

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: МЕЖДУНАРОДНАЯ
ПРАКТИКА И РОССИЙСКАЯ ПЕРСПЕКТИВА».**

Выполнил:
Миронов М.Е.

Научный руководитель:
Профессор Рубцов Б.Б.

Консультант кафедры "АИТ":
доц. Литвиненко А.Ф.

Москва, 2002 г.

СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	3
Глава 1. Сущность и основные особенности ипотеки.	
1.1. Определение ипотеки.....	6
1.2. Инструменты и технологии ипотечного кредитования.....	10
1.3. Институциональные особенности организации ипотечного кредитования и механизмы формирования ресурсов ипотечного кредитования.....	20
1.4. Государственное содействие ипотечному бизнесу.....	32
1.5. Технология продажи ипотечного кредита. Секьюритизация.....	34
Глава 2. Практика выпуска ипотечных ценных бумаг за рубежом.	
2.1. Ипотечные ценные бумаги США.....	38
2.2. Ипотечные ценные бумаги Западноевропейских стран.....	46
2.3. Ипотечные ценные бумаги развивающихся стран.....	50
Глава 3. Ипотечные ценные бумаги в России.	
3.1. Ипотечные ценные бумаги дореволюционной России.....	63
3.2. Итоги и перспективы развития рынка ипотечных ценных бумаг России.....	71
3.3. Ипотечные эмиссионные ценные бумаги и паи закрытых ПИФов.....	76
Заключение.....	84
Список использованной литературы.....	87
Приложения.....	91

Введение.

В развитых странах ипотечный кредит очень широко распространён и является неотъемлемым финансовым инструментом воздействия на экономику, стимулируя её рост и повышая устойчивость. Эти два фактора обуславливают актуальность применения системы ипотечного кредитования в экономике современной России.

Система ипотечных отношений, включая такой элемент, как ипотечные ценные бумаги, позволяет как мобилизовать инвестиционные ресурсы, так и использовать их в наиболее эффективных направлениях. В условиях спада инвестиционной активности экономика нуждается в новых инструментах привлечения инвестиций. Институт ипотеки может решить эти насущные для России проблемы.

Во всём мире институт ипотеки формировался в течение столетий. Следует отметить, что многие элементы российской ипотеки, которая существовала до революции 1917 года, были взяты разными странами на вооружение – это элементы вторичного рынка, большие сроки ипотечного кредитования и др. Большинство западных новаций в настоящее время воспринимается у нас как «чужое», несмотря на истинно российские корни современных западных технологий.

В мировой практике ипотечное кредитование приносит банкам стабильный доход при сравнительно небольших рисках. К примеру, риск невозврата кредита в США составляет приблизительно 3 процента. В России подобная статистика не ведется из-за отсутствия полноценного рынка ипотечного кредитования как такового. Но этот процент в наших условиях может быть гораздо выше по нескольким причинам: во-первых, потенциальные заемщики не спешат легализовать свои фактические доходы, поэтому их кредитоспособность определяется по косвенным показателям — расходам, профессии, наличию собственности. Во-вторых, общая экономическая нестабильность может привести к потере заемщиком источника дохода и соответственно возможности в срок вносить платежи. В-третьих, в результате очередного дефолта стоимость недвижимости в

долларовом эквиваленте может значительно снизиться, и тогда при продаже квартиры в случае потери кредитоспособности заемщика полученная в результате сумма не сможет погасить кредит. Фактор повышенной рискованности заставляет банки более осторожно работать с ипотеками, ведь в современных условиях в России ипотечные риски в полном объеме ложатся именно на банки. Как следствие можно выделить более чем скромные размеры совокупности первичных ипотек в рамках всей российской экономики.

Как показывает практика, наибольших масштабов ипотечный кредит достигает в странах, организовавших в рамках своих экономик эффективные системы его рефинансирования, в первую очередь при помощи секьюритизации. Именно применение подобных механизмов в своё время вызвало бурный приток так называемых «длинных» денег в банковские системы разных стран, что существенно расширило объёмы ипотечного кредитования, увеличило ликвидность и надёжность этих банковских систем. Кроме того, спецификой основных систем рефинансирования является наличие рынков пускай не самых доходных, но малорисковых ценных бумаг для инвестирования, что очень важно для долгосрочных перспектив развития экономик.

Ввиду этих фактов, именно развитие рынка ипотечных ценных бумаг является основным фактором, определяющим масштабы и параметры систем ипотечного кредитования. Здесь стоит сказать о том, что описание такого класса ипотечных ценных бумаг, как ипотечные облигации (обозначенные в теме дипломной работы), не позволяет раскрыть в полном объёме специфику и основные преимущества наиболее эффективных механизмов рефинансирования. Поэтому, в целях более глубокого анализа, в данной работе будет рассмотрен весь спектр существующих ипотечных ценных бумаг.

В первой главе работы приводится доскональный анализ организации систем ипотечного кредитования. Акцент делается на инструментарий, позволяющий трансформировать ипотечные кредиты в ипотечные ценные бумаги. Кроме того, рассматриваются основные системы рефинансирования ипотечного кредита с выделением

системы, основанной на механизме секьюритизации, в качестве наиболее эффективной, по мнению автора.

Во второй главе рассматривается специфика инструментов наиболее развитых зарубежных рынков ипотечных ценных бумаг. Дается детальная характеристика принципов их выпуска и обращения. А также рассматриваются ипотечные программы некоторых развивающихся стран Азии, Африки и Латинской Америки.

В третьей главе анализируются итоги развития рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации, оцениваются созданная на сегодняшний момент инфраструктура данного рынка и перспективы его развития в свете законотворческой деятельности Государственной Думы по вопросам ипотечных эмиссионных ценных бумаг.

Дипломная работа основывается на анализе тематической и периодической литературы как отечественных, так и зарубежных авторов, а также законодательных актов и законопроектов, рассматриваемых в данный момент Государственной Думой. В качестве оперативных данных использовалась информация из информационной сети «интернет».

Глава 1. Сущность и основные особенности ипотеки.

1.1. Определение ипотеки.

Ипотека как элемент хозяйственной жизни уходит глубокими корнями в историю. Само понятие «ипотека» пришло в мировую финансово - экономическую систему из Древней Греции.¹ Его ввёл архонт Солон в VI веке до н. э. Предшественник Солона — Драконт — ввёл порядок (в 621 г. до н. э.), согласно которому любые посягательства на частную собственность и её движимую часть сурово карались. В 594 г. до н. э. Солон осуществляет определённые реформы, в том числе отменяет поземельные долги, вводит свободу завещания, по которой выморочное имущество уже не обязательно переходит к наследникам рода. Теперь каждый получил право расставаться и завещать «собственность» по своему усмотрению. Первоначально в Афинах залогом подобного рода обязательств была личность должника, которому в случае невозможности заплатить долг грозило рабство. Для перевода личной ответственности в имущественную Солон и предложил ставить на имении должника (обычно на пограничной меже) столб с надписью, что эта земля служит обеспечением претензий на определённую сумму. Такой столб и называли ипотекой.

По-гречески «*hypotheca*» — подставка, подпорка. Цель ипотеки как формы обеспечения заключается в предотвращении опасности, связанной с негласными способами установления прав на недвижимость. Земля — легко обращаемый товар, а значит всегда есть риск, как для покупателей, так и для кредиторов по закладным, что эта собственность не освобождена от долгов или заложена. Ипотека препятствовала переходу имущества к другому владельцу, так как обеспечение заключалось не в личности собственника, а в стоимости его имущества.

¹ Балабанов И.Т. Экономика недвижимости, Питер, 2002, стр. 28

Ипотека как **развитая** форма залога сложилась в Древнем Риме в его классическую эпоху (I - II вв. н.э.)². Традиционные нормы классического римского права об ипотеке были установлены в Институциях Гая. При установлении ипотеки за залогодателем оставалось право собственности на заложенное имущество, в том числе право владения и право его отчуждения. Отчуждение не прекращало ипотеки. Кредитор получал право в случае неудовлетворения по обязательству истребовать заложенное имущество, продать его и из вырученной суммы покрыть свои требования. Залоговое право прекращалось в случае гибели предмета залога, слияния в одном лице залогового права и права собственности на заложенное имущество, а также вследствие прекращения обязательства, в обеспечение которого был установлен залог. В Римском праве существовал залог, возникающий на основе договора, и залог, возникающий по закону³. Первоначально предметом ипотеки являлась земля. Впоследствии данный вид залога распространился и на другие виды недвижимого имущества.

С XII века в большинстве стран Западной Европы происходила рецепция римского права. Залоговое Римское право было воспринято в большей или меньшей степени различными государствами Европы. Однако наибольшее распространение ипотека получила в конце XVIII – XIX веке. В это время в странах Европы и США появились первые ипотечные банки – возникла банковская ипотека⁴.

