом особенностей. Так, одной из наиболее важных черт является то, что они продаются в определенные сроки в соответствии с месячным планом, согласованным с Казначейством США. Фанни Мэй также может брать “внеплановые” займы под конкретные программы, одобренные Министерством финансов США. Другой отличительной чертой является освобождение от регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам США («exempted securities») в той же мере, как и государственных облигаций, а также проведение выпуска и расчетов через банки Федеральной резервной системы США.

Как правило, это не обеспеченные конкретным имуществом бумаги, имеющие, тем не менее, очень высокий кредитный рейтинг: «AAA» (Fitch), «Aaa» (Moody’s Investors Service), «AAA» (Standard & Poor’s). Таким образом, особый статус этих бумаг (напомним, что Фанни Мэй - квазигосударственная корпорация) и высочайшие кредитные оценки делают их надежным, высоколиквидным и привлекательным для инвестора инструментом.

Долговые обязательства Фанни Мэй чрезвычайно разнообразны:¹⁰⁸ долгосрочные и краткосрочные облигации; с фиксированным процентом, с плавающей ставкой и zero-купонные. Рассмотрим наиболее распространенные из них.

Во-первых, это так называемые «пули» («bullet», или non-callable debt)- ценные бумаги с фиксированным процентом (обычно полугодовые купоны), погашение которых производится одновременно в строго установленные сроки.

Другим распространенным инструментом являются «отзывные» облигации (callable debt). Впервые они появились в 1987 г. для управления процентным риском, присутствующим портфелю закладных. Выпуская такие облигации, Фанни Мэй оставляет за собой право выбора даты погашения (если вообще принимается решение об их погашении),

¹⁰⁷ www.fanniemae.com

компенсируя это дополнительной доходностью облигаций (по сравнению с non-callable debt). Таким образом, Фанни Мэй как бы покупает у инвестора колл-опциона, т.е. право выбора, погашать облигации или нет, хеджируя тем самым свой риск досрочного погашения, присущий портфелю закладных.

Наиболее популярными долгосрочными инструментами, выпускаемыми Фанни Мэй, являются Bullet benchmark securities.

Bullet benchmark notes – это облигации со сроком погашения от 2 до 10 лет. Минимальный размер каждого нового выпуска – 3 млрд. долл., размещаются бумаги синдикатом андеррайтеров

Bullet benchmark bonds – инструменты со сроком свыше 10 лет. Первичное размещение также проводит андеррайтинговый синдикат. Объем каждого нового выпуска колеблется от 4 до 6 млрд. долл., хотя установленный минимум- 2 млрд. долл.

Как уже было сказано, Фанни Мэй является одним из крупнейших (вторым после Казначейства США) эмитентом краткосрочных долговых бумаг, основное место среди которых занимают дисконтные ноты (discount notes) и benchmark bills.

Дисконтные ноты – бездокументарные облигации, выпускаемые на срок от 1 до 360 дней (за исключением 3 и 6 месяцев), номиналом 1000 долл. Такие бумаги не предусматривают периодических процентных платежей и продаются с дисконтом от номинала (отсюда и название). Создается так называемая Группа продаж, в которую входят банки и дилеры по ценным бумагам, которые ежедневно предлагают эти бумаги инвесторам. Информацию о дисконтных ставках ежедневно предоставляют Telerate, Reuters, Knight Ridder, Bloomberg.

Benchmark bills – это краткосрочные облигации на срок 3 или 6 месяцев. Объемы выпусков варьируются от 4 до 8 млрд. долл. по 3-х месячным бумагам и от 1,5 до 4 млрд. долл. по 6-месячным инструментам. Размещаются они посредством голландского аукцио-

¹⁰⁸ Копейкин А., Стебнев Л., Скоробогатько Б, Пенкина И. Американская модель ипотеки. // Рынок ценных бумаг.- 1999.- № 8, с.21.

на в Internet и поддерживаются, как правило, той же группой продаж, что и дисконтные ноты.

Итак, рассмотрев основные инструменты механизм функционирования американского ипотечного рынка, можно выделить следующие основные факторы его эффективно-го функционирования в течение многих десятилетий. Прежде всего, это наличие процедуры стандартизации и страхования ипотечных кредитов, что способствует снижению рисков участников рынка. Во- вторых, наличие развитой инфрааструктуры рынка, включающей ипотечные агентства, имеющие особый статус и поддержку со стороны государства. В-третьих, развитой фондовый рынок, позволяющий реализовать широкий спектр финансовых инструментов, используемых для рефинансирования, т.е. для привлечения ресурсов на цели ипотеки.

В настоящее время американская модель вторичного рынка успешно применяется в Великобритании и Канаде, а также во многих странах Латинской Америки (Аргентина, Боливия, Бразилия, Чили, Колумбия, Эквадор, Мексика).

По американскому образцу созданы ипотечные агентства и в нашей стране (об этом речь пойдет далее), однако отсутствие большинства из перечисленных факторов существенно замедляет развитие ипотеки в России.

§2. Европейская модель финансирования ипотечных кредитов.

Говоря о европейской модели ипотечного кредитования, чаще всего имеют в виду классическую немецкую одноуровневую модель, в которой ипотечные банки оставляют выданные ссуды в своем портфеле, а для привлечения средств выпускают собственные облигации, обеспеченные платежами от заемщиков и залогом недвижимого имущества (ипотечные облигации, или пфандбрифы) (см. также гл. I § 2).

Однако в литературе можно встретить и иную точку зрения, согласно которой одноуровневая схема – это любая финансово-кредитная схема, в основе которой лежат взаи-

моотношения заемщика и кредитора, а следовательно, строительные сберегательные кассы (а именно они осуществляют 2/3 всех операций по ипотечному кредитованию в Германии¹⁰⁹) также являются элементами этой модели (см. Приложение 9).¹¹⁰

Отличительной особенностью *модели стройсбережений* является то, что источником дешевых средств для ипотечных кредитов служат специальные целевые депозиты. Стройсберкасса (Bauschparkasse) заключает с клиентом сберегательно-кредитное соглашение, по которому последний обязуется в течение определенного периода времени (как правило, около 5 лет) накопить определенную сумму (обычно половину необходимых на покупку квартиры средств) за счет регулярных взносов на целевой депозит под процент, величина которого существенно ниже среднерыночной ставки (2,5-4,5%).¹¹¹ Таким образом, формируется кредитная история клиента, на основе которой кредитное учреждение может оценить его платежеспособность и готовность в будущем осуществлять платежи по погашению кредита. После окончания периода накопления, клиент получает накопленные средства и кредит (на срок 10-15 лет)¹¹² на вторую половину стоимости жилья также по ставке более низкой, чем среднерыночная кредитная ставка (от 4,5 до 8, 5%).

Таким образом, автономность и замкнутость этой схемы (средства на целевых депозитах используются для предоставления кредита тем, кто уже завершил период накопления) позволяет устранить риск изменения процентной ставки, в то время как все другие формы финансирования зависят от условий, существующих на рынке капитала. При этом деятельность стройсберкасс строго регулируется и контролируется государством, что также защищает интересы участников.

Правительство Германии всячески содействовало развитию данной системы в период восстановления экономики после 1945 г., например, начислялась премия до 33% на сбережения, достигшие определенных размеров. В настоящее время такие премии тоже

¹⁰⁹ Евтух А.Т. Жилищная ипотечная система: мировой опыт. // Деньги и кредит.- 2000.- № 10, с.49.

¹¹⁰ Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит.- М.: Экономика, 2001, с.83.

¹¹¹ Евтух А.Т. Жилищная ипотечная система: мировой опыт. // Деньги и кредит.- 2000.- № 10, с.50.

¹¹² Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит.- М.: Экономика, 2001, с.88.

существуют, но составляют 10-15%.¹¹³ Система контрактных сбережений на сегодняшний день широко распространена не только в странах Западной Европы (таких, как Германия, Франция и Великобритания) и Центральной Европы (Польше, Румынии, Венгрии, Словакии и Чехии), но и в США.

Однако рассмотренная схема имеет довольно много отрицательных факторов, в частности: небольшие сроки кредитования (10 лет), обязательный период накопления (в течение которого заемщик не может приобрести недвижимость), низкие проценты, начисляемые на целевой вклад, очередность заемщиков в получении кредита и т.д.

Поэтому не теряет своей актуальности и классическая континентальная модель, основу которой составляют **ипотечные банки** (Hypothekenbanken).

В зависимости от формы собственности ипотечные банки подразделяются на два вида - государственные и частные, которые в свою очередь могут являться частью крупных финансовых групп или быть независимыми.¹¹⁴ Источником формирования ресурсов государственных банков, прежде всего, являются вклады и бюджетные ассигнования. Кроме того, они выпускают облигации. Такие банки характерны, например, для Италии и Испании. Крупные государственные банки работают и во Франции, средства они получают в виде государственных субсидий и за счет эмиссии еврооблигаций.¹¹⁵

Для Германии характерны как государственные, так и частные ипотечные банки в составе финансовых групп. В Дании почти все ипотечное кредитование осуществляют три частных независимых ипотечных банка, в Швеции на один такой крупный банк приходится половина всего ипотечного кредитования. Основным источником средств таких банков - выпуск облигаций, а также долгосрочные займы у других кредитных учреждений.

Если в США государство не только формировало законодательные основы функционирования системы ипотеки, но и непосредственно создавало специализированные

¹¹³ Минц В.М. Модели ипотечного кредитования и перспективы их применения в России. // Банковское дело.- 2002.- № 6.- с.34.

¹¹⁴ Митрошина К. Ипотечные банки: зарубежная практика. // Финансовый бизнес.- 2000.-№ 8, с.32.

¹¹⁵ Митрошина К. Ипотечные банки: зарубежная практика. // Финансовый бизнес.- 2000.-№ 8, с.34.

институты вторичного рынка, то в Европе роль государства состояла главным образом в разработке законодательных основ и надзоре за деятельностью специализированных ипотечных кредитных организаций.

Так, в Германии правовой основой ипотечного рынка является принятый еще в 1900 г. Закон об ипотечных банках. Согласно этому документу, основной задачей ипотечных банков является «привлечение свободного частного капитала и средств институциональных инвесторов для долгосрочного рефинансирования», а к основным функциям (операциям) относятся:¹¹⁶

- кредитование под залог земельных участков (установление ипотеки);
- эмиссия ипотечных закладных на основе приобретенных ипотек;
- предоставление кредитов отечественным корпорациям и общественному сектору (федеральному правительству, местным органам власти и муниципалитетам);
- эмиссия коммунальных долговых обязательств на основании кредитов отечественным корпорациям и заемщика общественного сектора (так называемые «kommunalobligationen»).

Таким образом, деятельность ипотечных банков строго ограничена, они не могут осуществлять весь спектр финансовых операций, присущий коммерческим банкам, и в этом заключается их специфика. Другой, не менее важной особенностью, является их привилегия по выпуску пфандбрифов, или закладных листов. В настоящее время пфандбрифы могут выпускать всего 42 финансовых учреждения: 22 частных ипотечных банка, 18 государственных (земельных) банков и 2 частных банка по ипотечному кредитованию су-

¹¹⁶ Жилье: комплексный взгляд. Под общ. ред. Агапкина В.М. – М.: АВЧ, 2001, с.912-913.

дов.¹¹⁷ При этом на долю частных ипотечных банков приходится около 70% выпущенных бумаг.¹¹⁸

В настоящее время *рынок ифандбрифов* является крупнейшим сегментом рынка облигаций Германии, превосходящим даже рынок облигаций федерального правительства.¹¹⁹ Отметим также, что германский рынок ипотечных ценных бумаг самый крупный в Европе – 44% от общего объема.¹²⁰

На сегодняшний день ипотечные банки имеют право осуществлять эмиссию закладных листов только после формирования определенного портфеля ипотечных кредитов. Напомним, что ранее кредитование могло осуществляться ценными бумагами (выпущенными, соответственно, до предоставления ссуды). Сегодня такой вид кредитования играет значительную роль лишь в Дании.¹²¹

Эмиссия закладных листов осуществляется либо в документарной (наличной) форме, либо выпускается сертификат (так называемое «глобальное свидетельство»), который размещается в депозитарии.¹²²

В первом случае закладные листы печатают на защищенной от подделок бумаге с использованием особого способа печати (контролируют качество печати эксперты Немецкого Федерального банка).

Закладные листы должны содержать так называемые «условия эмиссии»:¹²³

- ✓ номинал, время и место возврата номинальной стоимости;
- ✓ ставка годовых процентов, время и место их выплаты;

¹¹⁷ Пальянова С. Ипотечные ценные бумаги: рынки США и Германии. // Вестник НАУФОР.- 2002.- 11 ноября, с.26.

¹¹⁸ Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг.-2001.-№ 6, с.77.

¹¹⁹ Пальянова С. Ипотечные ценные бумаги: рынки США и Германии. // Вестник НАУФОР.- 2002.- 11 ноября, с.26.

¹²⁰ www.gosstroy.gov.ru/txt/Hypoteque/History.htm

¹²¹ Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг.- 2001.-№ 6, с.76.

¹²² Жилье: комплексный взгляд. Под общ. ред. Агапкина В.М. – М.: АВЧ, 2001, с.914.

¹²³ Жилье: комплексный взгляд. Под общ. ред. Агапкина В.М. – М.: АВЧ, 2001, с.914-915.

- ✓ название ипотечного банка и наименование органа, разрешившего выпуск закладных листов;
- ✓ положения о возможности расторжения договора. Отметим, что по Закону об ипотечных банках держатель закладной не имеет право расторгнуть договор, поскольку в этом случае банк может столкнуться с проблемой ликвидности, однако, с другой стороны, ипотечный банк может отказаться выплачивать номинал закладного листа в течение 10 лет.
- ✓ идентификационный номер бумаги;
- ✓ подтверждение доверенного лица (попечителя ипотечного банка, назначаемого Федеральным ведомством по надзору за деятельностью кредитных организаций) о том, что для закладных листов имеется в наличии предусмотренное законом покрытие, о чем сделана соответствующая запись в ипотечном регистре (регистре покрытия).

Пфандбрифы могут быть как именными, так и на предъявителя (в настоящее время 75% всех находящихся в обращении закладных листов – предъявительские), причем большая часть облигаций может быть свободно конвертирована из предъявительских в именные и обратно.¹²⁴ Выпускаются такие бумаги на срок от 1 до 10 лет (иногда до 25 лет, но наиболее распространены сроки 3, 5 и 10 лет), а погашение обычно производится в конце срока разовым платежом, т.е. досрочное погашение не предусматривается.¹²⁵ В основном, это инструменты с фиксированной ставкой процентного дохода, выплачиваемого раз в год, причем процентные ставки по ценным бумагам практически соответствуют ставкам по ипотечным кредитам (маржа банка невелика и составляет 0,25-0,5 %).¹²⁶ Приобретая закладной лист банка, инвестор получает не только сам пфандбриф, но и допол-

¹²⁴ Пальянова С. Ипотечные ценные бумаги: рынки США и Германии. // Вестник НАУФОР.- 2002.- 11 ноября, с.26.

¹²⁵ Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг.- 2001.- № 6, с.77.

¹²⁶ Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит. – М.: Экономика, 2001, с.85.

нительный купонный лист, который содержит годовые купоны на весь срок обращения бумаг.

Однако в последнее время в основном проводятся эмиссии, при которых непосредственной выдачи ценных бумаг владельцу не происходит – он получает лишь письменную квитанцию, подтверждающую внесение определенной суммы. Эта квитанция содержит также обозначение эмиссии, величину процентной ставки, номинальную стоимость части приобретаемого выпуска и срок погашения процентов и основной суммы.

Отметим также, что в отличие от США, где ипотечные бумаги обращаются в основном на внебиржевом рынке, в Германии инвестор может в любое время продать на фондовой бирже как сами закладные листы, так и долю в «глобальном сертификате», которой он владеет по квитанции.¹²⁷ Однако на бирже обращаются только бумаги на предъявителя, а именные облигации продаются только на дилерском (телефонном) рынке.

По типу покрытия различают собственно ипотечные пфандбрифы, mortgage pfandbriefe, (их обеспечением служит первая закладная на недвижимость) и публичные пфандбрифы, public pfandbriefe, (обеспечение - кредиты государственным органам), причем доминируют последние (в 3,5 раза).¹²⁸

Кроме того, в 1995г. появились так называемые **джамбо-пфандбрифы** - выпуски на сумму не менее 0,5 млрд. евро. (в то время как объем выпуска традиционных закладных листов варьируется от 5 до 500 млн. евро.), основанные, как правило, на ссудах правительственным органам (более 90%).¹²⁹ В последние годы эмитируются выпуски значительно большего объема – средний размер выпуска превышает 1,3 млрд. евро. В отличие от традиционных пфандбрифов, которые напрямую продаются инвестору банком-эмитентом, джамбо-пфандбрифы выпускаются через консорциумы с гарантированной ко-

¹²⁷ Пальянова С. Ипотечные ценные бумаги: рынки США и Германии. // Вестник НАУФОР.- 2002.- 11 ноября.

¹²⁸ Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг.- 2001.- № 6, с.77.

¹²⁹ Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг.- 2001.- № 6, с.77.

тировкой на покупку/продажу, причем, по крайней мере, три банка должны выступать в качестве маркет-мейкеров.¹³⁰

Сегодня вложения в фандбрифы рассматриваются как один из самых надежных способов инвестирования средств, а следовательно, эти бумаги становятся все более привлекательными для инвестора. Кроме того, доходность по ним несколько выше, чем по государственным облигациям.¹³¹

Достигается такая надежность за счет трех основных принципов, положенных в основу работы ипотечного банка (согласно Закону об ипотечных банках):¹³²

1. принцип специализации;
2. принцип конгруэнтности;
3. и принцип покрытия.

Принцип специализации заключается в том, что ипотечным банкам разрешены только определенные виды операций (о чем уже было сказано выше). Узкая специализация позволяет более точно действовать на ипотечном рынке, что повышает эффективность работы банка и снижает риск процент невозвращенных ссуд.

Кроме того, устанавливается ряд ограничений. Так, например, предельная величина ссуды не может превышать 60% размера залога, вычисленного и установленного банком для каждого конкретного случая, чтобы владельцы бумаг были застрахованы от риска снижения цен на недвижимость. Только такие кредиты могут быть рефинансированы за счет выпуска ипотечных облигаций, а ссуды, превышающие это ограничение, финансируются за счет необеспеченных облигаций и не могут превышать 20% банковского портфеля ипотечных кредитов.¹³³ Выполнение этих требований снижает риск банкротства

¹³⁰ Пальянова С. Ипотечные ценные бумаги: рынки США и Германии. // Вестник НАУФОР.- 2002.- 11 ноября, с.27.

¹³¹ Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг.- 2001.- № 6, с.77.

¹³² Батлер С., Пастухова Н. Подходы к проблеме банкротства эмитента ипотечных ценных бумаг. // Рынок ценных бумаг.- 2002.- № 19, с.43.

¹³³ Жилье: комплексный взгляд. под ред. Агапкина В.М. – М.: АВЧ, 2001, с.907.