В наше время под **ипотекой** понимают залог недвижимого имущества (земли, основных фондов, строений, жилья) с целью получения долгосрочной ссуды, как правило, ипотечного кредита. При этом ипотека представляет такой вид залога, при котором закладываемое имущество не передаётся в руки кредитора, а остаётся у должника. Стоит сказать о том, что ипотека в разных странах имеет своё место и смысл. В каждой стране действует своё специфическое законодательство в этой сфере, которое во многом зависит

² Рябченко Л.И. «Ипотечное кредитование», Учебное пособие. М.: ФА, 2001, стр.5

³ При кредитовании строительства дополнительного соглашения о залоге не требовалось, объект строительства автоматически переходил в залог к кредитору.

⁴ Рябченко Л.И. «Ипотечное кредитование», Учебное пособие. М.: ФА, 2001, стр.6

от особенностей правовых систем и, в частности, особенностей земельного законодательства.

Необходимо разделять страны англосаксонской системы общего права (Великобритания, США) и страны континентального права (страны Западной Европы, за исключением Дании, в которой используется смешанная система).

По континентальному праву сущность классической ипотеки заключается в создании залогодателем, являющимся собственником имущества, производного залогового права, носящего обеспечительно – взыскательный характер, и отчуждении этого права в пользу залогодержателя, что подтверждается письменным договором ипотеки, подлежащим нотариальному заверению и/или государственной регистрации. Недостатком данной конструкции является сложность реализации залогодержателем своих прав. Баланс интересов при таких правоотношениях несколько смещён в пользу залогодателя, который остаётся собственником заложенного имущества до момента его взыскания (продажи) для погашения невыполненного основного обязательства, как правило на основании решения суда. Россия исторически придерживалась основ континентального права.

В странах с англосаксонской системой неcodифицированного прецедентного права доминирует иная тенденция залога недвижимости – так называемый титульный залог недвижимости (mortgage(могидж) – закладная). Юридическая суть могиджа заключается в формальной передачи залогодателем (на основании письменного договора могиджа) титула собственности на заложенную недвижимость залогодержателю на период действия залога. При этом происходит расщепление права собственности на объект залога: к залогодержателю переходит право распоряжения - формальное «титульное» право собственности, а право владения и право пользования остаются у залогодателя. В этом случае при невыполнении залогодателем основного обязательства у залогодержателя не возникает проблем при реализации своего залогового права в связи с тем, что он становится формальным

собственником заложенного имущества в момент заключения договора залога. Баланс интересов при этом смещён в пользу залогодержателя.

Итак, в законодательствах различных стран термин «ипотека» применяется для обозначения трёх⁵ правовых категорий:

- Залога недвижимого имущества в целях получения специального кредита – ипотечного или ипотечной ссуды (чисто правовая функция ипотеки);
- Закладной (существуют и другие названия долгового свидетельства, подтверждающего права залогодержателя по обеспеченному ипотекой обязательству);
- Ипотечного кредита (денежной ссуды), выдаваемого заёмщику кредитным учреждением под залог недвижимости (экономическая функция ипотеки).

Таким образом, исторически ипотека была порождена хозяйственными отношениями как наиболее надёжная форма обеспечения обязательств должника. Современный термин «ипотека» означает форму обеспечения исполнения каких-либо обязательств должника недвижимым имуществом. Наиболее распространённой формой обязательств, обеспечиваемых ипотекой, является кредит. Кредит, обеспечиваемый залогом недвижимости, называется ипотечным кредитом. В случае невозврата долга или невыполнения иных обязательств должником заложенная недвижимость служит для удовлетворения претензий кредитора, либо сразу переходя в его собственность, либо через реализацию залога и погашения обязательства должника за счёт вырученных от реализации средств. Благодаря особенности недвижимого имущества, прочно связанного с землёю, ипотека, с одной стороны, является надёжным способом обеспечения обязательств, а с другой стороны — не требует обязательного нахождения её у кредитора.

Ипотека как форма обеспечения наиболее часто применяется в банковском кредитовании. Ипотечное кредитование жилья является одним из основных сегментов банковского бизнеса. Существует несколько подходов, определяющих ипотечное

⁵ Цылина Г.А. «Ипотека: жильё в кредит» - М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2001, стр 18.

кредитование и рынок, на котором формируются спрос и предложение на ипотечные кредиты. Определение термина «ипотечное кредитование» в узком смысле подразумевает под ипотечным кредитованием разновидность потребительского кредитования, являющегося сегментом ссудного рынка. В широком смысле ипотечное кредитование рассматривается как целостный механизм, который не только позволяет совместить интересы заемщиков и кредиторов, но и включает инвесторов, риэлтеров, застройщиков, страховые компании и другие субъекты рынка. Во втором случае правильнее говорить о системе ипотечного кредитования - многофакторной модели, включающей и сам процесс выдачи ипотечных кредитов, и механизмы привлечения финансовых ресурсов с рынка капиталов, и операции на рынке недвижимости.

Несмотря на существование второго, более широкого определения ипотеки и безусловную важность других блоков системы ипотечного кредитования, ее основу все же составляют непосредственно кредитные отношения. В связи с этим было бы более правильно рассматривать ипотечное кредитование как систему отношений, возникающих на нескольких рынках по поводу выдачи, обслуживания, продажи и секьюритизации ипотечных активов. Именно такое комплексное представление об ипотеке в системе рыночных отношений наиболее адекватно сегодняшнему уровню развития ипотечного рынка.

1.2. Инструменты и технологии ипотечного кредитования.

В настоящее время ипотечные кредиты можно структурировать следующим образом:

- по характеру применения процентной ставки – кредиты с фиксированной ставкой и кредиты с переменной ставкой;
- по характеру выплат различают ипотечные кредиты с постоянными выплатами и с переменными выплатами.

Дополняясь специальными кредитными технологиями, изменяя внутреннюю структуру амортизационных выплат, эти виды кредитов могут пересекаться, образуя множественную сеть ипотечных инструментов.

Инструмент с фиксированной процентной ставкой не означает постоянные выплаты, это могут быть разнообразно структурированные по выплатам кредиты. Более того, равновеликие периодические платежи также не означают применение кредита с фиксированным процентом – таким образом может быть структурирована ипотека при многих альтернативных ставках.

Процесс постепенного погашения основного долга по ипотечному кредиту и выплаты долга по процентным ставкам (погашение процентного долга), сопровождающийся уменьшением остатка общей суммы кредитного долга за счёт периодических платежей (взносов) вплоть до его полного погашения в определённый договором срок, называется амортизацией ипотечного кредита. Именно параметры амортизационных выплат по конкретным кредитам (денежных потоков, генерируемых различными ипотечными кредитами) определяют параметры ипотечных ценных бумаг, выпускаемых на основе этих кредитов.

Амортизация кредита осуществляется по-разному: в зависимости от применяемого инструмента, от того, как структурированы эти кредиты в соответствии с договором или графиком погашения кредитного долга, где указываются регулярные периодические амортизационные платежи как по основной части долга, так и по процентам за кредит, там же указывается кредитный баланс – остаток по сумме основного долга и выплаты по процентам на любую дату. Платежи по ипотечному кредиту могут осуществляться ежемесячно, ежеквартально, ежегодно и т.д., вплоть до одноразовых.

Кредитные инструменты предусматривают самые различные сочетания выплат как основной суммы долга, так и по процентной ставке (процентного долга), причём именно схема и структура выплат и определяют в основном вид ипотечного инструмента.

Стандартным видом ипотечного кредита является ипотечный инструмент с жёстким кредитным сроком, неизменными периодическими, изначально известными платежами, сумма которых складывается из выплат по основной сумме кредитного долга и выплат по процентным ставкам за кредит. По данной схеме суммы амортизационных платежей остаются неизменными в течение всего срока кредитования. Однако постепенно состав выплат изменяется по структуре. Взносы по оплате за кредитные услуги уменьшаются, так как их стоимость исчисляется исходя из остатка основного кредитного долга, а сам остаток основного долга по кредиту в течение всего кредитного срока уменьшается. В то же время сами взносы по возврату суммы основного долга постоянно растут исходя из необходимости выравнивания общей суммы амортизационных платежей до некой постоянной величины.

Стандартная модель ипотечного кредита с фиксированной ставкой и постоянными равновеликими периодическими суммами амортизационных выплат, рассчитанными таким образом, что постепенно к концу срока кредита остаточный баланс долга полностью ликвидируется, представляет собой наглядный пример полностью самоамортизируемого кредита (или самоамортизированной ипотеки).