кредитного учреждения. Отметим, что со времени издания закона в 1900 г. в Германии не было ни одного случая банкротства ипотечного банка.

Принцип конгруэнтности состоит в то, что обязательства банка по закладным листам должны соответствовать его требованиям по выданным кредитам, т.е. общая суммарная стоимость выпущенных пфандбрифов должна быть покрыта ипотеками по меньшей мере такой же стоимости (это так называемая конгруэнтность покрытия). Кроме того, разрешено выпускать ценные бумаги только в том случае, если их срок обращения сопоставим со сроком договоров ипотечного кредитования (это конгруэнтность обращения). Существует и еще одно требование, согласно которому общая стоимость выпущенных бумаг не может превышать 60-кратного размера собственного (гарантийного) капитала ипотечного банка.

Принцип покрытия (обеспеченности) ценных бумаг – это требование о том, что ипотечный банк должен сформировать резервный капитал для покрытия их стоимости. Таким образом, держатели пфандбрифов в случае банкротства банка получают право удовлетворения своих требований за счет этих средств преимущественно перед другими кредиторами. Кроме того, ведение специального ипотечного регистра, в который банк вносит информацию об ипотечных кредитах (покрытии), – еще одна гарантия защиты прав и интересов инвесторов. Состояние (сохранность) массы покрытия и правомерность включения того или иного объекта в реестр контролируется независимым доверенным лицом, назначаемым государственным органом надзора. Изъять объект из состава покрытия или заменить его другим банк может только с согласия доверенного лица.

В силу своей высокой надежности закладные листы стали объектом для инвестирования средств, находящихся под управлением физических лиц и учреждений. Так, законодательно было разрешено размещать указанные средства в закладные листы опекунам («Постановление о гарантии надежности вложения капитала подопечного»), стройберкассам, а также частным страховым компаниям и учреждениям социального страхования,

банкам и инвестиционным фондам. Причем на ипотечном рынке доминируют национальные инвесторы, и лишь 10% облигаций приходится на иностранных инвесторов, хотя в последнее время для расширения выхода на зарубежные рынки германские банки начинают получать рейтинг пфандбрифов.¹³⁴

В настоящее время ипотечные банки (а следовательно, и закладные листы) играют значительную роль практически во всех странах Западной Европы (Дания, Швеция, Финляндия, Франция, Нидерланды, Австрия и др.). Однако, как уже было сказано выше, американская модель в Европе также присутствует. Наибольшее распространение ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, получили в Великобритании, несмотря на отсутствие какой-либо поддержки со стороны государства (в отличие от США).

Первая эмиссия MBS в Великобритании была произведена в 1987г. Инициатором MBS выступает первичный кредитор, который и формирует пул закладных, а затем продает его юридически независимой специально создаваемой организации – инвестиционной компании.¹³⁵ Эти организации (special purpose vehicles, SPV) и являются эмитентами MBS. Обслуживанием кредитов занимается специально назначаемый servicer (чаще всего это первичный кредитор).

Выпуск MBS размещается через синдикат андеррайтеров и только при наличии кредитного рейтинга. Большая часть английских MBS имеет высший рейтинг (AAA по классификации S&P). Для защиты инвесторов полномочия по распоряжению и контролю за обеспечением отдается независимому контролеру- доверенному лицу (трасту).

Поскольку сами ипотечные ссуды в Англии предоставляются под плавающую процентную ставку, английские MBS также выпускаются как инструменты с плавающей ставкой. В настоящее время все функции регулирования рынка MBS возложены на единый орган - Financial Services Authority.

¹³⁴ Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг. - 2001 .- № 6, с.77.

¹³⁵ Усоскин В.М. Секьюритизация активов.// Деньги и кредит. - 2002.-№ 5, с.40.

Следует обратить внимание на интересный факт: в странах Восточной Европы (Польша, Чехия, Венгрия, Словакия и др.) также предполагалось создание систем ипотечного кредитования и финансирования по американскому образцу (при участии США напрямую или через Мировой банк), но в итоге предпочтение было отдано классической континентальной модели «как более соответствующей историческим традициям и экономическим реалиям этих стран.»¹³⁶ По какому пути пойдет Россия – покажет время, однако, по-видимому, наиболее целесообразно не препятствовать развитию смешанной, многовариантной модели ипотеки. Ведь основной вопрос – не в том, какую схему использовать, а в том, чтобы дать населению реальный шанс улучшить свои жилищные условия.

§3. Ипотечное кредитование в СНГ (на примере Казахстана).

В Казахстане, как и в нашей стране, система ипотечного кредитования только начинает складываться, но уже сделано достаточно много, особенно за последние 2-3 года. Именно поэтому, и особенно учитывая схожесть социально-экономической ситуации в России и Казахстане, представляется интересным рассмотреть опыт государства, наиболее успешно из всех стран СНГ развивающего ипотеку.¹³⁷

Первые попытки реформирования системы жилищного финансирования были предприняты в Казахстане еще в середине 90-х годов. В частности, были приняты следующие законодательные акты: Указ Президента РК «О государственной программе новой жилищной политики и механизмах ее реализации» (1993 г.), Указ Президента РК, имеющий силу закона, «О банках и банковской деятельности в Республике Казахстан» (1995 г.), Указ Президента РК, имеющий силу закона, «О страховании» (1995 г.), Указ Президента РК, имеющий силу закона, «Об ипотеке недвижимого имущества» (1995 г.), Закон РК «О рынке ценных бумаг» (1997 г.), Закон РК «О жилищных отношениях» (1997

¹³⁶Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг. - 2001. - № 6, с.79.

¹³⁷По мнению специалистов банка «ЦентрКредит» (опубликовано на сайте www.centercredit.kz)

г.), которые создали начальную правовую основу становления и развития рыночных отношений в жилищной сфере¹³⁸. Особая роль в развитии ипотеки отводится Правительству и Национальному Банку Республики Казахстан.

В частности, Правительством в 2000 г. была утверждена «Концепция долгосрочного финансирования жилищного строительства и развития системы ипотечного кредитования в республике Казахстан», согласно которой предполагалось в одинаковой мере внедрять две модели:

- европейскую, ориентированную на государственную поддержку банков второго уровня (т.е. коммерческих банков) и небанковских организаций, занимающихся ипотечным кредитованием,
- и американскую, предусматривающую создание государственной инфраструктуры для страхования и рефинансирования кредитов. Кроме того, в рамках такой модели предусматривается создание рынка ипотечных ценных бумаг.

Вторая модель (двухуровневая) с точки зрения ее организации представляется более сложной, однако именно ей в Казахстане отдано предпочтение. В рамках этой схемы Национальным Банком в конце декабря 2000 года по аналогии с ипотечными агентствами США была создана ЗАО «Казахстанская Ипотечная Компания» - рефинансирующая организация, выкупающая у первичных кредиторов (банков второго уровня и небанковских кредитных организаций) права требования и залоговые права по ипотечным кредитам и выпускающая ипотечные облигации, обеспеченные пулом кредитов.¹³⁹ На сегодняшний день 100% акций Компании принадлежит Национальному Банку, но уже в 2003 г. планируется увеличить ее уставный капитал, который на сегодняшний день составляет 1 млрд. тенге, и начать подготовку к приватизации.¹⁴⁰

¹³⁸ Жилье: комплексный взгляд. под ред. Агапкина В.М. – М.: АВЧ, 2001, с.820.

¹³⁹ Марченко Г. Казахстан: на пороге запуска ипотечного рынка.// Банковское дело в Москве.- , 2001.- № 7, с.4.

¹⁴⁰ "ИНФО-ТАСС Санкт-Петербург" (информационно-аналитический портал)

Росту активности на ипотечном рынке во многом способствовало внедрение в Казахстане стандартов ипотечного кредитования, соответствующих международным требованиям:¹⁴¹

- кредиты предоставляются в национальной валюте (тенге) на длительный срок (оптимально на данном этапе 10-15 лет);
- сумма кредита не превышает 60-70% рыночной стоимости приобретаемого имущества, являющегося предметом залога;
- первоначальный взнос в размере 30-40% стоимости недвижимости заемщик вносит за счет собственных средств;
- кредит и проценты по нему погашаются ежемесячно аннуитетными платежами, при этом величина ежемесячного платежа не должна превышать 30-35% совокупного официально подтвержденного дохода заемщика;
- передаваемое в ипотеку имущество должно быть свободно от каких-либо обременений и не иметь предшествующих ипотек, таким образом, повторный залог не допускается;
- обязательно страхование имущества, передаваемого в залог, и личное страхование заемщика.

Введение этих стандартов имеет важное значение, так как в рамках модели вторичного рынка (напомним, что именно она внедряется в Казахстане) права требования по выкупленным кредитам переуступаются Ипотечной Компанией посредством реализации ценных бумаг, обеспеченных ипотекой. И только строгое соблюдение стандартов позволит снизить риски участников ипотечного рынка, а следовательно, может сделать такие бумаги привлекательными для инвестора. Именно поэтому кредитор, заключающий с Компанией соглашение о сотрудничестве, должен гарантировать, что все закладные (кредиты) отвечают установленным требованиям, и обязуется ежемесячно предоставлять не-

¹⁴¹ Копейкин А., Сагиндыкова М. Ипотека по-казахски. // Банковское обозрение.- 2002.- № 9 с.53.

обходимую финансовую информацию. Ипотечная Компания в свою очередь периодически проводит проверки части кредитов. Если в ходе проверки будут обнаружены некачественные или нестандартные кредиты, то такие залоговые кредитор обязан выкупить

Такая схема успешно апробирована в рамках пилотных проектов, реализованных в городах Астана и Алматы. На сегодняшний день Ипотечная Компания работает в 13 крупнейших городах страны, уже заключены генеральные соглашения о сотрудничестве с пятью крупными банками (ОАО «Казкоммерцбанк», ЗАО «Алматинский торгово-финансовый банк», ОАО «Комирбанк», ОАО «Банк Туран Алем», ОАО «Банк Центркредит» и двумя небанковскими организациями, а в ближайшей перспективе планируется распространить проект на всю республику.

Отметим, что одной из основных особенностей, отличающих деятельность Казахской ипотечной Компании, является рефинансирование ипотечных кредитов только в тенге (т.е. в национальной валюте). Этот механизм особенно интересен для нашей страны, так как на сегодняшний день в России одним из основных препятствий развития ипотеки остается валюта кредитования.¹⁴² Действительно, многие банки предпочитают выдавать кредиты в иностранной валюте, в то время как у большинства населения заработная плата установлена и выплачивается в рублях. В такой ситуации при резком падении заработной платы в валютном эквиваленте невозврата кредита не избежать.¹⁴³

Одной из основных проблем, замедляющих развитие ипотеки, является поиск долгосрочных кредитных ресурсов. Предполагается привлекать средства на внутреннем рынке путем выпуска ипотечных ценных бумаг облигаций, обеспеченных принадлежащими Казахстанской Ипотечной Компании правами требования по ипотечным кредитам. причем наличие крупных институциональных инвесторов (таких как накопительные пенсионные фонды, страховые компании) позволяют считать условия для эффективного разви-

¹⁴² Журкина Н.Г. Современная ипотека: состояние, проблемы, решения. // Финансы.-2002.-№ 6, с.19.

¹⁴³ Именно это и происходило в 1998 г.

тия данного сегмента рынка вполне благоприятными.¹⁴⁴ Так, в частности, уже сегодня с 5% до 10% увеличен лимит активов, которые накопительные пенсионные фонды могут размещать в ипотечные облигации, и если предположить, что компании по управлению пенсионными активами будут полностью использовать представленный им лимит, то ежеквартально они могут вкладывать в бумаги Казахской ипотечной компании около 5 млн. долл.¹⁴⁵ (или около 750 млн. тенге)¹⁴⁶.

В ноябре 2002 г. состоялось первичное размещение первого транша ипотечных ценных бумаг ЗАО "Казахстанская ипотечная компания" на сумму 1,5 млрд. тенге – первого выпуска MBS не только в Казахстане, но и на всей территории СНГ.¹⁴⁷ Срок обращения этого выпуска – 3 года, купонная ставка плавающая и привязана к индексу инфляции (фиксированная величина над индексом инфляции составила 4,75%, и является неизменной на весь срок обращения), пересмотр купона производится каждые 6 месяцев. Базой для расчета ставки выбран индекс инфляции, так как, по мнению Г. Марченко, председателя Национального банка Казахстана, именно он наиболее точно отражает состояние экономики.¹⁴⁸

Весь транш выкуплен консорциумом андеррайтеров в составе ОАО «Банк ЦентрКредит» и брокерско-дилерской компании «KIB ASSET MANAGEMENT Ltd.», которые осуществляют дальнейшее размещение облигаций на вторичном рынке и, кроме того, выполняют функции маркет-мейкера на ЗАО «Казахстанская фондовая биржа» (отметим, что эти бумаги были включены в официальный список по категории «А»).

Казахстанская ипотечная компания планирует выпускать не только купонные (с фиксированной и плавающей процентной ставкой), но и дисконтные инструменты, кроме

¹⁴⁴ Марченко Г. Казахстан: на пороге запуска ипотечного рынка. // Банковское дело в Москве.- 2001.- № 7, с.4.

¹⁴⁵ Марченко Г. Казахстанская ипотека: год спустя. // Банковское дело в Москве.-2002,- № 8, с.5

¹⁴⁶ 1\$ ≈ 150 тенге ([http:// currency.host.net.kg/kzt](http://currency.host.net.kg/kzt))

¹⁴⁷ «Выпуск ипотечных облигаций как механизм привлечения внутренних инвестиций для дальнейшей реализации государственной жилищной программы» (опубликовано 19 ноября 2002 г. на сайте <http://www.pressclub.kz/>).

¹⁴⁸ Марченко Г. Казахстанская ипотека: год спустя. // Банковское дело в Москве.-2002,- № 8, с.5.

того, предполагается увеличить срок до 10 лет.¹⁴⁹ Для повышения привлекательности этих инструментов, возможно, будет оформляться поручительство со стороны местной администрации на выплате основного долга и процентов.

Кроме того, планируется придать ценным бумагам Казахстанской Ипотечной Компании статус так называемых «агентских ценных бумаг», т.е. бумаг, эмитированных компаниями, пользующимися поддержкой правительства республики. По мнению М. Алдашова, начальника отдела работы с ценными бумагами Казахстанской Ипотечной Компании, придание ипотечным облигациям статуса «агентских бумаг» наравне с ценными бумагами Национального Банка повысит их котировки на Казахстанской фондовой бирже и в ближайшей перспективе приведет к новому выпуску около 1,5 миллиарда таких облигаций.¹⁵⁰ Это должно привести к снижению процентной ставки по ипотечным кредитам и увеличению срока кредитования до 15 лет (в настоящее время этот срок, как правило, не превышает 5-10 лет), что, в свою очередь, будет способствовать повышению платежеспособного спроса населения на эти кредиты. Так, уже сегодня, по оценкам специалистов Казахстанской Ипотечной Компании, объем выданных кредитов достигнет примерно 1 млрд. тенге, к концу 2003 г. прогнозируется рост до 3,6 млрд., в 2004г. – до 5,4 млрд., в 2005 г. – до 8,6 млрд.¹⁵¹

Отметим также, что ипотечным кредитованием в Казахстане занимаются и те банки, которые не сотрудничают с Ипотечной Компанией. Для привлечения средств они также используют инструменты фондового рынка. Так, например, «Лариба-Банк» еще в 2001 г. первым произвел эмиссию ипотечных купонных именных облигаций, которые были включены в официальный список ценных бумаг Казахстанской фондовой биржи категории «В», со 100-процентным обеспечением, а в конце 2002 г., через месяц после размещения облигаций Казахстанской Ипотечной Компании, разместил на рынке MBS, на сум-

¹⁴⁹ Копейкин А., Сагиндыкова М. Ипотека по-казахски. // Банковское обозрение.- 2002.- № 9, с.53.

¹⁵⁰ С января 2003 года ипотека придет во все регионы страны. (опубликовано 29 декабря 2002 г. на сайте www.mpra.ru - "ИНФО-ТАСС Санкт-Петербург" (информационно-аналитический портал)

¹⁵¹ Марченко Г. Казахстанская ипотека: год спустя.// Банковское дело в Москве.- 2002.- № 8, с.5

му 1 млн. долл.¹⁵² Большая часть этих бумаг была выкуплена казахстанскими пенсионными фондами. Отметим тот факт, что для выпуска этих бумаг правительство США в рамках программы USAID по развитию финансового сектора в Казахстане, которая начала свою работу два с половиной года назад, предоставило гарантию на сумму \$500 тысяч.¹⁵³ Именно выпуск MBS позволил банку уже сегодня снизить ставки по ипотечным кредитам с 20% до 15% годовых.



¹⁵² www.respublika.kz

¹⁵³ www.respublika.kz

Глава III. Ипотечные ценные бумаги: перспективы на российском рынке.

§1. Развитие ипотечного кредитования в России в 90-е гг.

На протяжении 70 лет, т.е. до начала экономических реформ 90-х гг. в нашей стране не существовало ипотечного кредитования, так как не существовало института частной собственности. Долгосрочным кредитованием населения занимался Госбанк СССР, Жилсоцбанк СССР и Сбербанк СССР, однако эти кредиты содержали в себе элемент субсидий: характеризовались чрезвычайно длительными сроками погашения и очень низкими процентными ставками и, как правило, не обеспечивались залогом (см. Приложение 11).¹⁵⁴

Отметим также, что в отличие от государств с рыночной экономикой в нашей стране долгое время основным источником финансирования строительства (в том числе и жилищного) являлись бюджетные средства. Переход от централизованной экономики к рынку привел к резкому сокращению объемов государственных капитальных вложений в строительство (с 85,4% в 1987 г. до 19,7 % в 2001 г.), а отсутствие механизма привлечения средств из внебюджетных источников привело к тому, что на сегодняшний день более 80% населения, по данным социологических опросов, нуждаются в улучшении жилищных условий.¹⁵⁵ Как показывает зарубежный опыт, именно ипотечное кредитование позволяет привлечь необходимые средства и является основным способом решения жилищной проблемы, и именно поэтому формирование системы ипотечного кредитования в настоящее время является одним из приоритетных направлений государственной жилищной политики.¹⁵⁶

Одной из главных предпосылок становления ипотеки в России явилось формирование частной собственности на жилье в результате приватизации, проводимой в 90-е гг.

¹⁵⁴ Павлова И.В. Ипотечное жилищное кредитование в России: история и современность. // Банковское дело.- 2000.- 10, с.36.

¹⁵⁵ Пономарев В.Н. О мерах по развитию ипотечного жилищного кредитования. // www.gosstroy.gov.ru/doklad_vnp.htm

Кроме того, в этот период началось формирование необходимой нормативно-правовой базы. Так, право граждан на получение кредитов на строительство или покупку жилья под залог недвижимости было закреплено законом «Об основах федеральной жилищной политики», принятым в 1992 г., а в 1993 г. была принята Государственная целевая программа «Жилище», ориентированная на реформирование этой сферы.