Помимо ипотечных кредитов с фиксированным процентом появились различные виды ипотечных обязательств отличные от схемы стандартной ипотеки. Выделяют следующие виды кредитов, которые многие авторы определяют как «несамоамортизируемые с фиксированным уровнем платежей»⁶ (то есть ипотечные инструменты альтернативные стандартной традиционной ипотеке):

*1. Ипотека (кредит) с шаровым платежом*⁷ – срочная ипотека, неамортизированная ипотека – это общий термин нескольких разновидностей ипотек, который означает не регулярные амортизационные выплаты за кредит, а разовую оплату всей суммы в конце кредитного срока, структурируемую исходя из сдвига текущих выплат. Основной

⁶ Цылина Г.А. «Ипотека: жильё в кредит» - М.: ЗАО «Издательство «Экономика»», 2001, стр.150.

⁷ Фридман Дж., Ордуэй Н. «Анализ и оценка приносящей доход недвижимости», М.: Дело, 1997, стр. 67

принцип шаровой ипотеки предусматривает разовые, крупные платежи, а также сдвиги выплат кредитного долга или процентов. Возможен вариант разбивки шарового платежа, когда итоговая выплата осуществляется несколькими крупными платежами, условно попадающими под один общий платёж.

Срок кредита шаровой ипотеки не изменяется. Выделяют несколько разновидностей шаровой ипотеки:

- постоянная, или отсроченная, ипотека – в течение всего срока предусматривается выплата только сумм по процентным платежам, основная сумма долга выплачивается единой заключительной суммой в конце срока ипотеки;
- ипотека с замораживанием процентных выплат, которые отодвигаются на конец кредитного срока, как и выплаты по основному долгу (то есть в конце срока осуществляется один разовый платёж);
- частично самоамортизированная ипотека с итоговыми выплатами в конце срока предполагает частичные периодические выплаты как основного долга, так и процентов с последующей разовой оплатой всех остаточных сумм;
- ипотека с постепенной выплатой основного долга и разовым платежом процентов.

2.Пружинная ипотека – кредит с «гасящимися» (уменьшающимися) платежами.

Основной принцип инструмента – с каждой выплатой по основному долгу выплаты по процентам снижаются, уменьшая таким образом общие ежемесячные взносы. Самый распространённый вид пружинных кредитов – равновеликие фиксированные выплаты основной суммы долга и процентные выплаты на непогашенный баланс кредита, которые постепенно снижаются в связи с ежемесячным уменьшением общего основного долга по кредиту.

3.Кредиты с нарастающими платежами. Ипотека с дифференцированными или нарастающими платежами (graduated payment mortgage, GPM или Jeep) применяется довольно широко. Можно выделить несколько вариантов данных ипотек:

- Кредит с фиксированной ставкой. Срок кредита постоянный. Переменные выплаты структурируются таким образом, что начальные платежи меньше, чем при ипотеке фиксированными платежами⁸. При этом обычно в первые 3 – 5 лет кредиты дают несколько отрицательную амортизацию, которая потом погашается путём постепенного (с определёнными интервалами) роста платежей по основному долгу до величины, необходимой для полной положительной амортизации кредита. Таким образом осуществляется привязка роста амортизационных выплат за кредит к инфляционным процессам. В целом кредит является самоамортизируемым. В определённой степени инструмент является переходным к плавающему и впервые был официально введён Федеральной жилищной администрацией США в 1977 г. по ряду программ, в том числе программ для молодых семей с постоянно растущими доходами и для арендодателей, также имеющих постепенно увеличивающиеся в соответствии с инфляцией доходы.
- Ипотека с гибким графиком погашения долга (flexible payment mortgage) – в первые 3 – 5 лет выплаты структурируются таким образом, что заёмщик платит только проценты, в дальнейшем объём платежей нарастает. Существует два основных условия такой ипотеки: первое – в начальный период каждый месячный платёж должен покрывать по крайней мере начисленные проценты; второе – после пятилетнего срока платежи по кредиту должны полностью амортизировать основную сумму долга.
- Ипотека с залоговым счётом (pledged account mortgage) – один из вариантов ипотечного кредита с нарастающими платежами и встроенной схемой дополнительного обеспечения⁹. Часть первичного взноса (платежа) или другой вид финансовых средств (различные счета и т.д.) помещается на специальный залоговый счёт, который в течение нескольких лет является источником пополнения

⁸ Розенберг Дж. М. «Инвестиции. Терминологический словарь», М.: Инфра – М, 1997, стр. 152

⁹ Фридман Дж., Ордуэй Н. «Анализ и оценка приносящей доход недвижимости», М.: Дело, 1997, стр. 71

ежемесячных выплат. Низкие первоначальные платежи, компенсируемые таким образом, постепенно растут и начинают в какой – то момент превышать платежи по стандартной закладной.

4.Ипотека с участием кредитора в приросте стоимости (shared appreciation mortgage, SAM) может также называться долевой ипотекой¹⁰. Техника финансирования закладной с долей предполагает финансовый интерес кредитора, компенсирующий льготное кредитование или иные льготы для заёмщика – отсрочку выплаты процентов или основного долга, увеличение или уменьшение сроков кредитования и т.д. В частности, льготное кредитование может включать снижение процентной ставки по кредиту в обмен на получение аналогичного процента от разницы в приросте стоимости недвижимости после её продажи, однако соотношение может быть и иным. Особенность ипотеки SAM состоит в том, что оплата договорного участия кредитора в стоимости недвижимости в денежном выражении обычно производится лишь при продаже или передаче собственности, рефинансировании или выплате кредита. Участие кредитора в приросте стоимости недвижимости составляет в среднем 20 – 50 %.

5.Ипотека с совместным участием кредитора и заёмщика - ипотека, предполагающая получение кредитором доходов от недвижимости в самых различных формах. Это может быть часть ренты или часть чистого операционного дохода, а также другие варианты дохода. Дополнительный доход кредитора компенсирует ему льготы, предоставленные им заёмщику. Данный вид ипотеки и долевая ипотека отличаются друг от друга специфическими условиями кредитования и в соответствии с этим особым характером распределения доходов от недвижимости: в первом случае у кредитора появляется доля участия в получении доходов в оговорённый договором период времени, во втором – доля в собственности. Ипотека с совместным участием применяется в основном при финансировании приносящей доход недвижимости.

¹⁰ Фридман Дж., Ордуэй Н. «Анализ и оценка приносящей доход недвижимости», М.: Дело, 1997, стр. 73

6. *Ипотека с дисконтом* (buydown permanent), байдаун – ипотека с пониженной ставкой по кредиту, выплачиваемой заёмщиком в обмен на повышенный дисконт. В основном дисконт устанавливается по кредитам, которые могут быть погашены досрочно в связи с тем, что амортизация кредита проходит за более короткий срок и, следовательно, выплаты по процентам будут значительно уменьшены по сравнению с полным сроком кредитования, соответственно снизятся и доходы кредитора. Обычно дисконт – это предварительная выплата, которую кредитор может вычесть из кредитной суммы. При этом реально заёмщик получает кредит меньше указанного в ипотечном договоре объёма на сумму дисконта, а все последующие процентные выплаты и выплаты по основному долгу за кредит определяются исходя из его полного объёма. Следует также отметить, что в ряде ипотечных технологий применяется «байап» (buyup) – принцип, обратный байдауну: повышенная ставка по ипотечному кредиту в обмен на соответствующее изменение суммы ипотечного кредита.

7. *Ипотека с добавленным процентом* – ипотека, предоставляющая заёмщику права досрочного погашения кредита. Добавленный процент прибавляется к процентной годовой ставке за кредит (за счёт чего увеличивается сумма ежемесячных кредитных выплат). В данном случае санкция за досрочную выплату кредита компенсирует кредитору банковские потери, вызванные сокращением кредитного срока. При этом в связи с удорожанием кредита первичная кредитная ставка устанавливается на более низком уровне по сравнению с рыночными ипотечными ставками. Этот инструмент аналогичен по технологии с ипотекой с дисконтом.

8. *Ипотека с обратным аннуитетом* – это обратная рентная ипотека или обратный ипотечный инструмент¹¹. При этом виде заимствования заёмщик получает кредит, который гасит последующей передачей прав на недвижимость в определённый договором срок. Закладная предназначена в основном для пенсионеров как дополнительное

¹¹ Розенберг Дж. М. «Инвестиции. Терминологический словарь», М.: Инфра – М, 1997, стр. 158

финансирование жизни владельца недвижимости – пожизненная рента. Кредит может быть структурирован так, что заёмщик – продавец недвижимости получает от кредитора ежемесячно (или в несколько приёмов) определённые части этого кредита или кредит может выплачиваться единовременно. Данный вид кредита является одной из разновидностей шаровой ипотеки, имеющей перевёрнутый вид. Если в обычной шаровой ипотеке платёж за взятый кредит выплачивается заёмщиком кредитору в конце срока кредитования в денежном выражении, в данном случае взятый кредит в конце кредитного срока погашается заёмщиком передачей кредитору всех прав на недвижимость.