Уже в 1993 г. некоторые коммерческие банки начали разрабатывать свои ипотечные схемы, в частности, выдавать кредиты на покупку жилья работникам крупных предприятий.

В целях расширения использования средств населения и иных внебюджетных источников финансирования в жилищной сфере в 1994 г. Указом Президента РФ было установлено, что юридические лица, имеющие права заказчика на строительство жилья, могут привлекать финансовые средства граждан с использованием **жилищных сертификатов** - особого вида облигаций с индексируемой номинальной стоимостью, удостоверяющих право их собственника на приобретение квартиры при покупке определенного количества сертификатов и на получение от эмитента по первому требованию индексируемой номинальной стоимости сертификата. Эмитентами жилищных сертификатов не могли быть банки и иные кредитные организации, а также товарные и фондовые биржи, однако, для повышения доверия населения к этим инструментам эмитенты могли привлекать коммерческие банки в качестве гарантов.

Номинал сертификатов устанавливался в единицах общей площади жилья, а также в его денежном эквиваленте. Собственник жилищных сертификатов, соответствующих не менее 30% общей площади квартиры, имел право на приобретение квартиры при условии оплаты оставшейся части ее стоимости. Как только инвестор приобретал такое количество сертификатов, которое давало ему право на полное владение квартирой, он заключал договор купли-продажи с эмитентом и получал жилье без внесения дополнительной платы.

¹⁵⁶ Постановление Правительства РФ от 11.01.2000г. N 28 «О мерах по развитию системы ипотечного и жилищ-

Как правило, индексация этих бумаг не отражает изменений на финансовом рынке, сертификаты практически неликвидны, а граждане лишены возможности свободного выбора, так как сертификаты дают право приобретения жилья только в определенных домах, поэтому широкого распространения эти инструменты не получили.¹⁵⁷ И тем не менее, в настоящее время облигации жилищных займов успешно используются в некоторых регионах России (например, в Москве, Санкт-Петербурге, Саратовской и Ульяновской областях и республике Татарстан).¹⁵⁸ Фактически это муниципальные облигации, гарантированные местной администрацией, однако, погашаться они могут как рублями, так и квадратными метрами жилья. В некоторых регионах покупатель недвижимости приобретает определенное количество таких облигаций, а на оставшуюся сумму, необходимую для приобретения квартиры, получает кредит. Такая технология напоминает схему контрактных сбережений, только период накопления заменяется периодом приобретения ценных бумаг.

После появления в 1996 г. Указа Президента РФ «О дополнительных мерах по развитию ипотечного кредитования» стали практиковаться схемы долевого строительства и продажи квартир в рассрочку с правом заселения после первого взноса и оформлением в собственность после завершения платежей. Такие «ипотечные» схемы до сих пор являются самым распространенным способом приобретения жилья, несмотря на то, что при долевом участии покупатель фактически кредитует строительную компанию, принимая при этом на себя все строительные риски, а рассрочка предоставляется на короткие сроки (от 1 до 3 лет) под высокий процент. В связи с этим необходимо скорейшее принятие Государственной думой законопроекта «О защите прав и законных интересов граждан и их объединений, вкладывающих денежные средства в строительство и приобретение жилья».

ного кредитования в Российской Федерации.» // Собрание законодательства РФ, 2000 № 3, ст.278.

¹⁵⁷ Косарева Н., Пастухова Н., Рогожина Н. Развитие системы долгосрочного ипотечного кредитования населения в России.// Вопросы экономики.-2001.- № 5, с. 100.

¹⁵⁸ Логинов М.П. Как решить жилищный вопрос.// ЭКО.- 2001.- № 11, с.76.

Менее рискованной и, следовательно, более приемлемой является немецкая модель стройсбережений, основное преимущество которой – замкнутость (см. гл. II § 2). Напомним, что здесь средства вкладчиков используются для предоставления кредитов тем, кто уже завершил период накопления, а не направляются в строительство (что характерно для схем долевого участия, следовательно, отсутствует риск того, что собственных средств застройщика и средств, внесенных клиентами, не хватит на завершение строительства. Кроме того, клиент в любой момент может забрать накопленную сумму, отказавшись от кредита.

Для внедрения немецкой модели, прежде всего, необходимо законодательно определить статус стройсберкассы как особого кредитного учреждения, имеющего право осуществлять ограниченный круг операций. В этой связи большое значение имеет принятие в ближайшем будущем закона «О строительных сберегательных кассах», проект которого уже внесен в Государственную думу.

Однако в нестабильных экономических условиях, при росте уровня инфляции применение такой схемы может оказываться нецелесообразным. Сдерживает распространение этой модели в России еще и то, что граждане из-за недоверия к банкам опасаются держать долгосрочные накопительные депозиты. Кроме того, отсутствует государственная поддержка жилищных накоплений и гарантии сохранности вкладов, как это существует в Германии. В этой связи следует отметить, что упомянутый законопроект лишь предусматривает возможность создания стройсберкассами фондов добровольного страхования вкладов, однако не делает создание таких фондов обязательными.

В 1997г. был принят закон «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним», а в 1998г. - закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)», в рамках которого была предпринята попытка создания удобного и простого в обращении

финансового инструмента - **закладной**- именной ценной бумаги, удостоверяющей следующие права ее законного владельца:¹⁵⁹

- ✓ право на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой, без представления других доказательств существования этого обязательства;
- ✓ право залога на имущество, обремененное ипотекой.

Составляется закладная залогодателем и должником (если они не одно и то же лицо) и одновременно с регистрацией ипотеки выдается первоначальному залогодержателю (кредитору), который может передать ее другому владельцу. Отметим, что первая редакция закона имела множество законодательных изъянов, в частности, права по именной ценной бумаге (закладной) передавались при помощи передаточной надписи. Налицо явное расхождение с нормами Гражданского Кодекса РФ, согласно которому по индоссаменту передаются права по ордерным бумагам, а права, удостоверенные именной бумагой передаются в порядке уступки требований (цессии).¹⁶⁰ На сегодняшний день положения закона «Об ипотеке» в этой части приведены в соответствие с ГК.

Сама по себе закладная вряд ли может стать инструментом рефинансирования ипотечных кредитов, поскольку, полностью отражая содержание всех существенных положений кредитного договора и договора об ипотеке, она превращается в объемный многостраничный документ и все меньше отвечает требованиям легкообращаемой ценной бумаги¹⁶¹ (требования к содержанию закладной установлены Законом «Об ипотеке», ст.14). Однако закладные позволяют создать основу для эмиссии вторичных ипотечных бумаг, которые будут иметь обезличенный характер, т.е. не будут содержать конкретных особенностей каждой ипотечной сделки, и могут стать привлекательным инструментом для инвесторов.

¹⁵⁹ Федеральный закон от 16.07.1998 г. № 102 ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» (в редакции Федерального закона от 11.02.2002 г. № 18 ФЗ), ст. 13 п. 2.

¹⁶⁰Гражданский Кодекс РФ, ч.1, ст. 146.

Это особенно важно в связи с тем, что при выборе модели ипотеки в России предпочтение было отдано американской модели вторичного рынка, использующей инструменты фондового рынка для привлечения средств для кредитования. По примеру США в России создаются ипотечные агентства – операторы вторичного ипотечного рынка.

Так, уже в 1996 г. на федеральном уровне было создано Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК), которое должно стандартизировать и унифицировать процедуру ипотечного кредитования и выкупать кредиты, выдаваемые коммерческими банками. На сегодняшний день Агентством установлены виды кредитов, подлежащих рефинансированию, а именно: кредиты с постоянной процентной ставкой в рублях и в долларах США; кредиты с переменной процентной ставкой в рублях с привязкой к индексу, установленному Агентством; кредиты в долларах США с переменной ставкой. Кроме того, приобретаемые кредиты не должны превышать 70% от рыночной стоимости заложенной недвижимости, а срок кредитования не может быть более 10 лет. Кредиты обеспечиваются залогом имущества, свободного от каких-либо обязательств (т.е. первая ипотека).¹⁶²

Средства для рефинансирования банков Агентство должно привлекать с фондового рынка, т.е. путем размещения собственных ценных бумаг – корпоративных облигаций (иначе называемых облигациями общего долга) и ипотечных ценных бумаг. Однако до настоящего времени рефинансирование осуществлялось за счет кредитов инвестиционного фонда «США-Россия», который с 1998 г. является одним из наиболее активных участников российского ипотечного рынка. Так, например, в 2001 г. фонд приобрел коммерчески банк «J.P. Morgan Bank», на основе которого создал первый в России специализированный ипотечный банк DeltaCredit, занимающий на сегодняшний день лидирующее положение среди участников ипотечного рынка Москвы.

¹⁶¹ Пастухова Н.С. Использование ценных бумаг как инструмента рефинансирования долго-срочных жилищных ипотечных кредитов.// Рынок ценных бумаг.- 2001.-№ 6, с.69.

¹⁶² Жилье: комплексный взгляд. Под ред. Агапкина В.М. – М.: АВЧ, 2001, с.698

Отметим также, что в Москве в 1999 г. была создана своя структура вторичного рынка – КБ ОАО «Московское ипотечное агентство». Кроме того, реализуются ипотечные программы различных банков, а московское правительство способствует реализации альтернативной системы жилищного кредитования населения посредством Строительной ссудосберегательной кассы (через систему Инвестсбербанка), деятельность которой приближена к немецкой модели. Однако отличительной российской особенностью является слишком короткий накопительный период (от полугода до 3 лет) и соответственно короткий период кредитования (2-5 лет). Но, с другой стороны, выгодно отличает московскую схему то, что договор вкладчика с ССК регистрируется в департаменте муниципального жилья с получением собственного кода, т.е. человек знает, в какую именно квартиру он вселяется, а это один из так называемых «антипирамидальных» факторов.

Собственные ипотечные схемы разрабатываются и более чем в 50 регионах РФ, где на сегодняшний день выдано более 40 тыс. кредитов.¹⁶³ Однако в условиях низкой платежеспособности населения и дефицита долгосрочных финансовых ресурсов, наиболее эффективно работают «ипотечные» схемы, предлагаемые региональными, муниципальными и отраслевыми ипотечными фондами и использующие в основном бюджетные средства.¹⁶⁴

Очевидно, что ограниченность этого источника финансирования не позволит сделать ипотеку действительно массовой. Именно поэтому в принятой в 2000 г. Концепции развития системы ипотечного жилищного кредитования в РФ акцент сделан на том, что любая модель долгосрочного кредитования должна включать механизм рефинансирования, в частности предлагается три модели привлечения долгосрочных кредитных ресурсов:¹⁶⁵

- 1) рефинансирование через систему коллективных инвестиций;

¹⁶³ www.gosstroy.gov.ru/txt/Ипотека

¹⁶⁴ Косарева Н., Пастухова Н., Рогожина Н. Развитие системы долгосрочного ипотечного кредитования населения в России. // Вопросы экономики. - 2001. - № 5, с. 105.

¹⁶⁵ Утверждена Постановлением Правительства РФ от 11.01.2000г. N 28 «О мерах по развитию системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации.» // Собрание законодательства РФ, 2000 № 3, ст.278.

- 2) выпуск и реализация эмиссионных ипотечных ценных бумаг;
- 3) рефинансирование кредиторов через операторов вторичного рынка.

Для развития коллективного инвестирования в России большое значение имеет принятый в 2001 г. Закон «Об инвестиционных фондах». Действующими формами осуществления коллективных инвестиций в России являются общие фонды банковского управления и акционерные и паевые инвестиционные фонды, возможна также организация специализированных фондов, денежные средства которых будут направлены исключительно на приобретение закладных.¹⁶⁶

Однако в настоящее время в ряде регионов нашей страны уже созданы ипотечные агентства (операторы вторичного ипотечного рынка), которые должны привлечь долгосрочные ресурсы для кредитования, в первую очередь, при помощи ипотечных ценных бумаг. Остановимся на этих новых для России финансовых инструментах более подробно.

§2. Ипотечные ценные бумаги в России: состояние и перспективы.

Проект федерального закона «Об ипотечных эмиссионных ценных бумагах» № 63092-3 был рассмотрен Государственной Думой еще в апреле 2002 г. Однако уже в мае законопроект был отправлен на доработку и до сих пор не принят.

Законопроект предусматривает два класса ипотечных ценных бумаг:

- ✓ закладные листы - долговые инструменты, аналог немецких пфандбрифов;
- ✓ ипотечные сертификаты участия, напоминающие американские MBS, т.е. долевые инструменты.

Таким образом, законодательно предпринята попытка совместить две модели – модель ипотечного банка и модель вторичного рынка.

¹⁶⁶ Постановление Правительства РФ от 11.01.2000г. N 28 «О мерах по развитию системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации.» // Собрание законодательства РФ, 2000 № 3, ст.278.

Закладные листы удостоверяют право их владельцев на получение от эмитента номинальной стоимости бумаги и процентов, а также удовлетворения за счет имущества, включенного в состав ипотечного покрытия, преимущественно перед другими кредиторами эмитента. Исключение ипотечного покрытия из конкурсной массы при банкротстве эмитента гарантирует большую надежность данной ценной бумаги по сравнению с уже имеющимися в России фондовыми инструментами.

В зависимости от времени погашения номинальной стоимости различают **обычные закладные листы** (погашаются единовременным платежом в конце срока обращения) и **сквозные** (выплата номинальной стоимости по которым производится частями в течение всего срока обращения).

Ипотечные сертификаты участия – это именные эмиссионные ценные бумаги, удостоверяющие право собственности их владельца на часть имущества, составляющего ипотечное покрытие. Свободное обращение таких ценных бумаг обеспечивает норма о том, что при продаже ипотечного сертификата участия остальные участники общей собственности на имущество, включенное в состав ипотечного покрытия (владельцы ипотечных сертификатов участия этого выпуска), не обладают правом преимущественной покупки.¹⁶⁷

Кроме того, владельцы сертификатов являются учредителями и одновременно выгодоприобретателями по договору доверительного управления этим имуществом, а доверительным управляющим по этому договору выступает эмитент.

Несмотря на то, что сертификаты участия – это, по сути, бумаги типа pass-through, институт доверительного управления в нашей стране не является аналогом зарубежного траста. Траст, функции которого ограничены лишь «передачей» платежей от заемщика владельцу ценной бумаги, создается, чтобы устранить так называемые риски эмитента (риски, связанные с его хозяйственной деятельностью). Однако если доверительным

управлением все равно будет заниматься эмитент, по мнению некоторых экономистов, эта норма работать не будет и приведет к излишнему усложнению конструкции ипотечных бумаг.¹⁶⁸

В нашей стране механизм доверительного управления лежит в основе взаимоотношений участников паевых инвестиционных фондов. Схожесть прав держателей ипотечных бумаг и паев инвестиционных фондов, вытекающих из договора доверительного управления, позволяет рассматривать ипотечные сертификаты участия как частный случай паев ПИФа.¹⁶⁹ Однако различия есть, и одним из наиболее существенных является то, что формирование ипотечного покрытия предшествует размещению сертификатов участия (формирование покрытия, по сути, является первым этапом эмиссии), в то время как для паев ситуация обратная: сначала размещаются ценные бумаги, а потом формируется портфель активов инвестиционного фонда. Таким образом, владелец сертификата участия в отличие от владельца пая может оценить качество и надежность активов в момент приобретения ценной бумаги. Именно поэтому ипотечные бумаги представляются наиболее надежной и безрисковой формой вложения средств и должны рассматриваться как самостоятельный, принципиально новый инструмент на российском фондовом рынке.

Таким образом, наиболее важным признаком ипотечных ценных бумаг, отличающим их от прочих финансовых инструментов, является особый способ их обеспечения - обеспечение *ипотечным покрытием*. Очевидно, что принцип покрытия появился в российском законопроекте по аналогии с нормой немецкого Закона «Об ипотечных банках» (см. гл. II §2). Однако принципиально новым является разделение ипотечного покрытия на основное и дополнительное (ст. 7 законопроекта).

¹⁶⁷ Проект федерального закона «Об ипотечных эмиссионных ценных бумагах» № 63092-3 (принят в первом чтении 10.04.2002), ст.38.

¹⁶⁸ Суворов Г. Как нам организовать рынок ипотечных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг.- 2002.- № 4, с.28.

¹⁶⁹ Миронов М. Ценные бумаги на рынке недвижимости: то густо, то пусто. // Рынок ценных бумаг.- 2002.- № 15, с.21.

Основным покрытием выступают денежные требования по ипотечным кредитам (займам), соответствующим следующим стандартам:

- сумма кредита не превышает 70% от рыночной стоимости предмета ипотеки (причем, рыночная стоимость определяется независимым оценщиком). Так называемый запас прочности (30%) снижает риски по таким ценным бумагам, и, следовательно, делает их более привлекательными для инвесторов;
- предмет ипотеки должен быть застрахован от рисков утраты или повреждения в полной стоимости на весь срок действия кредитного договора (договора займа);
- обязательному страхованию подлежит жизнь и здоровье заемщика, причем страховая сумма не может быть меньше суммы основного обязательства.

Особо оговаривается, что в качестве основного покрытия не могут выступать денежные требования по обязательствам, обеспеченным последующей ипотекой, и денежные требования по обязательствам, обеспеченным залогом не завершенного строительством недвижимого имущества.

Таким образом, предпринята попытка стандартизации процедуры ипотечного кредитования, о необходимости которой уже неоднократно говорилось выше.

В качестве дополнительного покрытия могут выступать:

- a) денежные средства в валюте РФ или в иностранной валюте;
- b) государственные, муниципальные и иные ценные бумаги или финансовые инструменты.

Особо оговаривается, что размер дополнительного покрытия не может превышать 20 процентов от общего размера покрытия.

Дополнительное покрытие призвано защитить интересы инвестора в случае неисполнения (или досрочного исполнения) заемщиком обязательств по кредитам, входящим в состав основного покрытия. Однако возникает вопрос, сможет ли дополнительное покры-

тие (по сути, портфель разнородных активов) ежемесячно обеспечивать доход, достаточный для покрытия обязательств по ценным бумагам. По американским MBS риск досрочного погашения перекладывается на инвестора, однако и российская конструкция (а именно, введение дополнительного покрытия) едва ли позволит устранить этот риск и, ко всему прочему, излишне усложнит работу эмитента. При этом законопроект предусматривает для эмитента закладных листов возможность досрочно исполнить свои обязательства по ценным бумагам (если это предусмотрено в решении о выпуске) в случае досрочного исполнения обязательств по кредитам.

Законопроект предусматривает возможность замены имущества в ипотечном покрытии, однако при замене должны соблюдаться следующие принципы:

- *принцип конгруэнтности* (для закладных листов), т.е. обязательства эмитента по ценным бумагам не должны превосходить финансовые потоки, поступающие в погашение ипотечных кредитов в любой момент времени в течение всего срока обращения бумаг этого выпуска. Напомним, что в ипотечных сертификатах участия этот принцип соблюдается изначально, поскольку поток платежей от заемщиков трансформируется в платежи по бумаге;
- общий размер покрытия должен обеспечивать исполнение денежных обязательств по всем находящимся в обращении ипотечным ценным бумагам, выпущенным с данным ипотечным покрытием;
- *принцип однородности*, т.е. активы, входящие в состав одного покрытия, должны быть обеспечены либо только жилой недвижимостью, либо только коммерческой, либо только земельными участками.