9. Завершающая ипотека – вид вторичного (субординированного) финансирования, который представляет собой последнюю ипотеку, принимающую практически любой вид. В отличие от обычной последней (младшей) ипотеки завершающая ипотека включает в свой баланс кредитные балансы всех (или части) предыдущих ипотек.

10. Канадский ролл – оверный кредит – возобновляемая ипотека с плавающей или пересматриваемой ставкой. Условия кредита и ипотечная ставка периодически пересматриваются с учётом новых рыночных условий. Периоды фиксированной ставки различные, чаще ставка пересматривается через 3 – 5 лет, после чего изначально невыплаченное сальдо рефинансируется вновь предоставляемым кредитом. Возможно рефинансирование кредита с выдачей дополнительных кредитных сумм. В целом срок кредитования по договору обычно составляет 25 – 30 лет. Таким образом, данный вид ипотеки может включать как периодическое рефинансирование кредита (пересмотр среднесрочной ипотеки с постоянной ставкой) по новой ставке – закладная с периодически возобновляемым кредитом с изменением условий кредитования, так и периодическую корректировку ставки и других условий кредита, то есть применение плавающей ставки, изменяемой каждые 3 – 5 лет.

11. *Ипотечные инструменты с плавающими переменными ставками* (adjustable – rate mortgage, ARM, или variable rate mortgage, VRM) – это индексированные кредиты с автоматически изменяющимися ставками, отражающими движение выбранных и определённых договорами ставок финансового рынка или различных инфляционных показателей¹². Корректировка этих ставок производится в определённый договором срок. Интервал этих изменений может быть различным – 6, 12 или 24 мес., но он может изменяться и в пределах от 1 мес. до 5 лет. Чаще ставка индексируется ежегодно в зависимости от условий кредитования и вида ипотеки в соответствии с определённым договором индексом. Таким образом, полностью индексированная ставка (при которой изменения амортизационных платежей постоянно зависят от изменения индекса) в течение всего срока кредитования даёт кредитору изначально выбранную маржу, то есть зачастую банковская маржа практически не зависит от текущей стоимости индекса и всегда постоянна. Эффективность плавающей ставки складывается из того, что она обычно привязывается к определённым базовым рыночным ставкам, которые изменяются в зависимости от инфляционных процессов. Остаток долга по долгосрочному кредиту пересчитывается уже исходя из этой новой ставки, в соответствии с чем новый график платежей всегда рассчитывается на основе необходимой положительной амортизации кредита. Необходимо также отметить, что ввиду повышенной рискованности данных инструментов законодательно устанавливаются ограничители процентных ставок, а именно: минимальная ставка – ставка «флор» и максимальная – ставка «кэп».

12. *Ипотека с выплатой по возрастающей* (growing equity mortgage, GEM), ипотечный кредит с растущей маржой – сложная многовариантная схема ипотечного инструмента с фиксированной ставкой в первые годы кредитования. Если первоначальный период с применением стандартного залогового инструмента продолжается более года, то ипотека называется «степ – GEM». Период последующей градуации обычно год. Ставка градуации – процентный прирост суммы выплат –

¹² Фёдоров Б.Г. «Англо – русский банковский энциклопедический словарь», СПб.: Лимбус – пресс, 1995, стр. 56

устанавливается договором исходя из необходимости положительной амортизации кредита. Своеобразие этой ипотеки в том, что технологически инструмент может включать применение как фиксированной, так и переменной ставки поочередно. Ипотека GEM - это одна из разновидностей ипотечного кредита с изменяемыми (уменьшающимися) сроками кредитования.

13. Ипотека с переменной процентной ставкой и возрастающими платежами в счёт погашения объединяет черты ипотеки с дифференцированными возрастающими платежами (ипотеки с постоянной ставкой) и ипотечного кредита с переменной процентной ставкой, которая постоянно изменяется в соответствии с изменениями рыночных индексов или показателей. В первые 10 лет банками предоставляется льготная оплата кредита (кредит с частичной отрицательной амортизацией) с последующим пересчётом всех недоплат до полной положительной амортизации кредита. Данный инструмент более равномерно распределяет риск процентной ставки между заёмщиком и кредитором, чем многие другие виды ипотек.

14. Ипотека «Уочовии» (Wachovia adjustable mortgage) разработана банком «Северная Каролина». Она считается разновидностью закладной с регулируемой процентной ставкой¹³. Первоначальная ставка определяется принятой базовой рыночной ставкой, далее формально, для расчётов ставка корректируется каждые 3 месяца, однако сами платежи остаются неизменными в течение 5 лет, по прошествии которых происходят перераспределение долей оплаты за процентную ставку и за основную сумму долга, а также уже действительная привязка кредитной ставки к реальной рыночной. Таким образом, ставка пересматривается каждые 5 лет. При этом корректировка платежей производится с увеличением или уменьшением платежей в зависимости от необходимой амортизации кредита в рамках 25% стоимости ежемесячных выплат. По прошествии 25 – летнего срока кредитования (при сроке кредита 30 лет) последняя корректировка платы за

¹³ Розенберг Дж. М. «Инвестиции. Терминологический словарь», М.: Инфра – М, 1997, стр. 173

кредит может превышать 25% при необходимости полной амортизации кредита в срок. Если увеличение процентной ставки всё же не позволяет полностью оплатить кредит в срок, данная технология кредитования предусматривает также дополнительную возможность его рефинансирования.

1.3. Институциональные особенности организации ипотечного кредитования и механизмы формирования ресурсов ипотечного кредитования.

В каждой стране институциональный состав системы ипотечных кредитных институтов существенно дифференцирован¹⁴.

В США на первичном ипотечном рынке в последние годы функционируют коммерческие банки, специализированные ипотечные институты и ссудо-сберегательные ассоциации.

Коммерческие банки предоставляют ссуды как под залог жилых объектов, так и под залог сельскохозяйственной, коммерческой и промышленной недвижимости. Их деятельность ограничена определёнными территориальными рамками и строго контролируется соответствующими органами. Нередко при коммерческом банке существует специализированный ипотечный кредитный институт – ипотечная компания (деятельность которой менее ограничена), что позволяет банку наиболее эффективно диверсифицировать свою деятельность, снижая при этом риски кредитования.

Ссудо-сберегательные ассоциации специализируются, главным образом, на жилищном ипотечном кредитовании. В начале 80-х годов произошли значительные изменения (не в пользу ссудо-сберегательных ассоциаций) в распределении ипотечной задолженности между основными кредиторами. Государство отреагировало снижением своего вмешательства в функционирование данного звена системы ипотечных кредитных

¹⁴ См. приложение №1

институтов, что привело к краткосрочному подъёму сберегательной отрасли (1983 – 1985 гг.). Однако уменьшение государственного регулирования, направленного на достижение безопасности и устойчивости сберегательных учреждений, углублении проблем, вызванных недостатками системы страхования депозитов, спад на рынке недвижимости привели к сильному сберегательному кризису (вторая половина 1980-х годов). В целях его преодоления Конгрессом США были установлены новые ограничения, ужесточён надзор за деятельностью сберегательных ассоциаций, а также выделены средства для решения проблем обанкротившихся институтов.

В США действует также Федеральная система фермерского кредита (ФСФК), объединяющая около 800 мелких кооперативных банков и ассоциаций. Центральным звеном системы являются 37 банков, организованных по региональному признаку¹⁵. Двенадцать федеральных земельных банков нередко субсидируют и гарантируют кредиты ФСФК. Данная система, наряду с сельскохозяйственными коммерческими банками, играет значительную роль в развитии сельского хозяйства.

Анализ показывает, что в Германии в отличие от США ипотечным кредитованием занимаются преимущественно специализированные кредитные институты: ипотечные банки (история которых насчитывает более 200 лет) и сберегательные учреждения.

Наиболее широко представлены частные ипотечные банки. В их функции входит долгосрочное кредитование жилищного строительства и приобретения жилья, инвестирование в промышленность и сельское хозяйство, осуществляемое под ипотеку. Мобилизация ресурсов осуществляется путём выпуска закладных листов.

Группа государственных ипотечных банков, по характеру активных операций близких к частным, достаточно малочисленна. Источниками формирования их ресурсов, наряду с выпуском закладных, являются вклады.

Большое значение в системе ипотечного кредитования играют строительные сберегательные кассы.

Несколько отличается состав ипотечных кредитных институтов и в Великобритании. Наиболее распространёнными ипотечными кредиторами являются строительные общества, коммерческие банки, а также страховые компании.

Строительные общества, аккумулируя мелкие сбережения населения (краткосрочные вклады), занимаются долгосрочным ипотечным жилищным кредитованием. Доля данных институтов в совокупном объёме ипотечных кредитных операций в 1990 году составляла 61.4%¹⁶. (Доля коммерческих банков была соответственно 29.7%).