В целях обеспечения сохранности имущества, составляющего ипотечное покрытие, а следовательно, для защиты прав и интересов инвесторов ипотечных ценных бумаг предусмотрено ведение так называемого реестра покрытия. Напомним, что в Германии реестр покрытия ведет сам эмитент, а постоянный контроль осуществляет назначаемое государ-

ством доверенное лицо. Однако в рассматриваемом законопроекте институт доверенных лиц не предусмотрен, поэтому, возможно, что по аналогии с инвестиционными фондами обязанности по ведению реестра будут возложены на специализированный депозитарий. Отметим также, что денежные средства, входящие в состав дополнительного покрытия, зачисляются на отдельный банковский счет (счет покрытия) в Центральном Банке или уполномоченной на ведение таких счетов кредитной организации.

Процедура эмиссии ипотечных бумаг также существенно отличается от эмиссии бумаг, существующих в настоящее время на российском рынке. В частности, перед принятием эмитентом решения о размещении необходимо получить разрешение на осуществление эмиссии и сформировать ипотечное покрытие. Лишь после этого начинается подготовка проспекта эмиссии. Отметим, что проспект эмиссии помимо сведений предусмотренных для иных эмиссионных ценных бумаг должен содержать:

1. стандарты по предоставлению и обслуживанию ипотечных кредитов;
2. характеристику имущества, составляющего ипотечное покрытие;
3. перечень выпусков ипотечных ценных бумаг, выпущенных ранее с данным покрытием.

Эмиссия ипотечных ценных бумаг осуществляется отдельными выпусками, по каждому из которых должно быть зарегистрировано отдельное решение о выпуске. Решением о выпуске может быть установлено его деление на транши.

Законопроектом предусмотрены три формы выпуска ипотечных бумаг:¹⁷⁰

- именная документарная;
- именная бездокументарная;
- документарная на предъявителя.

¹⁷⁰ Проект федерального закона «Об ипотечных эмиссионных ценных бумагах» № 63092-3 (принят в первом чтении 10.04.2002), ст.18.

Однако в ст. 35 законопроекта оговорено, что ипотечный сертификат участия может быть только именной ценной бумагой, следовательно в третьей форме могут быть выпущены только закладные листы.

Напомним, что законопроект прошел первое чтение в Государственной Думе еще в прошлом году, однако потребовал доработки. В частности, до сих пор не урегулирован вопрос об эмитентах ипотечных бумаг.

Согласно законопроекту, выпуск ипотечных ценных бумаг осуществляется специализированными и неспециализированными эмитентами.¹⁷¹

Специализированными эмитентами признаются ипотечные агентства, а неспециализированными - юридические лица, являющиеся одновременно залогодержателями и кредиторами по обеспеченным ипотекой обязательствам и получившие разрешение на осуществление эмиссии ипотечных ценных бумаг. Таким образом, любой банк, обладающий пулом ипотечных кредитов, получает возможность выпускать на их основе ипотечные бумаги.

В качестве ипотечного агентства могут выступать банки и иные кредитные организации, а также иные коммерческие организации, имеющие специальное разрешение (лицензию) на осуществление данного вида деятельности. Кроме того, законопроектом предусматривается запрет на совмещение деятельности в качестве ипотечного агентства (т.е. деятельности по финансированию юридических лиц, предоставляющих ипотечные кредиты, путем покупки у них денежных требований по обеспеченным ипотекой кредитам) с производственной, торговой и страховой деятельностью.

Отметим также, что, согласно законопроекту, в качестве ипотечных агентств могут выступать организации с участием в их уставном (складочном) капитале РФ, субъектов РФ и муниципальных образований.

¹⁷¹ Проект федерального закона «Об ипотечных эмиссионных ценных бумагах» № 63092-3 (принят в первом чтении 10.04.2002), ст. 43.

Кроме того, по мнению специалистов, необходимо предусмотреть участие государства в создании особых финансовых учреждений – «гарантийных банков» (пока эта норма в законопроекте отсутствует), которые не занимались бы предоставлением кредитов, а лишь гарантировали бы первичным кредиторам возврат вложенных средств.¹⁷² Такие гарантии позволили бы существенно снизить риски и, следовательно, нормы отчисления в резерв под возможные потери по ссудам, что, в свою очередь способствовало бы снижению процентных ставок и расширению кредитных операций. Отметим, что такая схема менее затратна для государства по сравнению с прямым кредитованием, так как бюджетные средства используются только в тех случаях, когда заемщик оказывается неплатежеспособен (а количество невозвращенных ипотечных кредитов относительно невелико – 0,01-3% в разных странах¹⁷³).

В настоящее время основная дискуссия развернулась по поводу неспециализированных эмитентов, а именно: имеют ли право универсальные банки выпускать ипотечные ценные бумаги. Рассматриваемый законопроект не предусматривает никаких ограничений, что соответствует позиции ЦБ РФ по этому вопросу. С другой стороны, как уже отмечалось, в Европе принцип специализации ипотечных банков является определяющим (см. гл. II § 2). Только специализация ипотечных банков на определенных операциях позволяет избежать высоких рисков, присущих деятельности универсальных банков, а следовательно, позволяет сделать закладные листы надежным и практически безрисковым инструментом для инвестирования.

Однако, с другой стороны, существует вероятность того, что кредитные учреждения, специализирующиеся исключительно на ипотечных операциях не будут рентабельны из-за ограниченных масштабов ипотечного кредитования в нашей стране. Поэтому возможна такая схема: кредитная организация учреждается и осуществляет свою деятельность как обычный банк, а когда размер портфеля ипотечных кредитов достигнет опреде-

¹⁷² Жилье: комплексный взгляд. Под ред. Агапкина В.М. – М.: АВЧ, 2001, с.728.

ленного уровня (например, 50% активов), эта организация сможет перерегистрироваться в ипотечную с особым порядком регулирования и установления нормативов.¹⁷⁴

Кроме того, не решен вопрос о том, кто будет выдавать лицензии и осуществлять контроль за деятельностью эмитентов ипотечных бумаг – ФКЦБ или Центральный Банк. Этот вопрос очень важен, поскольку очевидно, что эмитентами ипотечных бумаг могут быть не обязательно кредитные организации. Если же деятельность различных учреждений в сфере ипотеки будет контролироваться различными надзорными органами (в зависимости от того, является эмитент кредитной организацией или нет), то возникает опасность, что требования к разным эмитентам по одним и тем же аспектам деятельности будут разными.

До тех пор пока не принят этот закон, с юридической точки зрения ипотечные ценные бумаги не могут появиться на российском рынке. Однако, по сути, такие бумаги уже существуют, хотя формально они являются корпоративными и выпущены в рамках существующего законодательства. В частности, закон «Об акционерных обществах» устанавливает, что общество вправе размещать облигации, *обеспеченные залогом* определенного имущества общества, либо облигации под обеспечение, предоставленное третьими лицами.¹⁷⁵ Отметим также, что облигации с залоговым обеспечением предусмотрены и в новой редакции Федерального закона «О рынке ценных бумаг», который устанавливает, что в качестве залогового обеспечения могут выступать только ценные бумаги и недвижимое имущество.¹⁷⁶ Таким образом, залладные, признаваемые, согласно российскому законодательству, ценными бумагами, могут стать предметом залога по таким облигациям.

¹⁷³ Калашникова З.В. Зарубежный опыт жилищного кредитования и его применение в России. // Финансовый менеджмент.- 2002.-№ 1, с.100.

¹⁷⁴ Будаков Д.Ю. Проблемы ипотечного кредитования.// Деньги и кредит.- 2002.- № 9, с. 19.

¹⁷⁵ Федеральный закон «Об акционерных обществах» (в ред. Федерального закона от 07.08.2001 N 120-ФЗ), ст. 33.

¹⁷⁶ Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (в редакции Федерального закона от 28 декабря 2002 года N 185-ФЗ), ст. 27.2 - 27.3.

Первый выпуск облигаций, обеспеченных ипотекой, состоялся еще в сентябре 2000г.¹⁷⁷ Их эмитентом является Межрегиональная ипотечная компания (г. Саров), а обеспечение предоставлено Фондом социального развития г. Сарова (некоммерческой организацией). Объем выпуска небольшой – 1 миллион рублей (100 облигаций, номинальной стоимостью – 10 000 рублей каждая). Облигации выпущены в именной документарной форме. По ним предусмотрен купонный доход в размере 5 % годовых, выплачиваемый раз в год. Срок обращения облигаций – 10 лет, что соответствует сроку исполнения обязательств по кредитам, положенным в основу выпуска. Размещались эти инструменты путем открытой подписки среди неограниченного круга лиц по номинальной стоимости.

Другой пример – облигации, обеспеченные залогом закладных, выпущенные ОАО «Иркутское региональное ипотечное агентство» в октябре 2001 г.¹⁷⁸ Это именные, бездокументарные, валютноиндексируемые, процентные бумаги (процентная ставка - 5 % годовых, номинированная в долларах США, периодичность выплат – 2 раза в год), срок обращения – 7 лет. Погашение номинальной стоимости производится в конце срока обращения одновременно с погашением последнего купона.

Объем выпуска также невелик – 5 миллионов рублей, т.е. 5000 облигаций номиналом 1000 рублей. Отметим, что облигации обеспечены залогом закладных на сумму 5 061 219 рублей, причем для целей заключения договора залога каждая закладная оценивалась в сумму, составляющую 97% от размера денежных требований по обеспеченным ипотекой обязательствам.¹⁷⁹ Таким образом, обязательства по облигациям меньше обязательств по кредитам, лежащим в основе выпуска.

Для защиты интересов инвесторов в случае досрочного исполнения обеспеченных ипотекой обязательств решением о выпуске предусмотрен порядок замены имущества, составляющего залог (ипотечное покрытие). Причем состав заложенного имущества мо-

¹⁷⁷ Государственный регистрационный номер 1-01-22001-R, выпуск зарегистрирован Нижегородским региональным отделением ФКЦБ 15.09.2000 г. , весь выпуск был размещен 16.08.2001 г.. (по данным МАИФ - www.maif.ru)

¹⁷⁸ выпуск зарегистрирован Иркутским региональным отделением ФКЦБ 25.10.2001 г. (www.profconsalt.ru)

жет быть пополнен исключительно за счет новых закладных, государственных или муниципальных бумаг РФ и сберегательных (депозитных) сертификатов Сбербанка. Таким образом, уже сейчас учтены требования еще не вступившего в силу закона.

Размещались ценные бумаги, в отличие от облигаций Межрегиональной ипотечной компании, по закрытой подписке, причем среди подписчиков преобладали крупные коммерческие банки и промышленные предприятия региона. Однако именно такие параметры выпуска (а именно: небольшой номинал, доходность, сопоставимая со ставками по валютным вкладам Сбербанка, обеспечение в форме залога), по мнению Щербакова В.А., генерального директора Иркутского агентства, в дальнейшем сделают эти облигации привлекательными и доступными для населения.¹⁸⁰

В ноябре 2002 г. состоялся выпуск облигаций Московского ипотечного агентства, обеспеченных пулом выкупленных кредитов и гарантиями правительства г. Москвы, на сумму 2,2 млрд. руб.¹⁸¹ Пока в обращении находится только первый транш этого выпуска (на сумму 470 млн. руб.). Это документарные облигации на предъявителя, номинальной стоимостью – 1000 руб., со сроком погашения – 10 лет, погашаемые равными долями каждый год. По этим бумагам предусмотрен ежеквартальный купон из расчета 10% годовых на валютный эквивалент задолженности.¹⁸² Отметим также, что эмитентом предусмотрена возможность досрочного выкупа этих облигаций (дата первой оферты 05.05.2004 г.). Агентствами по размещению облигационного займа являются ЗАО «Вэб-инвест Банк», ОАО «ММБ - Банк Москвы» и ЗАО «ИК «Тройка Диалог».

В этом году начало выпускать корпоративные облигации для рефинансирования ипотечных кредитов Агентство по ипотечному жилищному кредитованию. В марте 2003г. АИЖК подало на регистрацию в ФКЦБ проспект эмиссии выпуска на сумму 1,07 млрд.

¹⁷⁹ www.gosstroy.gov.ru/txt/Hypoteque/Kubassova.htm

¹⁸⁰ www.gosstroy.gov.ru/txt/Hypoteque/Sherbakov.htm

¹⁸¹ www.mia.ru

¹⁸² Домнин С. Погоня за длинным рублем удалась. (опубликовано 10.12.2002 г. на сайте wwwchronicle.ru)

руб. и уже 24 апреля в секции фондового рынка ММВБ состоялось их размещение.¹⁸³ Следует отметить, что на аукционе *спрос превысил объем предложения в 1,6 раз*, а цена размещения составила 106,56% от номинала, что свидетельствует о повышении интереса к этим новым для российского рынка фондовым инструментам.

Это документарные, процентные облигации на предъявителя. Дата погашения этого выпуска – 01.12.2008 г., номинал облигаций – 1млн. руб., купонная ставка – 11% годовых, выплаты по купонам – два раза в год. Андеррайтером, организатором и платежным агентом по этому облигационному займу является Внешэкономбанк. Покупателями выступили банки, инвестиционные и страховые компании.

Так как собственный капитал (690 млн. руб.) не позволяет АИЖК проводить столь крупные облигационные займы, потребовались государственные гарантии. По облигациям данного выпуска гарантии предоставлены в размере 2 млрд. руб., включающих как гарантии на выплату основного долга (1,07 млрд. руб.), так и процентов (930 млн. руб.).¹⁸⁴ Кроме того, в 2003-2010 гг. предполагается выделить из бюджета около 12 млрд. руб. на предоставление гарантий по облигациям Агентства.¹⁸⁵ К концу года, по словам А. Семеники, генерального директора АИЖК, Агентство планирует выпустить ипотечные ценные бумаги при условии вступления в силу закона об ипотечных бумагах. Со временем планируется также получить рейтинговую оценку для ценных бумаг агентства, о чем руководством АИЖК ведет переговоры со Standard&Poor's.¹⁸⁶

В перспективе планируется интеграция региональных ипотечных программ в единую общероссийскую систему ипотечного кредитования, в рамках которой АИЖК будет выпускать свои ипотечные бумаги на базе выкупленных ценных бумаг региональных ипо-

¹⁸³ www.finmarket.ru (новости от 24.04.2003 г.)

¹⁸⁴ www.sic.ru (новости от 11.04.2003 г.)

¹⁸⁵ Постановление Правительства РФ от 17 сентября 2001 г. N 675 "О федеральной целевой программе "Жилище" на 2002-2010 годы"

¹⁸⁶ Ипотечные ценные бумаги: когда миф превратится в реальность.// Рынок ценных бумаг.- 2002.- № 15, с.24.

течных агентств (см. Приложение 13). Так, уже сейчас АИЖК заключило договоры с 29 субъектами Российской Федерации.

Таким образом, отдельные вопросы, связанные с созданием ипотечного сегмента российского фондового рынка остаются непроработанными. Возможно, уже к следующему рассмотрению Государственной думой закона «Об ипотечных эмиссионных ценных бумагах», которое запланировано на весну этого года, часть из них будет разрешена. И тем не менее, уже сегодня очевидно, что ипотечные ценные бумаги в России будут (фактически они уже есть). Так, по мнению Т. Кубасовой, заместителя генерального директора ОАО «Иркутское региональное ипотечное агентство», ипотечные облигации уже через три года смогут занять примерно 5% всего рынка и 10-20% долгового рынка.¹⁸⁷ По нашему мнению, учитывая весь *комплекс проблем*, препятствующих развитию ипотеки, скорее всего, не стоит ожидать столь широкого распространения ипотечных бумаг в ближайшем будущем.

Для применения секьюритизации необходим ряд условий, и прежде всего, необходимо наличие определенного массива качественных ипотечных кредитов, которые могли бы стать основой для выпуска ипотечных ценных бумаг, т.е. выдача ипотечных ссуд должна исчисляться не десятками, а быть поставлена «на поток». К сожалению, в настоящее время низкий спрос на ипотечные кредиты из-за чрезвычайной дороговизны жилья и низких доходов населения не позволяет сделать ипотеку «массовой». Так, если судить по официальным доходам, на сегодняшний день кредитом могут воспользоваться около 7 % населения, причем большинство из них в ипотеке не нуждаются. Однако, по мнению И. Грачева, если принимать во внимание не официальные, а реальные доходы, то можно уже говорить о возможности кредитования около 30% населения.¹⁸⁸ Потенциальными заемщиками могут стать граждане, душевой доход которых составляет 400-600

¹⁸⁷ Иркутское региональное ипотечное агентство планирует провести вторую эмиссию ипотечных облигаций. (опубликовано 13.09.2002 г. на сайте www.cbonds.ru).

долл. в месяц (это минимально необходимый уровень для обслуживания кредита в размере 15-20 тыс. долл. на срок от 10 до 15 лет). Кроме того, может (и должна) быть организована государственная поддержка граждан посредством предоставления безвозмездных субсидий для оплаты первоначального взноса, что сократит размер необходимого кредита, а следовательно, будет стимулировать платежеспособный спрос. Однако не менее серьезным препятствием для массового внедрения ипотеки является непонимание населением преимуществ ипотечного кредитования, наши сограждане просто не привыкли «жить в кредит».

Кроме того, одним из наиболее серьезных сдерживающих факторов является непроработанность процедуры выселения заемщика. Конечно, закон «Об ипотеке» (ст. 78) предусматривает, что после обращения взыскания на заложенную квартиру залогодатель и проживающие совместно с ним члены семьи обязаны освободить занимаемое помещение. Однако это положение не работает, так как, например, согласно ст. 446 ГПК, не допускается обращение взыскания на заложенное имущество, если оно является для заемщика единственным пригодным для проживания помещением. Отметим также, что выселение несовершеннолетних членов семьи возможно только с согласия органов опеки, которые не позволят выселить ребенка «на улицу». Эту проблему предполагают решить, создавая специальный резервный фонд жилья для отселения неплатежеспособных клиентов. Однако если такое жилье не будет соответствовать жилищным нормам, то отселить в него никого не удастся, а если будет, то граждане станут брать ипотечные кредиты именно с целью объявить себя неплатежеспособными и бесплатно получить квартиру из резервного фонда, а это может дискредитировать саму идею ипотеки в нашей стране. Невозможность обращения взыскания на предмет ипотеки неблагоприятно скажется и на надежности ипотечных ценных бумаг, так как у инвестора уже не будет уверенности в том, что он получит удовлетворение своих прав за счет заложенного имущества.

¹⁸⁸ Климюк С. Бумажная ипотека дешевле. // Эксперт. - 2002. - № 15. - 15 апреля, с. 77.

Учитывая все изложенное выше, по видимому, ипотечные ценные бумаги реально могут стать эффективным инструментом рефинансирования ипотечных программ лишь в долгосрочной перспективе.

Однако, очевидно, что уже сегодня рынок заинтересован в появлении этого инструмента. Прежде всего, эти бумаги предназначены не для спекулятивных инвесторов, доминирующих в настоящее время на российском рынке, а для «долгосрочных» институциональных инвесторов, размещающих средства с целью их сохранить. Так, принятый в рамках проводимой в нашей стране пенсионной реформы закон «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в РФ» устанавливает, что ипотечные ценные бумаги являются одним из основных объектов инвестирования пенсионных резервов (за рубежом, например, до 40% пенсионных накоплений вложено именно в ипотечные инструменты¹⁸⁹). Уже сегодня Пенсионный фонд РФ готов инвестировать резервы в ипотечные ценные бумаги АИЖК. Кроме того, негосударственные пенсионные фонды и страховые компании, испытывающие дефицит надежных инструментов вложения средств, также заинтересованы в развитии ипотечного сегмента фондового рынка.

Готовы инвестировать деньги в ипотеку и крупные российские предприятия, заинтересованные в обеспечении жильем своих работников. Так, например, Иркутское региональное ипотечное агентство уже сегодня разработало ипотечные схемы для корпорации «АЛРОСА» и «Иркутскэнерго»: предприятие будет выкупать облигации ИРИА, а агентство, в свою очередь, обязуется на деньги, поступившие от реализации ценных бумаг, кредитовать работников данного предприятия (см. Приложение 14).¹⁹⁰

Кроме того, обсуждается возможность участия в подобной схеме муниципалитетов, которые, приобретая облигации агентства, будут строить на своей площадке жилые дома,

¹⁸⁹ Тарачев В. Закон об ипотечных ценных бумагах.// Банковское дело в Москве.- 2002.- № 8, с.30.

¹⁹⁰ www.gosstroy.gov.ru/txt/Hypoteque/Sherbakov.htm

а ИРИА будет выдавать кредиты по льготным процентным ставкам очередникам на приобретение квартир в этих домах.

В качестве потенциальных инвесторов можно рассматривать и население. Наряду с низким уровнем доходов на руках у населения находятся большие запасы наличной иностранной валюты (по разным оценкам, 40-60 млрд. долл.¹⁹¹). Кроме того, за последние годы в структуре расходов и сбережений существенно возросла доля сбережений во вкладах и ценных бумагах – с 2,5% в 1998 г. до 10,5% в 2002 г., что составило 43,8 и 690,0 млрд. руб. соответственно (см. Приложение 15). Поэтому, если ипотечные ценные бумаги будут действительно безрисковым и надежным инструментом, они смогут стать альтернативной формой вложения средств для российских граждан.

Как уже отмечалось выше, в настоящее время в России развивается в основном жилищное ипотечное кредитование. Лишь в некоторых регионах практикуется кредитование под залог коммерческой недвижимости. Так, например, выкупает такие кредиты Московское ипотечное агентство.¹⁹² Однако коммерческая недвижимость, т.е. приносящая доход, благодаря стабильности арендных платежей является более надежным залогом, чем жилье. Кроме того, при работе с коммерческой недвижимостью отсутствует риск того, что кредитор не сможет обратить взыскание на предмет залога. Напомним также, что кредитование под залог коммерческой недвижимости было широко распространено в нашей стране до революции (см. гл. I §3), а в настоящее время этот вид кредитования активно применяется за рубежом. Поэтому кредитование коммерческой недвижимости, а следовательно, и создание рынка ипотечных бумаг на основе таких кредитов можно рассматривать как одно из перспективных направлений российского рынка.

¹⁹¹ Чеховский Н. Власти начинают строить ипотеку на руинах прежних планов. // Экономика и жизнь- московский выпуск.- 2002.- № 14, с.6.

¹⁹² www.mia.ru

§ 3. Автоматизация учета и хранения ипотечных ценных бумаг.

Независимо от того, какой участник ипотечного рынка выпускает ценные бумаги для рефинансирования ипотечных кредитов: банк-кредитор, выдавший ипотечную ссуду, или посредник (ипотечное агентство), выкупающий закладные, - учет и хранение таких бумаг осуществляет депозитарий (custodian). Кроме того, как уже было сказано выше, обязанность по ведению реестра ипотечного покрытия может быть возложена на специализированное учреждение – депозитарий, а в случае, если число владельцев ипотечных ценных бумаг превышает 500 или объем этих бумаг, находящихся в обращении, превышает 50 млн. руб., ведением реестра обязательно занимается депозитарий.¹⁹³ Отметим также, что, если дополнительным покрытием выступают документарные эмиссионные ценные бумаги на предъявителя, их сертификаты также обязательно должны быть переданы в депозитарий (см. Приложение 16). Таким образом, наличие депозитарной инфраструктуры необходимо для эффективной работы создающегося в нашей стране рынка ипотечных ценных бумаг.

На сегодняшний день интенсивное развитие информационных технологий привело практически к полной автоматизации деятельности почти всех финансовых институтов, в том числе депозитариев, независимо от того, являются ли они самостоятельными учреждениями или представляют собой специализированные подразделения банка или инвестиционной компании. Автоматизация депозитарной деятельности позволяет:

- ✓ сократить затраты труда и времени на обработку документов;
- ✓ более эффективно осуществлять контроль позиций и лимитов по различным финансовым инструментам;
- ✓ повысить оперативность и надежность процесса обработки документов и реализовать контроль на всех стадиях документооборота;
- ✓ снизить вероятность технических ошибок;

¹⁹³ Проект закона «Об ипотечных эмиссионных ценных бумагах», ст. 14.

- ✓ обеспечить высокую степень защиты данных от несанкционированного доступа.

В настоящее время на российском рынке лидирующие позиции в разработке автоматизированных банковских систем (АБС) занимают такие компании, как: «Програмбанк», «Кворум», «Диасофт», «R-Style Softlab», «ИНВЕРСИЯ». Все они предлагают многофункциональные интегрированные банковские системы, предназначенные для автоматизации практически всех направлений деятельности банков любого масштаба и специализации. Наибольшей популярностью сегодня пользуются:

- АБС «Банк XXI век» и АБС «InvoBank» фирмы «ИНВЕРСИЯ»;
- «RS-Bank» компании «R-Style»;
- АБС «Кворум» - продукт фирмы «Кворум»;
- ИБС «Гефест» и ИБС «Центавр Дельта», разработанные компанией «Програмбанк»;
- ИБС «5NT BANK» компании «Диасофт».

Отличительной особенностью таких систем является модульный принцип их построения, что позволяет банку выбрать свою конфигурацию системы, наиболее полно соответствующую его специфическим требованиям и технологиям работы. В основу положено ядро, ведущее основные справочники системы, регистрацию финансовых документов, осуществляющее операции по проводкам, переоценке и формирующее набор выходных форм.

При этом в каждой из указанных АБС одной из основных функциональных подсистем выступает **модуль «Депозитарий»**: в АБС «Банк XXI век» этот модуль носит название «Депозитарные операции», в АБС «Кворум» - «Депозитарное обслуживание», в АБС «InvoBank» и «RS-bank» - «Депозитарий», а в программном продукте фирмы «Диасофт» - «5NT CUSTODY». Отметим, что эта подсистема может работать как в рамках АБС, так и автономно, и предназначена для автоматизации всех **депозитарных операций**

(т.е. учета и хранения ценных бумаг) с эмиссионными и неэмиссионными ценными бумагами¹⁹⁴: прием ценных бумаг на хранение, снятие с хранения, перемещение, трансферт, залог/заклад, операции по учету ценных бумаг в открытом и закрытом хранении, учет сертификатов, купонов и т.д. При этом ценные бумаги могут быть собственностью как самого банка (если он является инвестором), так и его клиентов, которые на основе депозитарного договора передают их для учета и хранения.

Особенности работы модуля «Депозитарий».

Работа «Депозитария» строится на основе системы счетов «Депо». В модуле формируется и поддерживается иерархическая структура аналитических счетов «Депо», нижним уровнем которой являются лицевые счета «Депо». Каждый лицевой счет связан с синтетическим счетом «Депо» (которые служат основой баланса «Депо»), причем к каждому синтетическому счету привязано множество лицевых. Чтобы открыть или модифицировать счет «Депо», нужно заполнить анкету счета. Счета «Депо» делятся на активные (счет места хранения) и пассивные (счет владельца). У каждого клиента может быть любое количество счетов, а на одном счете могут храниться различные бумаги (так называемая «мультибумажная» структура счета). Отметим также, что хранение ценных бумаг на счете может осуществляться в открытом и закрытом режиме.

В модуле «Депозитарий» можно выполнять все административные, информационные и бухгалтерские депозитарные операции (см. Приложение 17), при этом соблюдается принцип двойной записи по счетам, а в любой момент времени по каждому виду ценных бумаг должен соблюдаться баланс: суммарное количество ценных бумаг одного выпуска, учитываемых на пассивных счетах, должно быть равно количеству ценных бумаг того же выпуска, учитываемых на активных счетах.

Среди специфических особенностей этого модуля отметим также:

- произвольную настройку плана синтетических счетов;

¹⁹⁴ В данной работе это ипотечные облигации (эмиссионные) и закладные (неэмиссионные ценные бумаги).

- возможность применения только технологии «клиент-сервер», так как только она обеспечивает неограниченное количество счетов депо;
- наличие программы, отслеживающей уникальность серий и номеров сертификатов ценных бумаг;
- наличие генератора гибких отчетов, т.е. произвольная настройка выходной информации.

В модуле «Депозитарий» предусмотрено создание любых отчетов из предлагаемого пользователю перечня отчетов, предусмотренных нормативными документами Банка России. К примеру, можно составить:

- балансы «Депо» (краткий, полный либо обобщенный);
- журнал оборотов лицевого счета «Депо»;
- сводную карточку выпуска ценных бумаг;
- операционный журнал счета «Депо» и лицевого счета «Депо»;
- оборотные ведомости;
- ведомость остатков на корреспондентских счетах «Депо».

Модуль «Депозитарий» позволяет создавать отчеты не только по отдельным счетам, но и по группам счетов, для этого предусмотрен специальный интерфейс, где содержится форма, в которую вводятся параметры, необходимые для выбора нужного счета (или группы счетов).

Помимо отчетов, представляемых в ЦБ РФ, «Депозитарий» формирует разнообразные отчеты для клиента, в том числе «Выписку по счету “Депо”», «Отчет о проведенных операциях» и «Отчет о состоянии счета “Депо”».

Таким образом, **основными функциями модуля «Депозитарий» являются:**

1. автоматизированный учет ценных бумаг;
2. автоматизация хранения ценных бумаг (открытым и закрытым способом);
3. автоматизированный учет операций с сертификатами ценных бумаг;

4. отслеживание поступления платежей эмитенту при первичном размещении;
5. отслеживание поступлений инвестору платежей по купонам и погашения номинальной стоимости по окончании срока облигации;
6. ведение счетов «Депозит»: открытие, закрытие, блокировка и т.д.;
7. перерегистрация владельцев при обращении ценных бумаг на вторичном рынке;
8. перерегистрация прав собственности при дарении, наследовании и т.п.;
9. проведение различных операций на основании поручений «Депозит» и ведение архива исполненных поручений;
10. проведение конвертирования ценных бумаг (например, сплит, консолидация);
11. ведение журналов административных, информационных и бухгалтерских операций депозитария банка;
12. ведение каталогов выпусков ценных бумаг;
13. формирование каталога размещения ценных бумаг по клиентам и выпускам;
14. ведение каталога клиентов;
15. автоматизированный учет залогов и закладов ценных бумаг;
16. ведение корреспондентских отношений с другими депозитариями посредством системы счетов ЛОРО/НОСТРО;
17. учет описи номеров и серий ценных бумаг;
18. отслеживание прав собственности (фактически это ведение реестра) и регистрация сделок с удержанием налогов на операции с ценными бумагами;
19. предоставление выписок, информации об остатках по счетам, отчетов об исполнении бухгалтерских операций (т.е. информационных операций);
20. расчет комиссионных сборов, формирование документов по списанию комиссий со счетов.

Среди специфических операций, осуществляемых депозитарием при работе с ипотечными ценными бумагами отметим следующие:

- внесение в реестр имущества, входящего в состав ипотечного покрытия;
- исключение из реестра заменяемого имущества в составе покрытия;
- хранение кредитных договоров, договоров займа и залладных, требования по которым входят в состав основного покрытия.

Другим важнейшим функциональным модулем любой ИБС является *модуль «Ценные бумаги»*, предназначенный для *проведения и учета операций* с этими инструментами, осуществляемых как *на организованных рынках* (т.е. на бирже), так *и вне таковых* (внебиржевой, или дилерский, рынок).¹⁹⁵ В ИБС «Гефест» этот модуль носит название «Ценные бумаги», в ИБС "Центавр Дельта"- «Операции с ценными бумагами». В АБС «Кворум» сходные функции выполняет модуль «Дилинг», в программных продуктах фирмы «ИНВЕРСИЯ» - подсистема «Back-office»; а компанией «R-Style» разработаны даже два модуля для работы с ценными бумагами - «RS-dealing» и «RS-securities».

Указанный модуль автоматизирует все операции, сопутствующие заключению сделок, их сопровождению, учету и анализу, реализует различные технологии их выполнения, а также обеспечивает управление «портфелем» ценных бумаг, таких, как акции, облигации (как государственные, так и корпоративные), фьючерсные контракты и опционы, векселя и депозитные сертификаты. В некоторых ИБС, например ИБС "Центавр Дельта", комплекс «Операции с ценными бумагами» состоит из трех модулей («государственные ценные бумаги», «корпоративные ценные бумаги» и «векселя»), которые могут функционировать как в сетевом режиме, так и автономно, причем рабочие места можно настроить таким образом, чтобы сотрудники разных отделов имели доступ только к «своей» строго ограниченной информации.

Этот модуль может использоваться и для отражения сделок *с ипотечными ценными бумагами*. Напомним, что ипотечные облигации банков – это ни что иное, как кор-

¹⁹⁵ Большинство сделок с ипотечными облигациями осуществляется не на бирже, а на внебиржевом рынке между дилерами.

поративные бумаги, а ценные бумаги ипотечных агентств, по сути, также являются корпоративными, хотя в силу своего особого статуса (если по ним будут предоставлены государственные гарантии) могут рассматриваться и как «полугосударственные» фондовые инструменты, т.е. занимающие промежуточное положение между государственными и корпоративными.

Технология работы этого модуля включает три основных блока:

- Блок «Сделки» предназначен для автоматизации работы front-office в части учета клиентских заявок, ввода и первичной обработки информации о заключенных сделках. Кроме того, наличие связи с системой управления рисками позволяет в автоматическом режиме производить контроль за исполнением лимитов.

В подсистеме ведутся следующие списки сделок:

- список отложенных сделок – это сделки, не принятые к исполнению, но информация о которых уже поступила в систему;
 - список открытых сделок содержит информацию обо всех принятых к исполнению сделках;
 - список закрытых сделок - в него помещаются данные о сделке после завершения всех шагов ее обработки. По существу, это архив, сведения из которого можно извлечь в любой момент;
- Блок «Оформление» предназначен для автоматизации работы back-office в части оформления документов по заключенным сделкам и для проведения расчетов по ним.
 - Блок «Расчеты» предусматривает, что на основании графика платежей в необходимое время в автоматическом режиме готовятся документы для исполнения обязательств по сделкам. Кроме того, производится отражение этих операций в бухгалтерском учете.

Отметим, что участник рынка ценных бумаг выполняет операции с ценными бумагами как по поручению клиентов, так и от собственного имени. При этом в back-office операций с ценными бумагами формируется полный комплект документов, сопровождающих ту или иную сделку.

Таким образом, **основными задачами модуля «Ценные бумаги» являются:**

1. учет, оформление и сопровождение сделок с ценными бумагами;
2. автоматический ввод и обработка заключенных сделок и изменений котировок по итогам торгов на различных торговых площадках;
3. автоматический ввод и обработка заключенных внебиржевых сделок;
4. ведение брокерских и дилерских операций;
5. учет заявок клиентов на покупку и продажу ценных бумаг с привязкой их к соответствующим сделкам;
6. бухгалтерское оформление приобретения и реализации ценных бумаг;
7. оценка финансового результата по методам списания "LIFO", "FIFO", "Средневзвешенный" и другим;
8. ведение клиентского, торгового и инвестиционного портфеля;
9. перевод ценных бумаг из инвестиционного портфеля в торговый и наоборот;
10. автоматический перенос срочных требований и обязательств по срокам до завершения сделки, а также переоценка соответствующих счетов;
11. автоматический механизм погашения облигаций по номиналу при наступлении срока погашения с автоматическим формированием соответствующих документов;
12. погашение купонов по облигациям при наступлении срока погашения с автоматическим формированием документов по выплате купонного дохода
13. ведение собственной и клиентских позиций по денежным средствам и ценным бумагам;

14. бухгалтерское оформление результатов операций;
15. расчет и удержание комиссионного вознаграждения и оформление платежных документов по комиссиям;
16. расчет и формирование резерва под возможное обесценение ценных бумаг;
17. переоценка вложений в ценные бумаги;
18. обеспечение взаимодействия с внешними торговыми системами, что позволяет импортировать данные о результатах торгов на биржевом рынке;
19. хранение всей справочной информации по широкому спектру участников рынка ценных бумаг (торговые площадки, эмитенты, дилеры, брокеры и т.д.);
20. формирование внутрибанковской отчетности, отчетов, предназначенных для клиентов и контролирующих органов, таких, как: НАУФОР, ФКЦБ, ЦБ РФ;
21. формирование журналов учета собственных операций и ежедневных отчетов по сделкам клиентов.

Специфическими особенностями этой подсистемы, также как и подсистемы «Депозитарий» являются:

- произвольная настройка на нужный план счетов;
- настраиваемый алгоритм заключения сделок;
- настраиваемый алгоритм проводок и формирования документов по каждой операции;
- автоматическое составление полного перечня проводок по итогам торгового дня;
- возможность просмотра выписок по счетам за любой период;
- хранение истории (ведение архива исполнения сделок).

Заключение.

Итак, ипотечный кредит – это долгосрочная ссуда, предоставляемая под залог недвижимого имущества. Во всем мире с его помощью основная масса населения может улучшить свои жилищные условия. Кроме того, будучи одним из самых надежных, этот вид кредитования давно уже стало классической сферой банковской деятельности.

В настоящее время в нашей стране развитие системы ипотечного кредитования признано одним из приоритетных направлений государственной жилищной политики. Однако препятствует широкому распространению ипотеки ряд проблем, к числу которых можно отнести низкий спрос на ипотечные кредиты из-за низких доходов населения и чрезвычайной дороговизны жилья; невозможность обращения взыскания на заложенное имущество; высокие процентные ставки и отсутствие рублевых инструментов и т.д. Но главная трудность - отсутствие долгосрочных кредитных ресурсов. Именно ипотечные ценные бумаги являются наиболее эффективным инструментом рефинансирования ипотечных кредитов, поскольку индивидуальные права по кредитным договорам и договорам ипотеки в результате секьюритизации трансформируются в обезличенные доходные бумаги (облигации).