Во Франции основными ипотечными кредиторами являются крупные коммерческие банки (в середине 90-х годов – 130 млрд. фр. Кредитов, или около 40 % от общего объёма)¹⁷; средние банки и взаимосберегательные институты и сберкассы. Основной категорией заёмщиков по ипотечным ссудам являются дилеры по недвижимости, а также индивидуальные покупатели жилья.

Во Франции также функционирует старейший полугосударственный банк – Французский земельный кредит, который занимается кредитованием преимущественно жилищного строительства. Банк выпускает ипотечные долговые обязательства, получает кредиты на финансовом рынке. Заёмщики данного кредитного института нередко получают государственную поддержку в форме льготных процентных ставок.

Обращаясь к мировой практике, можно выделить следующие отличительные черты современных систем ипотечных кредитных институтов:

- в рамках систем представлены ипотечные институты разных форм собственности (государственные, общественно – частные), при этом роль государственных ипотечных кредитных институтов постепенно снижается;
- существуют банковские и небанковские ипотечные институты;

¹⁵ Л.Рябенко «Особенности организации ипотечного кредитования в мировой банковской практике», Аудитор №1-2, 1999г., стр.78

¹⁶ Л.Рябенко «Особенности организации ипотечного кредитования в мировой банковской практике», Аудитор №1-2, 1999г., стр.79

¹⁷ там же

- ипотечными операциями занимаются как специализированные, так и универсальные банки (в большинстве стран роль последних возрастает);
- некоторые ипотечные институты специализируются только на одном направлении ипотечного кредитования (например, на жилищной ипотеке), другие же оперируют на всём рынке ипотечных кредитов;
- доля отдельных групп ипотечных институтов на рынке ипотечного кредитования, развитие операций на данном рынке во многом определяются сложившейся конкуренцией, потребностями субъектов рынка недвижимости, а также государственными приоритетами;
- в настоящее время возрастают связи и взаимодействие между ипотечными институтами и другими финансовыми, в том числе страховыми, учреждениями, растёт число совместных услуг и взаимных операций;
- в последнее десятилетие на рынках ипотечного кредитования наблюдается усиление конкурентной борьбы между «традиционными» для каждой страны ипотечными кредиторами и пришедшими на этот рынок новыми ипотечными учреждениями, результатом чего стало некоторое снижение стоимости ипотечных ссуд, а также сокращение нормы прибыли ипотечных кредитных институтов (в настоящее время составляет около 1.5%¹⁸).

Роль государства в большинстве стран сводится к определению общей стратегии развития системы ипотечного кредитования, к выполнению функций надзора и контроля за деятельностью субъектов ипотечного рынка; нередко данная система используется в качестве проводника государственной социальной политики.

Что касается общих моделей организации ипотечного кредитования, то основных их в сущности три, и различаются они прежде всего в принципах формирования ресурсов для ипотечного кредитования:

¹⁸ Г.А.Цылина. «Ипотека: жильё в кредит». М.2001.стр. 61.

- депозитный механизм (система сбережений);
- одноуровневая модель, когда банк самостоятельно рефинансирует ипотечные кредиты за счёт выпуска закладных листов (ценных бумаг облигационного типа);
- модель рефинансирования путём эмиссии ипотечных ценных бумаг, имеющих коллективную гарантию (обеспеченных пулом закладных).

На первичном рынке кредитор и заёмщик непосредственно вступают в договорные отношения друг с другом. Участниками первичного рынка выступают, с одной стороны, граждане, которым выдаётся этот кредит, а с другой — коммерческие банки, ипотечные компании и другие учреждения, предоставляющие гражданам кредиты под залог недвижимости.

Депозитный механизм (система сбережений).

Ключевым отличительным признаком является принцип функционирования. При таком принципе совокупный портфель кредитных ресурсов не заимствуется на открытом рынке капиталов, а целенаправленно формируется за счёт привлечения сбережений будущих заёмщиков по принципу депозитного накопления.

Источником ресурсов для системы стройсбережений являются вклады граждан, плата заёмщиков за пользование жилищным займом, а также государственная премия, которая выплачивается в соответствии с контрактом о строительных сбережениях при условии, что вкладчик в течение определённого периода вложил на свой счет определённую сумму (классическая форма контрактных сбережений - строительные сберегательные кассы). Жилищный кредит может получить только вкладчик стройсберкасс по истечении определённого времени, в течение которого он ежемесячно делал вклады на установленную в контракте сумму. Процентные ставки (как на вклад, так и на кредит) фиксированы на всё время действия контракта. Погашение жилищного займа осуществляется в течение срока, определённого в контракте о стройсбережениях. При этом рынок кредитов формируется вокруг специализированных сберегательно-ипотечных

кредитных учреждений — строительно-сберегательных касс (Vausparkasse — в Германии).

Кассы имеют возможность выдавать кредиты по ставкам ниже рыночных, поскольку сами привлекают средства по ставкам ниже рыночных. Дело в том, что вкладчиками и заёмщиками строительно-сберегательных касс являются одни и те же люди — члены кассы. Низкая доходность депозита — своего рода плата за право получить ипотечный кредит по низкой ставке. Таким образом, взаимодействие делится на два периода — период накопления и период кредитования. Сначала вкладчик заключает контракт (отсюда название — контрактная сберегательная система), согласно которому берёт на себя обязательство вносить в течение определённого времени деньги на депозит и хранить их, получая доход по оговорённой низкой ставке. Сумму ежемесячных выплат и срок накопления он выбирает сообразно своим возможностям и потребностям. Касса в свою очередь берёт на себя обязательство предоставить ему по окончании периода накопления ипотечный кредит по низкой ставке.

Из-за невысокой ставки процента суммы ежемесячных выплат по кредиту оказываются приблизительно такими же, какими были ежемесячные накопительные взносы. Условия контракта основаны на расчёте, призванном обеспечить соответствие пассивов и активов кассы по сумме и срокам.

Таким образом, привлечение средств на финансирование выдачи кредитов основывается на следующем¹⁹:

- финансирование не зависит от рынка капитала;
- процентная ставка по ссуде устанавливается в самом начале и является невысокой, поэтому для вкладчика (изначально — держателя депозита) отсутствует риск из-за колебания процентов;
- размер выплат кредитора точно устанавливается с самого начала.

¹⁹ Кудрявцев В.А. Кудрявцева Е.В. «Основы организации ипотечного кредитования» - М.:Высш.шк. 1998, стр.45.

«Депозитный» механизм привлечения средств в ипотечное кредитование имеет свои особенности для России и вовсе не претендует на абсолютную идеальность. Во-первых, в условиях значительного подъёма рыночных процентных ставок возрастает риск изъятия вкладчиками своих низкодоходных депозитов, чтобы вложить их в высокодоходные рыночные активы, даже потеряв возможность получить дешёвый ипотечный кредит. Во-вторых, существует риск возможности снижения реальных заработков заёмщика и, соответственно, его способности гасить выданный кредит, что наиболее актуально для указанной системы, поскольку будущий кредитор (банк) берёт на себя обязательство выдать ипотечный кредит в начале фазы накопления, т. е. задолго до начала реального кредитования, ну и кроме того, в сегодняшних условиях сложно будет убедить гражданина ежемесячно несколько лет вкладывать средства в какую-то кредитную организацию в ожидании ипотечного кредита.

Система закладных листов (одноуровневая система).

Закладные листы (ипотечные облигации) – долгосрочные ценные бумаги, представляющие собой долговые обязательства ипотечных кредитных институтов, обеспеченные заложенным в них недвижимым имуществом.

Для системы закладных листов характерно соединение функций эмитента закладных листов, кредитора, управляющей компании по обслуживанию ипотечных кредитов и закладных листов в одном лице (ипотечном банке). Обеспечение эффективности данной системы зависит от соблюдения следующих основных принципов её построения и функционирования:

1. Лицензирование. На эмиссию закладных листов необходима специальная лицензия. К получателям лицензии предъявляются определённые требования, такие как достаточность собственного капитала банка, надёжность источников образования уставного капитала, наличие обоснованного и детализированного бизнес-плана и др.