Безусловно, в каждой стране ипотека имеет свои особенности, но, по сути, все ипотечные системы можно разделить на две: американскую двухуровневую модель и европейскую (немецкую) одноуровневую.

Модель вторичного рынка (американская) предполагает продажу прав требования по выданной ссуде кредитором другому лицу - специально созданному ипотечному агентству (в США их три), которое выпускает на основе пула таких кредитов собственные ценные бумаги и продает их инвесторам.

Ценные бумаги, выпущенные на основе пула, принято называть переводными ипотечными ценными бумагами. Их отличительная особенность состоит в том, что периодичность и размер выплат по ним определяются поступлениями по ипотечным кредитам,

обеспечивающим данный выпуск, т.е. платежи как бы переводятся от заемщика к конечному инвестору за вычетом сборов посреднических структур. Высокая надежность, которая обеспечивается как реальными активами (кредитами и недвижимостью), так и гарантией квазигосударственных ипотечных агентств по выплатам процентов и основной суммы долга, и высокая ликвидность таких инструментов делают их весьма привлекательными для инвесторов. Кроме того, привлечению инвесторов способствует появление на рынке новых финансовых продуктов, разнообразных по срокам и схемам выплаты дохода.

Суть одноуровневой ипотечной системы, которая начала складываться в европейских странах более двухсот лет назад, состоит в том, что ипотечный банк, выдавший кредиты, самостоятельно рефинансирует их за счет выпуска долговых ценных бумаг - закладных листов. Так, если, приобретая переводные ценные бумаги, инвестор становится владельцем определенной доли в пуле ипотечных кредитов, то в модели с облигациями ипотечные кредиты (а следовательно, и генерируемые ими доходы) принадлежат эмитенту, а сами ценные бумаги – инвесторам.

Отметим также, что в отличие от США, где государство не только формировало законодательные основы функционирования системы ипотеки, но и непосредственно создавало специализированные институты вторичного рынка, в Европе роль государства состояла главным образом в разработке законодательных основ и надзоре за деятельностью специализированных кредитных организаций – ипотечных банков.

Одноуровневая система существовала до революции и в России. Причем нередко сами ссуды выдавались не деньгами, а ипотечными облигациями. Наибольшее количество закладных листов было выпущено Государственным Дворянским земельным банком и Крестьянским поземельным банком. Представляя собой обязательства банков, обеспеченные всей обезличенной массой заложенных земель, по сути, они были государственными бумагами, так как имели гарантии Российской империи. Среди частных кредитных учреждений наиболее заметную роль играли кредитные общества, которые выдавали кредиты

под залог городских построек, т.е. коммерческой недвижимости. Отметим, что российские ипотечные облигации являлись основным инструментом инвестирования для людей среднего достатка и пользовались устойчивым спросом не только внутри страны, но и за рубежом.

Кроме «банковской» ипотеки немецкая модель включает так называемую контрактно-сберегательную схему, главная особенность которой - замкнутость: желающий купить жилье некоторое время накапливает средства на целевом депозите, а по окончании периода накопления получает кредит из средств за счет средств тех, кто находится на стадии накопления.

В настоящее время ипотечные банки (а следовательно, и закладные листы) играют значительную роль практически во всех странах Западной Европы. Однако, расширяется использование и модели вторичного рынка. Так, наибольшее распространение ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, получили в Великобритании, несмотря на отсутствие какой-либо поддержки со стороны государства. С другой стороны, в странах Восточной Европы при участии США (напрямую или через Мировой банк) также предполагалось создание систем ипотечного кредитования по американскому образцу, но в итоге предпочтение было отдано классической континентальной модели.

Сегодня, когда в нашей стране стоит вопрос о выборе модели ипотеки, необходимо принимать во внимание собственный опыт и использовать эффективно работавшие инструменты и технологии. Двухуровневая модель более сложная и требует больших затрат для создания институтов вторичного рынка. Однако именно по американскому образцу в России создаются ипотечные агентства. Предполагается, что благодаря гарантиям местных администраций их ценные бумаги будут более привлекательны для инвесторов, чем долговые обязательства отдельных банков.

Кроме того, повышается интерес к ипотечным инструментам фондового рынка как механизму перераспределения финансовых ресурсов, обеспечивающему приток средств

инвесторов в реальный сектор экономики и, прежде всего, в строительство. Так, в 90-е гг. на российском рынке появились жилищные сертификаты, а закладные (ценные бумаги, правовой статус которых закреплен законом «Об ипотеке», вступившим в силу в 1998 г.) рассматриваются как основа для эмиссии вторичных ипотечных ценных бумаг - закладных листов и ипотечных сертификатов участия. Однако, несмотря на то, что уже разработан проект закона «Об эмиссионных ипотечных ценных бумагах», многие вопросы, связанные с созданием этого сегмента российского фондового рынка все еще остаются непроработанными.

До тех пор пока не принят этот закон, с юридической точки зрения ипотечные ценные бумаги не могут появиться на российском рынке. Однако, по сути, такие бумаги уже существуют, хотя формально они являются корпоративными и выпущены в рамках существующего законодательства. Уже сегодня рынок заинтересован в появлении этого инструмента и, прежде всего потому, что российский рынок – рынок долговой, и необходимо максимально разнообразить его инструменты. В настоящее время так называемые «долгосрочные» инвесторы (институты коллективного инвестирования, страховые компании и пенсионные фонды) испытывают дефицит надежных инструментов инвестирования, так как имеющиеся бумаги в основном соответствуют потребностям и интересам спекулятивных инвесторов, доминирующих на российском рынке.

Однако для применения секьюритизации необходим ряд условий, и прежде всего, необходимо наличие определенного массива качественных ипотечных кредитов, которые могли бы стать основой для выпуска ипотечных ценных бумаг, т.е. выдача ипотечных ссуд должна исчисляться не десятками, а быть поставлена «на поток». И здесь получается замкнутый круг: с одной стороны, для выпуска ценных бумаг нужны кредиты, а с другой стороны, для предоставления этих самых кредитов необходимы долгосрочные ресурсы, которые и предполагается привлечь, размещая ценные бумаги. Поэтому, наверное, необходимо сначала сформировать первичный рынок, используя иные ипотечные схемы, в

частности немецкую схему стройсбережений, а ипотечные ценные бумаги реально смогут стать эффективным инструментом рефинансирования ипотечных программ лишь в долгосрочной перспективе.

По какому пути пойдет Россия – покажет время, однако, по-видимому, наиболее целесообразно не препятствовать развитию смешанной, многовариантной модели ипотеки. Ведь основной вопрос – не в том, какую схему использовать, а в том, чтобы дать населению реальный шанс улучшить жилищные условия.

Список использованной литературы.

1. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (в редакции от 28 декабря 2002 г.)
2. Федеральный закон от 16 июля 1998г. №102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» (в редакции от 14 февраля 2002 г.)
3. Проект федерального закона «Об ипотечных эмиссионных ценных бумагах» №63092-3 (принят Государственной думой в первом чтении 10 апреля 2002г.).
4. Постановление Правительства РФ от 11.01.2000г. № 28 «О мерах по развитию системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации». // Собрание законодательства РФ, 2000 № 3, ст.278
5. Балабанов И.Т. Экономика недвижимости: учебное пособие. - С.-ПБ.: Питер, 2000. – 208с.
6. Гришаев С.П. Все о недвижимости.- М.: БЕК, 2000. -272с.
7. Деньги, кредит, банки. Под ред. Е.Ф. Жукова.- М.: ЮНИТИ, 2000.
8. Довдиенко И.В. Ипотека. Учебно-практическое пособие. – М.: РДЛ, 2002. - 272 с.
9. Жилье: комплексный взгляд. Под общ. ред. В.М. Агапкина.- М.: АВЧ, 2001.- 976 с.
10. Рябченко Л.И. Ипотечное кредитование.- М.: ФА при Правительстве РФ, 2001.- 120с.
11. Цылина Г.А. Ипотека: жилье в кредит.- М.: Экономика, 2001.- 358 с.
12. Батлер С., Пастухова Н. Подходы к проблеме банкротства эмитента ипотечных ценных бумаг. // Рынок ценных бумаг.- 2002.- № 19.- с.40-47.
13. Будаков Д.Ю. Проблемы ипотечного кредитования.// Деньги и кредит.- 2002.-№ 9.- с. 18-20.
14. Веремейкина В.Д. История развития ипотечных кредитных учреждений.// Банковские услуги.- 2001.- № 11.- с.34-39.
15. Голицын Ю. Ипотечная система дореволюционной России. // Эксперт. -2000.- № 12.- с.24

16. Городецкий С. Ипотечные ценные бумаги в дореволюционной России. // Рынок ценных бумаг.-1999.- № 19.- с. 79-80.
17. Домнин С. Погоня за длинным рублем удалась. // www.chronicle.ru
18. Евтух А.Т. Жилищная ипотечная система: мировой опыт. // Деньги и кредит.- 2000.- № 10.- с.45-53.
19. Журкина Н.Г. Современная ипотека: состояние, проблемы, решения. // Финансы.- 2002.- № 6.- с.19.
20. Ипотечные ценные бумаги: когда миф превратится в реальность.// Рынок ценных бумаг, 2002.- № 15.- с.22-29.
21. Иркутское региональное ипотечное агентство планирует провести вторую эмиссию ипотечных облигаций. // www.cbonds.ru.
22. Калашникова З.В. Зарубежный опыт жилищного кредитования и его применение в России. // Финансовый менеджмент.- 2002.- № 1.- с.100.
23. Климюк С. Бумажная ипотека дешевле. // Эксперт.- 2002.- № 15.- 15 апреля.- с. 76-77.
24. Копейкин А., Сагиндыкова М. Ипотека по-казахски. // Банковское обозрение.- 2002.- № 9.- с.52-54.
25. Копейкин А., Стебеньев Л., Скоробогатько Б, Пенкина И. Американская модель ипотеки. // Рынок ценных бумаг.- 1999.- №8.- с.18-24.
26. Копейкин А., Стебеньев Л., Скоробогатько Б., Пенкина И. Развитие ипотечного кредитования в России. // Рынок ценных бумаг.- 1999.- № 8.- с.25-29.
27. Косарева Н., Пастухова Н., Рогожина Н. Развитие системы долгосрочного ипотечного кредитования населения в России.// Вопросы экономики.- 2001.- № 5.- с. 89-105.
28. Логинов М.П. Как решить жилищный вопрос. // ЭКО.- 2001.- № 11.- с.60-77.
29. Марченко Г. Казахстан: на пороге запуска ипотечного рынка. // Банковское дело в Москве.- 2001.- № 7.- с.4-5.

30. Марченко Г. Казахстанская ипотека: год спустя. // Банковское дело в Москве.- 2002.- № 8.- с.4-5.
31. Минц В.М. Готов ли рынок? // Рынок ценных бумаг.- 2002- №4- с.20-24.
32. Минц В.М. Модели ипотечного кредитования и перспективы их применения в России. // Банковское дело.- 2002.- № 6.- с.30-34.
33. Миронов М. Ценные бумаги на рынке недвижимости: то густо, то пусто. // Рынок ценных бумаг.- 2002.- № 15.- с. 19-21.
34. Миронов В., Попова А. Рынок ипотечных облигаций. // Рынок ценных бумаг.- 1998.- № 4.- с.33-37.
35. Митрошина К. Ипотечные банки: зарубежная практика. // Финансовый бизнес.- 2000.- № 8. - с.32-36.
36. Митрошина К. Использование секьюритизации в развитии ипотечного кредитования. // Рынок ценных бумаг.- 1999.- № 4.- с.37-38.
37. Павлова И.В. Ипотечное жилищное кредитование в России: история и современность. // Банковское дело.- 2000.- № 10.- с.35-40.
38. Пальянова С. Ипотечные ценные бумаги: рынки США и Германии. // Вестник НАУ-ФОР.- 2002.- 11 ноября.- с. 22-27.
39. Пастухова Н.С. Использование ценных бумаг как инструмента рефинансирования долгосрочных жилищных ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг.- 2001.- № 6.- с.66-70.
40. Пастухова Н.С. Перспективы эмиссионных ипотечных ценных бумаг в России. // Рынок ценных бумаг.- 2002.- №6.- с. 18-20.
41. Пономарев В.Н. О мерах по развитию ипотечного жилищного кредитования. // www.gosstroy.gov.ru/doklad_vnp.htm
42. Рубцов Б.Б. Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов. // Рынок ценных бумаг.- 2001.- №6.- с.73-79.

43. Рябченко Л.И. Развитие системы ипотечного кредитования в США. // Бизнес и банки.- 1998.- № 49.- с.7.
44. Суворов Г. Как нам организовать рынок ипотечных ценных бумаг.// Рынок ценных бумаг.- 2002.- № 4.- с.2529.
45. Тарачев В. Закон об ипотечных ценных бумагах. / Банковское дело в Москве.-2002.- №8.- с.30-31.
46. Усоскин В.М. Секьюритизация активов. // Деньги и кредит.- 2002.-№5. с.39-44.
47. Чеховский Н. Власти начинают строить ипотеку на руинах прежних планов. // Экономика и жизнь- московский выпуск.- 2002.- № 14.- с.6.
48. Шитов Н. Рынок ипотеки: благоприятные предпосылки роста. // Банковское дело в Москве.- 2002.-№8.- с.25-27.
49. www.centercredit.kz
50. www.cic.ru
51. www.fanniema.com
52. www.finmarket.ru
53. www.gosstroy.gov.ru/txt/Hypoteque/History.htm
54. www.gosstroy.gov.ru/txt/Hypoteque/Kubassova.htm
55. www.gosstroy.gov.ru/txt/Hypoteque/Sherbakov.htm
56. www.maif.ru
57. www.mia.ru
58. www.mpra.ru
59. www.pressclub.kz
60. www.profconsalt.ru
61. www.urbaneeconomics.ru
62. Сайты разработчиков АБС: www.diasoft.ru; www.inversion.ru; www.softlab.ru; www.prbank.ru; www.quorum.ru

Основные этапы и порядок предоставления долгосрочных ипотечных жилищных кредитов.

- Этап 1:** *Предварительная квалификация (одобрение) заемщика и оформление заявления на кредит.*
- Заемщик должен получить всю необходимую информацию о кредиторе, об условиях предоставления кредита, о своих правах и обязанностях при заключении кредитной сделки. Банк-кредитор в свою очередь оценивает возможность потенциального заемщика взять кредит. При этом заемщик:
- предоставляет в банк документы, необходимые для принятия предварительного решения о возможности предоставления кредита (удостоверяющие личность и семейное положение, характеризующие место постоянного жительства заемщика, подтверждающие сведения о доходе заемщика);
 - заполняет лист предварительной квалификации, который содержит общую информацию о заемщике, сведения о доходах и расходах и о приобретаемой квартире;
 - заполняет регистрационную форму, являющуюся предварительным заявлением на получение кредита.
- Этап 2:** *Андеррайтинг заемщика (оценка кредитором вероятности погашения ипотечного кредита).*
- Анализ финансовых возможностей заемщика (доходы/расходы, максимальная доля платежей в доходе);
 - Оценка стремления заемщика погасить кредит (кредитная история, арендные платежи, квартплата);
 - Оценка коэффициентов риска по ипотечному кредиту (“кредит/залог”, “расходы по кредиту/чистый доход”);
 - Оценка имеющихся компенсирующих факторов (наличие ликвидных активов, поручителей).
- На основе предоставленной информации кредитный комитет банка принимает решение о выдаче кредита или дает мотивированный отказ. При положительном решении кредитор рассчитывает сумму кредита и формулирует другие важные условия его выдачи (срок, процентная ставка, порядок погашения).
- Этап 3:** *Подбор квартиры*, соответствующей финансовым возможностям заемщика и требованиям кредитора, при этом заемщик вправе подобрать себе жилье как до обращения к кредитору, так и после. В первом случае продавец жилья и потенциальный заемщик заключают предварительный договор купли-продажи жилого помещения. В этом случае кредитор оценивает жилье с точки зрения обеспечения воз-

вратности кредита и рассчитывает сумму кредита, исходя из доходов заемщика, вносимого первоначального взноса и стоимости жилья.

Во втором случае потенциальный заемщик, уже зная сумму кредита, может подобрать подходящее по стоимости жилье.

Этап 4: *Оценка жилья* - предмета ипотеки с целью определения его рыночной стоимости. При этом услуги независимого оценщика оплачивает заемщик.

Этап 5: *Заключение договоров* купли-продажи имущества между заемщиком и продавцом, кредитного договора и договора ипотеки между заемщиком и кредитором. Затем заемщик-покупатель квартиры и банк подают документы в городское Бюро регистрации прав на недвижимое имущество на регистрацию договора купли-продажи и ипотеки (регистрация перехода прав собственности и залога).

Этап 6: *Проведение расчетов* с продавцом жилого помещения.

Заемщик оплачивает стоимость жилья за счет собственных (сумма первоначального взноса) и кредитных средств. При этом целесообразно, чтобы кредитор непосредственно участвовал и полностью контролировал процесс расчетов по договору купли-продажи.

Этап 7: *Страхование* предмета ипотеки, жизни, здоровья и трудоспособности заемщика за его счет.

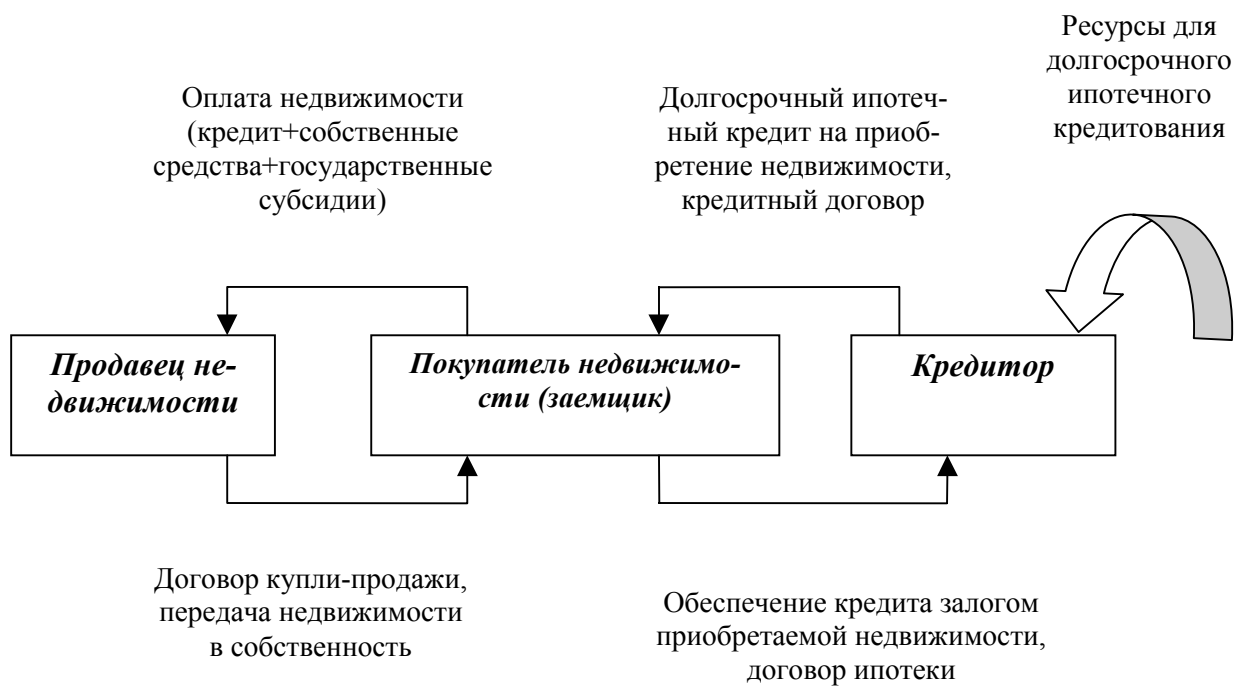
Этап 8: *Обслуживание ипотечного кредита.*

- График ежемесячных платежей для заемщика;
- Сбор ежемесячных платежей;
- Ведение учета по выданным кредитам;
- Обработка досрочных платежей;
- Работа с проблемными кредитами.

Источник: Постановление Правительства РФ от 11.01.2000г. № 28 «О мерах по развитию системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации». // Собрание законодательства РФ, 2000, № 3, ст.278.

Приложение 2.

Схема первичного рынка ипотечного кредитования.



Приложение 3.

Основные виды рисков при долгосрочном ипотечном кредитовании.

РИСКИ КРЕДИТОРА:

- кредитный риск;
- риск ликвидности
- риск процентной ставки;
- опционные риски;
- валютный риск;
- инфляционный риск;
- социально-политический риск;
- риск законодательных изменений.

РИСКИ ИНВЕСТОРА:

- кредитный риск;
- риск ликвидности
- риск процентной ставки;
- опционные риски;
- валютный риск;
- инфляционный риск;
- социально-политический риск;
- риск законодательных изменений.

РИСКИ ЗАЕМЩИКА:

- риск утраты и повреждения предмета ипотеки;
- риск утраты или понижения дохода;
- валютный риск;
- инфляционный риск;
- социально-политический риск;
- риск законодательных изменений.

1. *Кредитный риск*- это риск неисполнения (несвоевременного исполнения) заемщиком обязательств по ипотечному кредиту. В Германии этот риск несет банк-кредитор, а в США он перекладывается на конечного инвестора, однако этот риск сведен к минимуму посредством трех механизмов: обязательного страхования заложенной недвижимости; предоставления гарантии со стороны агентства, а также путем установления критериев андеррайтинга заемщиков.
2. *Риск процентной ставки* - риск снижения прибыли банка вследствие негативного изменения ставок процента по кредитам. Для уменьшения этого риска используют кредиты с плавающей ставкой. Для конечного инвестора- это риск изменения стоимости ценной бумаги в зависимости от рыночной ставки процента. Этот риск может быть смягчен при использовании переменной купонной ставки.
3. *Риск ликвидности* связан с несбалансированностью активов и пассивов, характеризует способность банка отвечать по своим обязательствам по мере наступления их срока. Для инвестора этот риск связан со снижением ликвидности ценной бумаги из-за возможности существенного спреда между ценами покупки и продажи финансового инструмента.
4. *Опционные риски:*
 - *Обязательный опцион* - обязательство кредитора предоставить кредит под определенный процент, действующее до момента заключения кредитной сделки.
 - *Риск досрочного погашения* заемщиком кредита - недополучение процентных платежей по кредиту. Может привести к тому, что ценные бумаги, выпущенные на основе пула ипотечных кредитов, окажутся необеспеченными.
 - *Риск изменения условий мобилизации ресурсов*- превышение процентов по облигациям эмитента над ставкой процента по ипотечным кредитам.
5. *Валютный риск, социально-политический риск, риск законодательных изменений, инфляционный риск*- риски, связанные с неблагоприятными изменениями темпа инфляции, колебаниями валютного курса, изменением законодательства, например, в области налогообложения, и т.д.

Приложение 4.

Виды ипотечных институтов.

Страна	Виды ипотечных институтов
США	коммерческие банки, ипотечные компании, ссудосберегательные ассоциации
Германия	ипотечные банки, строительные сберегательные кассы, коммерческие банки
Великобритания	строительные общества, коммерческие банки
Канада	коммерческие банки, Корпорация фермерского кредита
Австрия	сельскохозяйственные ипотечные банки, коммерческие банки
Швейцария	региональные банки, сберегательные кассы, ссудные кассы
Франция	коммерческие банки, Французский земельный кредит, взаимосберегательные банки
Италия	специализированные ипотечные институты
Норвегия	Ипотечный банк королевства Норвегия, специализированные учреждения
Дания	ипотечные кредитные ассоциации
Швеция	специализированные ипотечные институты
Мексика	коммерческие банки, небанковские ипотечные институты

Источник: Рябченко Л.И. Ипотечное кредитование.- М.: ФА при Правительстве РФ, 2001, с.73.

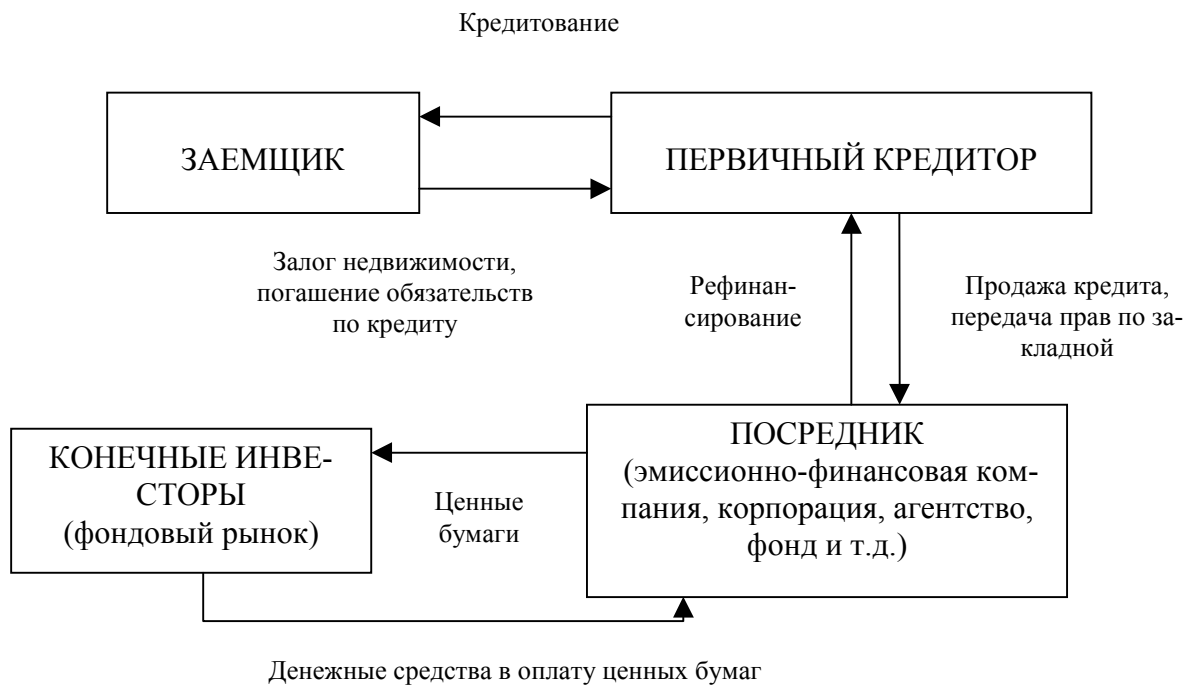
Приложение 5.

Схема вторичного рынка ипотечного кредитования (без участия посредника).

Секьюритизация ипотечных кредитов.



Схема вторичного рынка ипотечного кредитования (с участием посредника).



Приложение 7.

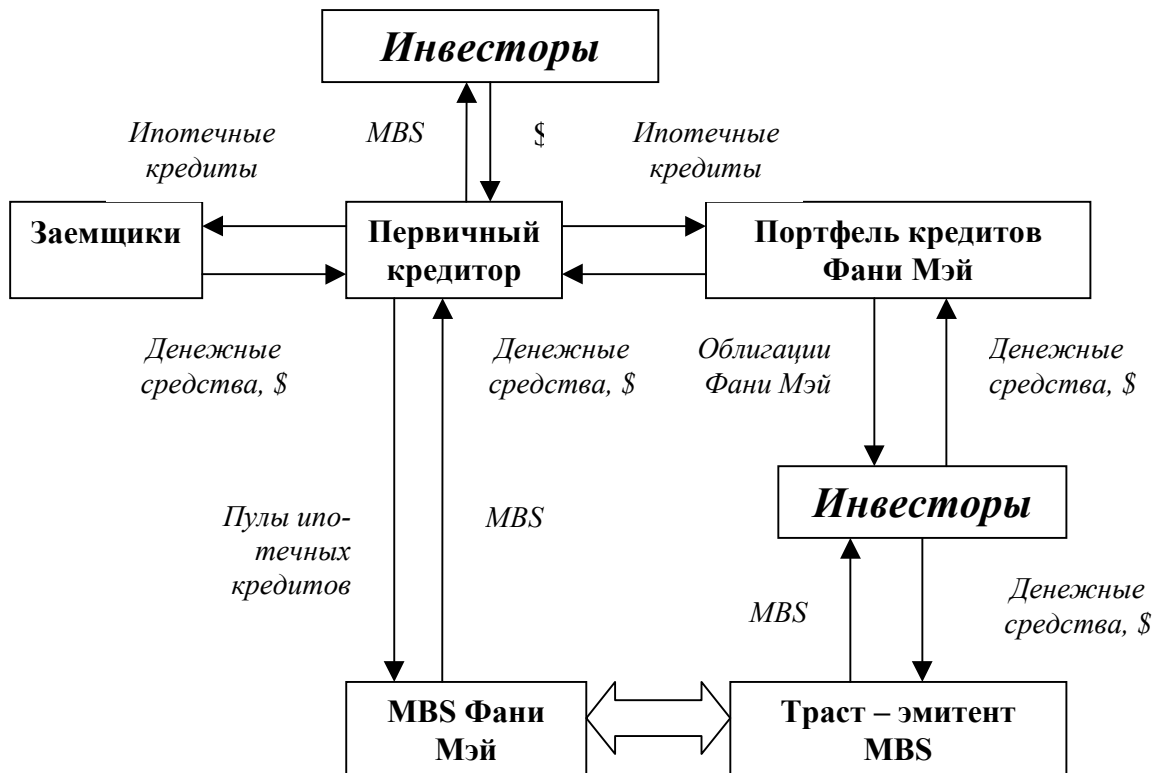
Сравнительная характеристика ипотечных облигаций (Германия) и MBS (США).

<i>Критерии сравнения</i>	<i>Германия</i>	<i>США</i>
Выдача ипотечного кредита	Выдается эмитентом ипотечных облигаций	Не связан с эмитентом ипотечных ценных бумаг
Тип секьюритизации	Пул закладных остается на балансе эмитента (on-balance sheet securitization)	Пул закладных, как правило, передается с баланса эмитента специализированной организации (off-balance sheet securitization)
Источник платежей по процентам и погашения номинала	Денежный поток эмитента	Денежный поток, формируемый заемщиком при выплате процентов и погашении основного долга по ипотечному кредиту
Кредитный риск	На эмитенте	На инвесторе
Риск досрочного погашения	На эмитенте	На инвесторе
Рыночный риск	На инвесторе	На инвесторе
Защита инвестора в случае банкротства эмитента	Владелец облигации имеет право приоритетного требования в случае банкротства эмитента	Банкротство эмитента не влияет на обслуживание ценных бумаг
Требования к обеспечению ипотечных ценных бумаг	Законодательно установлено, что кредит не может превышать 60% стоимости заложенной недвижимости	Размер кредита составляет 60-70% стоимости недвижимости. Такое требование установлено для подтверждения высокого кредитного рейтинга этих бумаг
Гарантии	Гарантии даются эмитентом	Гарантии обеспечиваются третьей стороной
Структура пула обеспечения	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Отдельные компоненты пула могут быть заменены (погашен один кредит и выдан другой) ✓ Структура пула регулируется законом 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Отдельные компоненты пула не заменяемы, они подбираются по сроку и способу погашения ✓ Структура пула не регулируется законом
Выплаты процентов	Обычно ежегодно	Обычно ежемесячно
Выплата номинала	Единым платежом	Постепенное погашение

Источник: Пальянова С. Ипотечные ценные бумаги: рынки США и Германии.// Вестник НАУФОР, 2002 № 11, с.22.

Организация вторичного рынка ипотечных кредитов в США

(на примере «Фанни Мэй»).



Источник: www.urbanecomics.ru

Схема организации рынка ипотечного кредитования в Германии.

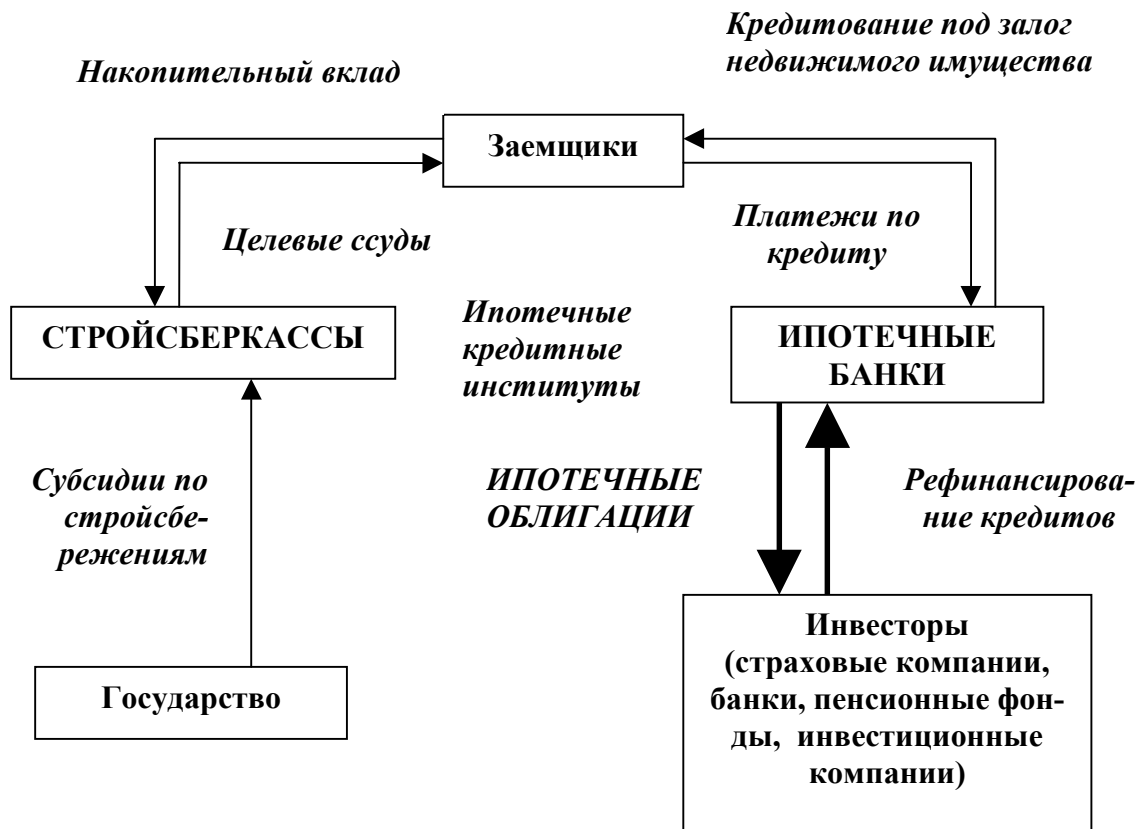
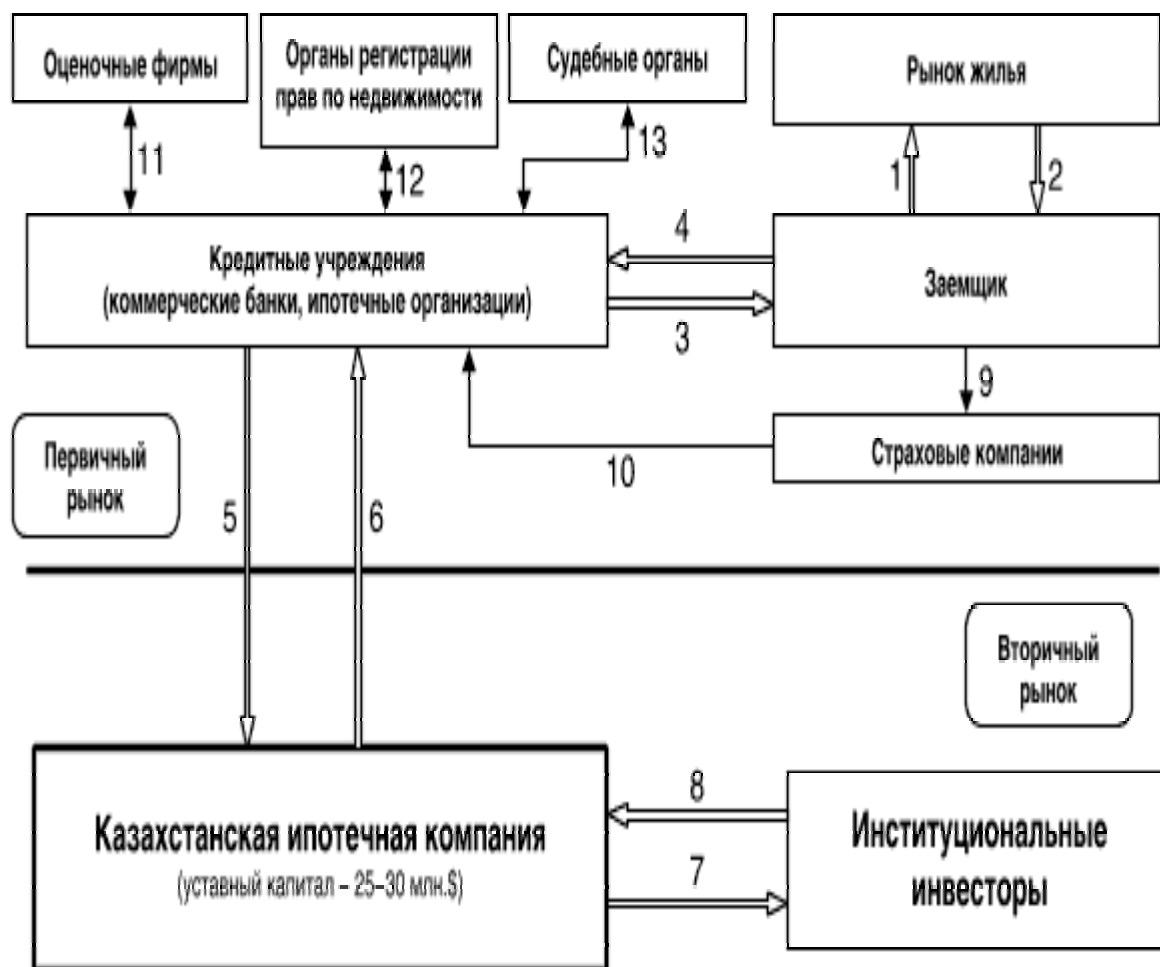


Схема организации ипотечного рынка в Казахстане.