2. Принцип покрытия. Объём всех выпущенных ипотечным институтом закладных листов должен быть покрытым в любой момент через ипотечные ссуды. Сумма выпущенных в обращение листов не должна превышать общей суммы выданных ипотечным кредитным институтом долгосрочных ссуд, обеспеченных залогом недвижимого имущества. Процентные выплаты и погашение закладных листов производится из средств, полученных банком в погашение ипотечных ссуд. Закладные листы имеют двойное обеспечение: в виде денежной задолженности заёмщика по ссуде, а также в форме заложенного недвижимого имущества. Эмитентом закладных листов также создаётся резервный фонд, из которого погашаются проценты по закладным листам, в случае, если заёмщик не выплачивает процент по ссуде.
3. Предел покрытия. Только 60 – 70% заложенного имущества может быть привлечено в качестве покрытия для закладных листов. Размер ипотечного кредита, представляемого банком – эмитентом закладных листов составляет 60 – 70% от стоимости залога, соответственно и объём выпуска закладных листов составляет 60 – 70% от стоимости заложенной в банке недвижимости.
4. Регистр покрытия. Все активы, которые служат в качестве покрытия закладных листов, должны быть внесены в специальный регистр, в котором указываются характеристики заложенного объекта, номинальная сумма кредита, процентная ставка, взносы в погашение основного долга, стоимость залога, способ использования объекта залога. Выделяются доходные объекты, а также незавершённое строительство и земельные участки под застройку.
5. Преимущественное право держателей закладных листов. При банкротстве банка держатель залогового листа имеет преимущественное право на возмещение по обязательствам банка.

6. «Защитный вал». Активы, пассивы и деятельность, связанные с ипотечными кредитными операциями и выпуском закладных листов, должны быть строго обособлены от иной деятельности банка. Количество видов операций ипотечных банков, как правило, существенно ограничено законодательством; исключены операции с повышенным риском.
7. Надзор. В мировой банковской практике осуществляется строгий надзор за деятельностью ипотечных кредитных институтов. Контролируются: баланс; рентабельность банка; наращивание собственного капитала; соблюдение нормативов деятельности банков, установленных в соответствии с банковским законодательством (для ограничения уровня рисков); политика процентных ставок; внутренний и внешний аудит. Специфическим объектом контроля является соблюдение принципа покрытия. Для этого органом надзора для каждого банка назначается доверительное лицо (фидуциарий), который информирует орган надзора относительно обеспечения залогового покрытия. Фидуциарий контролирует достаточность покрытия и правильность внесения сведений в регистр покрытия. Он также снабжает ипотечные закладные листы сертификатами об их покрытии. Ему дано право на проверку всех документов банка, связанных с выпуском залоговых листов. Как правило регулируется доля собственных средств банка по отношению к объёму выпуска закладных листов.

Надзор за деятельностью ипотечных банков во многом обеспечивает стабильность системы ипотечных кредитных институтов. Эффективность надзора обеспечивается взаимодействием между органами надзора и ипотечными институтами.

Для обеспечения эффективности процесса мобилизации ресурсов ипотечного кредитования за счёт закладных листов необходимо наличие вторичного рынка закладных, в рамках которого обеспечивалась бы высокая ликвидность данных ценных бумаг, их доступность для инвесторов.

Система закладных листов при соблюдении важнейших принципов её построения и функционирования является относительно надёжной. В Германии, где формирование ресурсов ипотечного кредитования осуществляется путём выпуска закладных листов, с момента принятия в 1900 году закона об ипотечных банках не было зарегистрировано ни одного банкротства данного института.

Ипотечные облигации обращаются и на внутренних, и на международных рынках, котируются на ведущих биржах. В 1999 году совокупный объём рынка ипотечных облигаций стран – членов ЕС составил около 531 млрд. евро (из этого объёма 44% приходилось на Германию, 29% - на Данию, 15 % - на Швецию)²⁰. Ипотечные облигации составляют значительную долю в инвестиционных портфелях страховых компаний и других финансовых институтов.

Рефинансирование путём эмиссии ипотечных ценных бумаг, имеющих коллективную гарантию (обеспеченных пулом закладных).

Данный метод был впервые применён в США , где и является в настоящее время доминирующим. Процесс рефинансирования ипотечных ссуд путём эмиссии ценных бумаг, обеспеченных пулом закладных, в США получил название секьюритизации (securities – ценные бумаги). Механизм секьюритизации предполагает, как правило, разграничение функций ипотечного кредитора и эмитента ценных бумаг (в целях привлечения ресурсов для ипотечного кредитования). Такое разграничение позволяет первичному ипотечному кредитору улучшить свои показатели ликвидности за счёт удаления с баланса долгосрочных ипотечных кредитов, трансформации их в ликвидные активы; снизить свои риски, возникающие в процессе ипотечного кредитования (происходит перераспределение рисков между субъектами данного процесса); увеличить объёмы кредитных операций. Секьюритизации подлежат однотипные ипотечные ссуды, обладающие стандартными характеристиками (чаще всего жилищные ссуды). Первичный

²⁰ см. приложение №2

кредитор продаёт принадлежащие ему обязательства специализированной организации, которая занимается аккумуляцией ресурсов для ипотечного кредитования, путём выпуска ипотечных финансовых инструментов, имеющих коллективную гарантию. (более подробно смотри в пункте 1.5)

Механизм предполагает наличие специальных агентств — операторов вторичного рынка, основная функция которых на рынке — скупка ипотечных кредитов, формирование их в пулы по стандартным качественным характеристикам и выпуск на их основе ипотечных ценных бумаг (MBS). Основной приток кредитных ресурсов осуществляется со специально организованного для этой цели вторичного рынка ценных бумаг, обеспеченных закладными на недвижимость.

Агентства, купив некоторое количество ипотечных кредитов (закладных) у коммерческих банков, собирают их в пулы и создают на основе каждого новую ценную бумагу (наиболее распространенной из которых и является ценная бумага, обеспеченная ипотекой (MBS)). Источником выплат по MBS являются платежи заемщиков по ипотечным кредитам. Однако MBS — это ценная бумага агентства, и выплаты по ней гарантированы, в том числе этой структурой, а не только залогом недвижимости. Агентства реализуют MBS на фондовом рынке и затем тоже выступают как посредники, передавая инвестору, купившему ценную бумагу, выплаты агентству от банка за вычетом своей маржи.

Для повышения надёжности ценных бумаг институтами, управляющими потоками платежей в счёт погашения ипотечных ссуд, создаются резервные фонды. Кроме того, практикуется вовлечение в процесс секьюритизации страховых компаний, которые в случае невыполнения заёмщиками обязательств по кредитам осуществляют необходимые выплаты инвесторам. Страховые выплаты в пределах договора страхования позволяют инвесторам избежать последствий задержек выплат, связанных с процедурой обращения взыскания. В большинстве стран в организации процесса секьюритизации активное

участие принимает государство в лице крупных государственных и полугосударственных организаций, оперирующих на вторичном рынке ипотечных ссуд.

В последнее десятилетие механизм секьюритизации (адаптированный к конкретным условиям) получает всё более широкое распространение в мировой практике. Рефинансирование ипотечных кредитов в рамках вторичного рынка путём секьюритизации является, на мой взгляд, наиболее рациональным методом управления активами ипотечного кредитного института. Однако существуют определённые объективные ограничения. Так, применение данного механизма рефинансирования невозможно в отношении нестандартных ипотечных ссуд.

Ставка, по которой специализированные агентства — операторы вторичного рынка покупают ипотечные кредиты (закладные), зависит от той ставки доходности по ценным бумагам агентства, на которую в принципе согласны инвесторы. В частности, в США причина, по которой инвесторы соглашались на невысокую доходность MBS, заключается не только в обеспеченности обязательств по ним пулом закладных (залогом недвижимости), но и обязательствами агентств, за которыми стоит государство. Это дает возможность рассматривать ценные бумаги ипотечных агентств как практически безрисковые и позволяет вкладываться в них самым консервативным инвесторам, таким, как пенсионные фонды, а следовательно, обеспечивает переток в ипотечные кредиты самых дешёвых на рынке ресурсов.

Реализация данного механизма привлечения ресурсов может быть обеспечена лишь при условии создания расширенной инфраструктуры ипотечного рынка, как правило, при определенном содействии государства и как минимум при его частичном контроле за эмиссией ценных бумаг, обращающихся на вторичном рынке.

В России если такие ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, не получат госгарантию (либо гарантии субъектов РФ), инвесторы сочтут их высокорискованными инструментами, требующими высокой доходности. Механизм привлечения ресурсов

работает в условиях стабильной экономики, надёжной кредитно-финансовой системы, высокоразвитого фондового рынка, поддержки государства.

1.4. Государственное содействие ипотечному бизнесу.

Несмотря на принципиально различный подход к процессу мобилизации кредитных ресурсов и организации самого кредитования, общим для рассмотренных выше моделей является то, что процесс их практического функционирования сильно и всесторонне должен поддерживаться государством, включая систему правового, лицензионного и финансового регулирования данной деятельности, предоставление государственных гарантий.

Успешное формирование и развитие систем ипотечного кредитования возможно благодаря активной политике государства, направленной на прямую поддержку и развитие национальной ипотечной системы. Данный вывод важен для правильного понимания роли государства в формировании национальной системы ипотечного кредитования в странах с переходной экономикой.

Как показывает мировой опыт, методы проведения экономической политики в области формирования и развития системы ипотечного кредитования можно методологически разделить на методы общего регулирования и специальные методы, характерные только для рынка ипотечного кредитования. Общие методы экономической политики в свою очередь разбиваются на методы кредитно-денежной политики и методы налоговой политики. Методы кредитно-денежной политики направлены на изменение денежного предложения с целью регулирования совокупного объема производства, занятости и уровня цен. К основным методам относятся: регулирование ставки рефинансирования (учётной), проведение операций на открытом рынке с государственными ценными бумагами, регулирование норм резервов коммерческих

банков. Методы фискальной политики направлены на стимулирование проведения операций ипотечными заёмщиками, кредиторами и инвесторами в ипотечные бумаги и заключаются в снижении или отмене отдельных налогов.

К специальным методам правительства относятся:

1. Инициирование создания специальных организаций — операторов вторичного рынка с целью его развития (США, Канада)²¹. Специальные агентства, использующие государственные гарантии и имеющие специальный статус, привлекают более дешёвые фонды для рефинансирования ипотечных кредитов, по сравнению с частными. Кроме того, они могут использовать бюджетные средства (кредитную линию казначейства).

2. Стимулирование специализированных кредиторов — создание специальных законов, регулирующих деятельность специализированных кредитных учреждений, основными активами которых являются закладные (Германия, Дания, Франция и др.).

3. Государственная стандартизация условий выдачи ипотечных кредитов. Нацелена на повышение доверия к ипотечным ценным бумагам, выпущенным под обеспечение кредитов, выданных по единым стандартам (США, Германия, Канада, Дания и др.).

4. Стимулирование первичных и вторичных рынков закладных с помощью программ государственного страхования (США, Канада и др.).

5. Прямое регулирование процентных ставок.

6. Стимулирование заёмщиков за счёт кредита: субсидирование ставок по ипотечным кредитам, субсидии на оплату первого взноса, премии по накопленным средствам (Германия, Франция, Австрия и др.).

7. Осуществление программ ипотечного кредитования за счёт средств бюджета (Испания, Индия и др.).

Помимо анализа опыта развития ипотечного кредитования в развитых странах крайне важно для понимания наиболее эффективного пути развития ипотечного кредитования в России проанализировать опыт развития ипотечного кредитования в

других странах с переходной экономикой, экономическая ситуация в которых схожа с российской.

1.5. Технология продажи ипотечного кредита. Секьюритизация.

Ипотечные банки за рубежом занимаются выдачей, обслуживанием и продажей ипотечных кредитов. Обычно после продажи ипотечного кредита у выдавшего кредит ипотечного банка остаётся оговоренное в контракте право на обслуживание кредита, т.е. право за определённое вознаграждение собирать платежи, вносимые заёмщиком в счёт погашения основного долга, и выплаты процентов по кредиту.

На первичном рынке кредиторы выдают ипотечные кредиты. Для обеспечения быстрого возврата кредита они могут продать выданные ипотечные кредиты инвесторам на вторичном рынке.

В этом случае кредитные учреждения не привлекают вкладов, начальные операции финансируются за счёт собственного капитала и срочных займов. Ипотечные банки предоставляют ссуды и обслуживают их. Но, выдав кредит, банк продаёт его третьему лицу – инвестору. Продаёт непосредственно или путём выпуска ценных бумаг, обеспеченных пулом ипотечных кредитов. Вырученные средства снова пускаются в оборот в виде новых займов.

Прибыль ипотечных банков складывается из сборов за предоставление кредитов и платежей за их обслуживание. При продаже кредитов ипотечные банки обычно сохраняют за собой ответственность за их обслуживание.

Развитие данной модели организации жилищного финансирования предполагает наличие вторичного ипотечного рынка.

Вторичный ипотечный рынок – это рынок, на котором продаются уже выданные ипотечные кредиты.

²¹Сборник материалов. Модель вторичного рынка ипотечных кредитов: опыт США. М.: Институт экономики города, 1995, стр.45

Формы продажи ипотечных кредитов могут быть следующими²²:

1. Продажа всей суммы выданного ипотечного кредита.
2. Продажа права на долевое участие в выданном кредите, позволяющее инвестору получать свою долю возвращаемого кредита и процентов по нему.
3. Продажа пулов (англ. Pool – общий котёл), которые представляют собой сгруппированные в пакеты ипотечные кредиты (закладные), или долевое участие в них. На основе пулов могут быть выпущены ценные бумаги, обеспеченные этими ипотечными кредитами.

Необходимо отметить, что ипотечный пул – это сгруппированные по определённым конкретной целью сходным характеристикам закладные под недвижимость для дальнейшей перепродажи их на финансовых рынках в различных видах. Поэтому каждый пул содержит уникальный набор кредитов. Структура сгруппированных кредитов может формироваться исходя из самых разных показателей. Эффективно структурировать кредитные долги: объединить кредиты по видам недвижимости, процентных ставок, применяемых инструментов, субординированности кредита, по срокам (в этом случае в расчёт обычно берётся только оставшийся срок кредитования) и т.д. исходя из конкретных целей секьюритизации, определить показатель (или показатели), на основе которого будет формироваться ипотечный пул, - это одна из главных, достаточно сложных инвестиционных задач.

Здесь надо сказать, что аналогично продаже права на долевое участие в кредите может быть продано право на долевое участие в самом ипотечном пуле (пакете кредитов).

Возвращаясь к секьюритизации необходимо отметить, что в более общем смысле это понятие можно определить как процесс превращения неликвидных финансовых инструментов в новые ликвидные инструменты (ценные бумаги). Относительно ипотеки – это трансформация банковских неликвидных ипотечных кредитов в ценные жилищные

²² И.Т.Балабанов «Экономика недвижимости» - С.Пб: Питер, 2000, стр.172

бумаги. При этом с созданием новых инструментов под залоговые кредиты (ипотечные долги) происходит как бы «переупаковка» долгов (кредитных портфелей) в жилищные ценные бумаги в целях придания им большей привлекательности для последующей продажи конечным инвесторам.

Процесс образования пулов также можно отнести к «переупаковке» долгов на предварительной стадии секьюритизации или предпродажном этапе работы с ипотечными долгами. Приобретённые пулы ипотек («упакованные» кредиты) могут «распаковываться» финансовыми институтами, делиться, сегментироваться на части с определёнными одинаковыми или сходными характеристиками кредитов исходя из имеющегося набора ипотек, конкретных задач, а также в целях придания им необходимых функций. В частности, это может проводиться в целях увеличения или уменьшения доходности, изменения рискованности бумаги, выхода на заданные временные или конструктивные параметры и т.д. Далее инструменты «упаковываются» в новые пулы этим или следующим инвестором и таким образом на базе «упакованных» или «переупакованных» пулов создаются секьюритизированные активы (здесь необходимо отметить, что процесс секьюритизации может осуществляться и на первичном рынке). Причём кредитные пулы (или их часть) могут какое – то время оставаться частью кредитно – финансового портфеля, продаваться целиком или «распакованными».

В данной инвестиционной технологии владельцы секьюритизированных ценных бумаг – конечные инвесторы – являются непосредственными обладателями доли пула, на основе которого созданы эти инструменты. Таким образом, секьюритизация кредитных долгов через ипотеку превращает недвижимость как реальный актив в надёжный, оптимально работающий дополнительный финансовый капитал, в фондовые инвестиции, постоянно пополняющие кредитные ресурсы, более того, что особенно ценно, - в «длинные деньги», за счёт чего эффективно решается проблема банковской ликвидности кредитных институтов и жилищного инвестирования.

Задолго до создания вторичного рынка банки и другие кредитные учреждения по залоговому кредитованию всегда продавали различные виды жилищных ценных бумаг в целях уменьшения разрыва между активами и пассивами для обеспечения нормальной деятельности банка, повышения банковской ликвидности. Разница была лишь в том, что банки продавали собственные бумаги, обеспеченные выданными ими же ипотечными кредитами. Погашение ценных бумаг они осуществляли сами в основном за счёт последующих взносов заёмщиков по ипотечному кредиту, выпуска новых бумаг и рефинансирования старых, а также других источников.

Решение проблемы ограниченности банковских ресурсов и нахождения нового источника поступления средств для выдачи новых кредитов путём продажи ипотек с последующей эмиссией ценных бумаг, выпущенных на их базе, т.е. трансформации неликвидных кредитов (ипотечных долгов) в ликвидные ценные бумаги, отличается от ранее принятого способа эмиссии тем, что реинвестирование кредитного долга в жилищные ценные бумаги осуществляет другое финансовое учреждение. При этом, несомненно, остаток баланса долговых обязательств по ипотечным кредитам более чётко соответствует объёму эмитированных ценных бумаг, что предполагает большую стабильность и надёжность общего финансового и инвестиционного рынка.

Глава 2 Практика выпуска ипотечных ценных бумаг за рубежом.