Первичный рынок

- 1 — передача денежных средств за жилье;
- 2 — передача прав собственности на жилье;
- 3 — выдача ипотечного кредита;
- 4 — залог жилья (ипотека);
- 9 — страхование заложенного имущества и жизни заемщика;
- 10 — выплата страхового возмещения в случае наступления страхового случая;
- 11 — независимая оценка заложенного имущества;
- 12 — проверка правового статуса недвижимости и регистрация ипотеки;
- 13 — обращение взыскания на заложенное имущество в случае невыполнения заемщиком своих обязательств.

Вторичный рынок

- 5 — уступка прав требований по ипотечному кредиту;
- 6 — денежные средства за ипотечные кредиты;
- 7 — размещение ипотечных облигаций;
- 8 — денежные средства за ипотечные облигации.

Источник: Марченко Г. Казахстан: на пороге запуска ипотечного рынка.// Банковское дело в Москве, 2001 № 7, с.5.

Характеристика основных этапов становления ипотечного жилищного кредитования в России.

Характеристика	Кредитование до 1917 г.	Кредитование при советской системе (1917-1987 гг.)	Кредитование в переходный период (конец 80-х - нач. 90-х гг.)	Формирование рыночной системы ипотечного жилищного кредитования	Современная ситуация
Субъекты кредитования	<i>Государственные банки, Общественные дворянские и купеческие банки, Общества взаимного кредита, Акционерные земельные банки и т.д.</i>	<i>Госбанк СССР, Стройбанк СССР</i>	<i>Госбанк СССР, Стройбанк, Жилсоцбанк, коммерческие банки</i>	<i>Сбербанк РФ, коммерческие банки</i>	<i>Сбербанк РФ, коммерческие банки, строительные компании и т.д.</i>
Объекты кредитования	<i>Покупка земель, поместий, коммерческие проекты</i>	<i>Индивидуальное жилищное строительство, строительство домов ЖСК</i>	<i>Индивидуальное жилищное строительство, строительство домов ЖСК, строительство и покупка садовых домиков и дач</i>	<i>Приобретение и обустройство земельных участков, строительство и реконструкция жилья, приобретение жилья</i>	<i>Приобретение и обустройство земельных участков, строительство и реконструкция жилья, приобретение жилья</i>
Сроки кредитования	<i>1-66 лет</i>	<i>25 лет</i>	<i>2-10 лет</i>	<i>до 10 лет</i>	<i>1-3 года, в единичных случаях - 10 лет</i>
Суммы кредитования	<i>различные</i>	<i>максимально- 20 000 руб.</i>	<i>различные</i>	<i>различные</i>	<i>различные</i>
Доля кредитования в стоимости недвижимости	<i>50-60%</i>	<i>70%</i>	<i>70%</i>	<i>70%</i>	<i>70%</i>
Процентные ставки	<i>3-8,5%</i>	<i>5%</i>	<i>различные</i>	<i>различные</i>	<i>различные</i>
Обеспечение	<i>Залог имений, земель, гарантии</i>	<i>отсутствует</i>	<i>Появление в 1992 г. залога недвижимости</i>	<i>Залог недвижимости, гарантии, поручительства</i>	<i>Залог недвижимости, гарантии, поручительства</i>

Источник: Павлова И.В. Ипотечное жилищное кредитование в России: история и современность.// Банковское дело, 2000, № 10, с.40.

Ипотека в российских регионах.

Программы / Субъекты ипотечного кредитования	Регион	Условия предоставления кредитов
Московская ипотечная программа Московское ипотечное агентство, Банк Москвы, Московский банк СБ РФ, Инвестсбербанк, ДСК-1, ОАО “Строительная Сберегательная касса”	Москва	Максимальный срок - 10 лет, процентная ставка - 10% годовых в валюте, первоначальный взнос 30-50% стоимости квартиры. Кредиты предоставляются только лицам с постоянной московской пропиской (регистрацией), подтвердившим официально свой доход, наличие двух поручителей (физ. или юр. лиц) обязательно.
Федеральная ипотечная программа Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК), его Северо-западный филиал, Банк “Петровский”	Москва Санкт-Петербург	Кредиты предоставляются гражданам РФ, официально подтвердившим свой доход, первоначальный взнос - не менее 30% стоимости жилья, ставки и сроки различны, все выдаваемые кредиты проверяются на соответствие требованиям Агентства и впоследствии рефинансируются им.
«Дельта-Кредит»» инвестиционный Фонд “США-Россия”, Инвестсбербанк, АКБ “Инвестиционная банковская корпорация”, Первое ОВК банк	Москва	Максимальный срок - 10 лет, ставка - фиксированная, 15% годовых в валюте, сумма - до 70% стоимости жилья, максимальный размер кредита - 150 тыс. долл. США, кредиты предоставляются всем гражданам РФ, наличие поручителей не обязательно, программу финансирует рос.-амер. фонд “США-Россия”
Пробизнесбанк	Москва	Срок - до 1 года и более, ставки - 32-36% в рублях, 15-20% в валюте
Банк “Балтийский”	С-Пб	Срок - до 5 лет, ставка - 15% в валюте, приобретаемое жилье - только из предлагаемого списка новостроек
Инвестсбербанк	Москва	срок - до 1 года, ставки - 33-36% в рублях, 16-24% в валюте
АКБ “Инвестиционная банковская корпорация”	Москва	Срок - до 5 лет, ставка - 15% в валюте
Банк “Балтийский”	С-Пб	Срок - до 5 лет, ставка - 15% в валюте, приобретаемое жилье только из предлагаемого списка новостроек
Ипотечная программа, разработанная Гарвардским университетом	Москва	Кредиты по этой программе (от 5 до 150 тыс. долл. США) сроком на 10 лет под 15% годовых в валюте стали выдавать уполномоченные Правительством Москвы банки (Банк Москвы, Сбербанк, Инвестсбербанк). Инвесторами являются американские банки.
ДСК -1	Москва	Срок - до 2 лет, ставка - 20% в рублях, приобретаемое жилье - новостройки ДСК-1, первый взнос - от 30 %.
Фонд развития ипотечного кредитования	Киров	Срок - 7-14 лет, первый взнос - от 10%, ставка 7%
АК Барс	Татарстан	Срок - до 1 года, ставка - 27-33 % в рублях
Национальный центр ипотечного кредитования “Татипотека”, АКБ “Татфондбанк”		Кредиты на срок 3-7 лет в размере не более 70% стоимости приобретаемого жилья под 12% годовых в рублях, кредиты рефинансируются за счет Центра.
“Общество социальной поддержки”	Якутск	Срок - до 50 месяцев, по схеме жилищных сбережений
Банк “Русь” Оренбургская ипотечно-жилищная корпорация	Оренбург	Срок - до 25 лет, ставка - 7-12% первый взнос - 30%.
Фонд жилищного строительства	Башкортостан	Фонд жилищного строительства продает квартиры в рассрочку (она предоставляется на срок от года до 15 лет).

Сбербанк Башкортостана Уфимское городское агентство и КБ «Башэкономбанк»	Уфа	Сбербанк Башкортостана выдает ссуды индивидуальным застройщикам под 8-10% годовых в рублях сроком на 10 лет. Разница между ставкой кредита на покупку жилья и ставкой Сбербанка по таким кредитам компенсируется за счет республиканского бюджета. Кредиты предоставляются работникам бюджетной сферы, малообеспеченным, молодежи сроком до 15 лет в размере 70% стоимости приобретаемого жилья под 8% годовых; а работникам внебюджетной сферы – сроком до 10 лет в размере 50% стоимости недвижимости под 8% годовых.
Фонд социального страхования	Саров	Первоначальный взнос – 10% от стоимости жилья + зачет старого жилья.
	Республика Коми	Действует льготное жилищное кредитование, выдача ссуд на жилье производится за счет средств республиканского бюджета.
Кредитором является небанковская кредитная организация - кредитно-потребительский союз. Иркутское региональное ипотечное агентство.	Иркутская область	Кредитно-потребительский союз, который на основе договора займа предоставляет квартиры сотрудникам предприятий города, выдает кредиты на срок от 5 до 10 лет под 8-10% годовых. Рефинансированием кредитов занимается Иркутское региональное ипотечное агентство.
	Ростовская область	Практикуется выдача бюджетных льготных ссуд очередникам и работникам бюджетной сферы по ставке 1/8 ставки рефинансирования ЦБ на 8 лет для приобретения квартир в строящихся домах и на 10 лет - для достройки индивидуальных домов
Областной Фонд жилья и ипотеки	Самара	Ипотечные программы финансируются через уполномоченный банк за счет средств регионального бюджета, кредит можно получить на срок до 25 лет, и для его предоставления требуется внести всего 10% от стоимости приобретаемого жилья.
Целевой внебюджетный фонд развития жилищного строительства	Саратов	Продажа жилья в рассрочку под 7% годовых на 10-15 лет.
Нижегородский банк Сбербанка России	Нижний Новгород	Кредиты населению на приобретение жилья по ставке 42% годовых в рублях. Местный бюджет выделяет средства для компенсации банку разницы между коммерческой ставкой и той, по которой получает кредит заемщик - 8-10% годовых
Некоммерческая организация «Рязанский ипотечный фонд»	Рязань	Бюджетные средства выделяются на инвестирование строительства жилья и финансирование приобретения жилья населением сроком на 7-15 лет
Областной фонд имущества	Владимирская область	для ипотечного кредитования Фонд использует бюджетные средства. Первоначальный взнос должен составить не менее 20% от стоимости квартиры.
Фонд развития жилищного строительства	Кемеровская область	Кредитование работников бюджетной сферы за счет средств бюджета. Максимальный срок 10 лет. Ставка – 6% годовых
Областной фонд ипотечного кредитования и командитное товарищество «Областная ипотечная компания»	Ульяновская область	Кредиты выдаются только участникам товарищества.
Муниципальный фонд «Жилье»	Пензенская область	Продажа жилья в рассрочку.

Источники:

1. Павлова И.В. Ипотечное жилищное кредитование в России: история и современность.//
Банковское дело, 2000, №10, с.39.
2. Кесельман Г.М. Ипотечное жилищное кредитование: состояние и перспективы. //
Деньги и кредит, 2000 № 9, с.28-30.
3. Косарева Н., Пастухова Н., Рогожина Н. Развитие системы долгосрочного ипотечного
кредитования населения в России. // Вопросы экономики, 2001 № 5, с. 100-105.
4. Губанов А. Реальный механизм развития региона. // Банковское дело в Москве, 2002,
№8, с.42.
5. Жилье: комплексный взгляд. Под общ. ред. В.М. Агапкина.- М.: АВЧ, 2001.

Схема взаимодействия АИЖК и региональных операторов вторичного рынка.



**Схема взаимодействия Иркутского регионального ипотечного агентства с
предприятиями, выкупающими облигации ИРИА.**

<u>Предварительный этап</u>	ИРИА определяет возможность получения займа для каждого из работников предприятия. Потом список сотрудников, наиболее полно отвечающих требованиям, предъявляемым к заемщикам, предоставляется в администрацию предприятия, которая определяет, за кого будет выдано поручительство. На основании решения администрации ИРИА рассчитывает суммарную потребность в займах.
<u>1 этап:</u> Эмиссия ИРИА облигаций	ИРИА эмитирует облигации на сумму, определенную на предварительном этапе, под обеспечение предприятия, либо пул закладных, сформированных к тому моменту ИРИА.
<u>2 этап:</u> Выкуп облигаций предприятием	ИРИА заключает с предприятием договор купли-продажи ценных бумаг, по которому предприятие выкупает весь объем эмиссии у ИРИА. Одновременно создается кредитный союз, членами которого являются работники предприятия.
<u>3 этап:</u> Заключение договоров займа	Кредитное учреждение заключает договора займа с работниками в размере 70% от стоимости жилья, сроком до 10 лет. Основным условием выдачи займа является обязательство заемщика заключить договор ипотеки и оформить закладную.
<u>4 этап:</u> Покупка квартир	Покупатели (работники) заключают договоры купли-продажи с продавцами жилья, по которым вносят собственные средства в размере от 30% от стоимости жилья. Оставшуюся сумму кредитное учреждение передает продавцам жилья.
<u>5 этап:</u> Оформление закладных	Одновременно с регистрацией договора купли-продажи в Департаменте по регистрации прав на недвижимость оформляется договор ипотеки и выдается закладная.
<u>6 этап:</u> Передача прав по закладным в пользу ИРИА	Кредитор передает права по закладным в пользу ИРИА, которое формирует пул закладных. Платежи, поступающие по этим закладным от заемщиков и будут служить источником средств для выплат по облигациям.
<u>7 этап:</u> Расчеты между ИРИА и предприятием	Проценты, выплачиваемые по облигациям, будут перечисляться Ипотечным агентством на р/с предприятия. Номинальная стоимость погашается в конце срока обращения облигаций единым платежом.

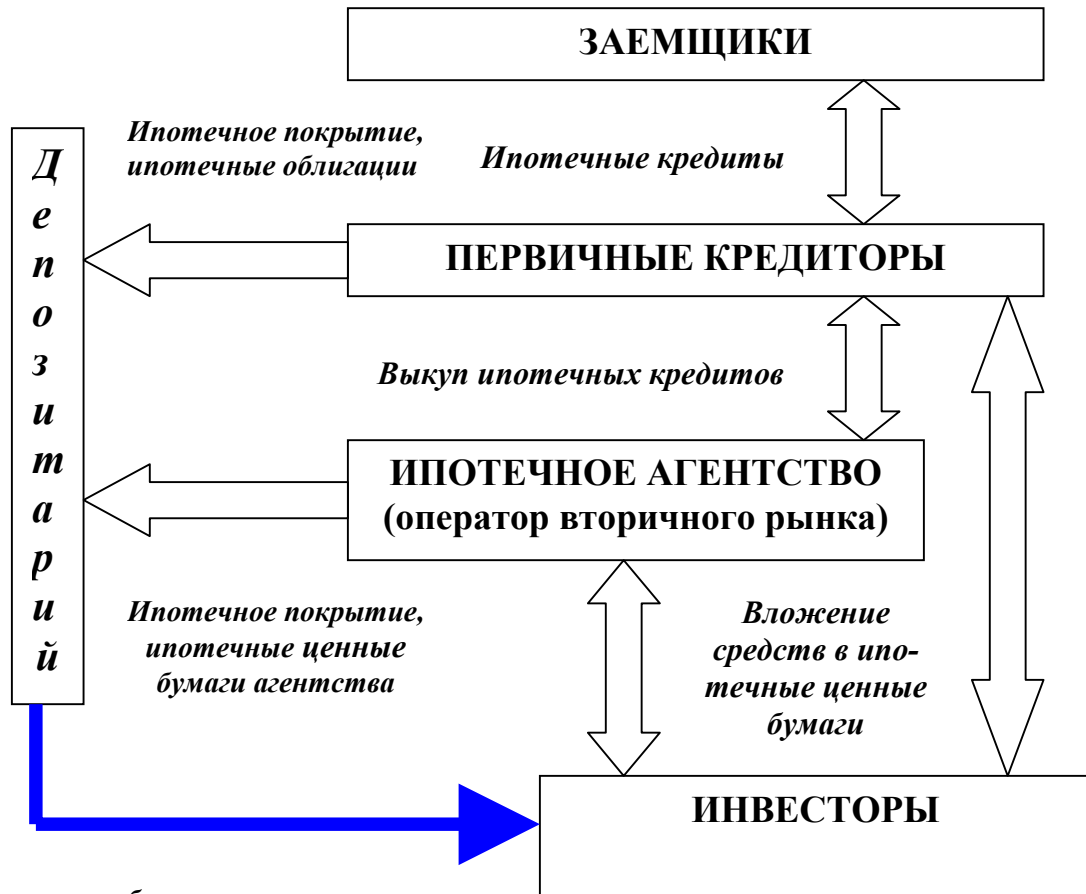
Источник: www.gosstroy.gov.ru/txt/Hypoteque/Sherbakov.htm

Структура расходов населения расходов населения

Показатели	1998 год		1999 год		2000 год		2001 год		2002 год	
	млрд. руб.	%	млрд. руб.	%	млрд. руб.	%	млрд. руб.	%	млрд. руб.	%
Расходы и сбережения										
На покупку товаров и оплату услуг	1378,6	77,7	2272,2	78,4	2993	75,4	3940,6	74,4	4788,0	72,8
Оплата обязательных платежей и взносов	108,9	6,1	192,4	6,7	309,8	7,8	473,0	8,9	611,6	9,3
Накопление сбережений во вкладах и ценных бумагах	43,8	2,5	154,3	5,3	301,0	7,6	475,2	9,0	690,0	10,5
На приобретение иностранной валюты	213,6	12,0	226,9	7,8	253,6	6,4	300,8	5,7	368,2	5,6
/прирост (+), уменьшение (-) денег на руках/	+29,4	+1,7	+53,3	+1,8	+110,1	+2,8	+103,9	+2,0	+119,2	+1,8
Всего расходов	1744,9	100,0	2845,8	100,0	3858,2	100,0	5189,6	100,0	6577,0	100,0

Источник: данные Департамента доходов населения и уровня жизни (опубликованы на сайте www.mintrud.chelt.ru).

Схема взаимодействия депозитария с участниками
первичного и вторичного рынка ипотечных кредитов.



Учет прав собственности на ценные бумаги, хранение ценных бумаг, погашение номинала и купонов по истечении срока погашения, ведение реестра ипотечного покрытия

Виды депозитарных операций

Название	Содержание
Административные	Изменение анкет счетов «Депозит», картотек и журналов депозитария. Административные операции не влияют на изменение остатков на счетах «Депозит».
Информационные	Составление отчетов о состоянии счетов «Депозит», лицевых счетов «Депозит», а также картотек и справочников депозитария.
Бухгалтерские	Операции, по выполнению которых остатки ценных бумаг на лицевых счетах «Депозит» изменяются. Бухгалтерская операция состоит из одной или нескольких проводок. Каждая проводка депозитария изменяет остатки на двух лицевых счетах «Депозит» (дебет одного счета — кредит другого). Книжный перевод, т.е. перевод ценных бумаг между счетами владельцев в пределах конкретного депозитария; междепозитарный перевод (зачисление и списание бездокументарных ценных бумаг); прием и списание документарных ценных бумаг.