2.1 Ипотечные ценные бумаги в США

Крупнейшим рынком ипотечного кредита в мире являются США. Специального законодательства, регулирующего ипотечное кредитование, здесь нет, что, в общем, характерно для США как страны с прецедентной системой права.

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

В 30-е годы в США возникла система государственной поддержки ипотечного кредитования. В 1933 г. в стране была создана Федеральная жилищная администрация (Federal housing administration, FHA).

Она могла непосредственно предоставлять кредиты на покупку и приобретение дома, но основное направление её деятельности — страхование кредитов, выдаваемых кредитными учреждениями. Благодаря *FHA* за 30—40 лет удалось увеличить средний срок кредитов, а также поднять коэффициент покрытия с 80 до 95%.

В 1938 г. была создана государственная Федеральная ипотечная ассоциация — «Фанни Мэй», в задачу которой входило поддержание стабильности на рынке ипотечного кредитования путем покупки закладных у первичных ипотечных ссудодателей, т.е. речь шла о рефинансировании и создании вторичного рынка ипотечных кредитов.

В 1968 г. из «Фанни Мэй» была выделена Государственная национальная ипотечная ассоциация — «Джинни Мэй», а сама «Фанни Мэй» стала частной публичной

корпорацией. Тем не менее она по-прежнему действует на основе закона 1938 г. и контролируется Министерством жилищного строительства и городского развития и Министерством финансов. Согласно своему уставу корпорация может приобретать только жилищные ипотеки. Свои пассивы она образует за счет выпуска собственных ценных бумаг и размещения их на внутреннем и внешнем рынках. В настоящее время «Фанни Мэй» превратилась в крупнейшего инвестора в жилищные ипотеки. Ей принадлежит четвертая часть всех закладных в США.

В США существует также Федеральная корпорация ипотечного кредитования «Фредди Мак», которая выполняет схожие с Джинни Мэй и Фанни Мэй функции. Фанни Мэй и Фредди Мак являются организованными правительством институтами (Government sponsored enterprises, GSEs), то есть контролируются Конгрессом США, но находятся в частной собственности (акционированы). Все три агентства занимаются приобретением ипотечных ссуд (закладных) или гарантируют пулы подобных ссуд, предоставляемые для гарантии различными финансовыми институтами. Далее агентства осуществляют секьюритизацию ипотечных ссуд, упаковывая приобретённые ипотеки в пулы и фрагментируя весь пул ипотек, и, наконец, распространяют ценные бумаги через дилерскую сеть инвесторам.

Первым типом ценных бумаг, обеспеченных ипотечным кредитом стали ипотечные ценные бумаги «прямого действия» (так называемые pass – through – «переводные» ценные бумаги), которые впервые были выпущены и гарантированы Джинни Мэй в 1970 году²³. Вскоре Фанни Мэй и Фредди Мак стали выпускать свои аналогичные ипотечные ценные бумаги.

В настоящее время существует несколько разновидностей этих ценных бумаг. Покупая ценные бумаги, инвестор приобретает неделимую долю в пуле ипотечного кредита, приносящую денежный доход (pro rata).

²³ Рубцов Б.Б. Современные системы финансирования ипотечных кредитов и рынки ценных бумаг, обеспеченных недвижимостью //Банковские услуги -М., 1999,-N 4—Стр. 26.

Пул имеет купоны на получение доходов, даты выпуска и погашения. А также даты регулярных выплат «купонного дохода». Каждый пул обладает собственными уникальными характеристиками, отражающими специфику ипотечных кредитов, на основе которых выпущены соответствующие ценные бумаги.

Ценные бумаги, аналогичные бумагам «прямого действия», выпускают и частные эмитенты, как правило, этим занимаются дочерние компании инвестиционных банков и строительных корпораций. Их бумаги не являются общими обязательствами эмитента. Эмитент лишь уступает права на ипотечные кредиты и передает их в специальный траст. За эмитентом остается обязанность обслуживания ссуды и право на получение за это комиссионных, а инвестор получает долю в пуле ипотечных кредитов и право на *pro rata* финансовых потоков. Выплаты по процентам плюс плановые и внеплановые выплаты основных сумм кредитной задолженности ежемесячно передаются инвестору, и, как правило, организация, обслуживающая ссуду, гарантирует выплаты инвесторам в случае непоступления платежей от заёмщиков.

Частному эмитенту ценная бумага «прямого действия» даёт возможность продать активы, сохранив за собой доход от обслуживания кредитов. С момента, когда активы проданы, ценная бумага «прямого действия» не фигурирует в балансе эмитента, а прибыль или убыток проявляется в период продажи. Основной обязанностью эмитента (обслуживающего лица) является передача платежей по процентам и плановых и досрочных выплат основных сумм кредитной задолженности инвестору, при необходимости авансируя эти выплаты.

Следующая разновидность ипотечных ценных бумаг – это облигации обеспеченные ипотекой (*mortgage bonds*), которые имеют большее сходство с традиционными корпоративными облигациями, нежели с ценными бумагами «прямого действия». Данная облигация представляет собой общее долговое обязательство эмитента, обеспеченное ипотечными кредитами. Даты погашения и выплаты по такой облигации

известны заранее.

В отличие от ценных бумаг «прямого действия» выплаты по облигациям, обеспеченным ипотечными кредитами, не связаны с платежами по обеспечивающим их ипотечным кредитам. Предмет обеспечения и генерируемые им потоки денежных средств принадлежат эмитенту облигации, а сама облигация принадлежит инвестору.

Основным отличием облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами, от корпоративных облигаций является использование залогового обеспечения - эмитент вносит в качестве залога целые кредиты или ценные бумаги «прямого действия», которые необходимо воспринимать в целях настоящей работы как поток денежных средств с определёнными характеристиками.

Для защиты инвесторов стоимость залогового обеспечения регулярно сверяется с рыночными ценами и при необходимости залог пополняется таким образом, чтобы его хватило для выплаты номинальной стоимости облигаций и на накопление процентов в случае банкротств эмитента. Если стоимость залога опустится ниже установленного минимального уровня или в случае банкротства эмитента, должен вмешаться попечитель и, продав залог, погасить облигации.

Для эмитентов выпуск облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами, даёт следующие преимущества²⁴:

1. Облигации, обеспеченные ипотечными кредитами, — это долговые обязательства, позволяющие эмитенту сохранить своё право собственности на залоговые обеспечения, извлекая из этого выгоду; т. е. доход от платежей по ипотечным кредитам.
2. Данные облигации дают возможность подгонять структуру облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами, под потребности эмитента (по дате погашения и т. п.).

Выделяют ещё один тип ипотечных ценных бумаг - облигации «прямой оплаты»

²⁴ И.Т.Балабанов «Экономика недвижимости» - С.Пб: Питер, 2000, стр.174

(так называемые бумаги *pass-through*), объединяющие в себе свойства ценных бумаг «прямого действия» и свойства облигаций, обеспеченных ипотекой.

Облигация «прямой оплаты» представляет собой общее обязательство эмитента, обеспеченное ипотечными кредитами. Подобно ценной бумаге «прямого действия» такая облигация связывает поток денежных поступлений по ипотечным кредитам с потоком выплат по облигации. В то время как сроки платежей по залоговому обеспечению и по облигациям могут не совпадать (например, ежемесячные выплаты по залоговому обеспечению и полугодовые по облигации), доход, получаемый в виде платежей по основной сумме и процента по ипотечному кредиту, должен быть достаточным для того, чтобы покрыть выплаты по основной стоимости и процентного дохода по облигациям. Из-за связи между этими двумя потоками платежи по основной стоимости будут колебаться в зависимости от времени внеплановых основных выплат по залоговому обеспечению. Как и в случае облигаций, обеспеченных ипотекой, облигация «прямой оплаты» принадлежит инвестору, а эмитент сохраняет за собой владение предметом залогового ипотечного обеспечения.

Для эмитентов выпуск облигаций «прямой оплаты» даёт следующие преимущества²⁵:

1. Потоки платежей по залоговому обеспечению и по облигациям взаимосвязаны, поэтому механизм «прямой оплаты» требует меньшего «резервного запаса» обеспечения, чем необходимо для облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами. Следовательно, для одного и того же объема обеспечения можно выпустить большее число облигаций.
2. Механизм «прямой оплаты» не требует сверять стоимость залогового обеспечения с текущими рыночными ценами, что позволяет избежать расходов на пополнение предмета залога.
3. Облигация «прямой оплаты» может быть легко приспособлена к требованиям особого

²⁵ И.Т.Балабанов «Экономика недвижимости» - С.Пб: Питер, 2000, стр.175.

графика выплат процентного дохода или срока погашения.

4. Механизм «прямой оплаты» позволяет эмитенту воспользоваться низкодоходными ипотечными кредитами для получения наличных денежных средств, не продавая активы с убытком.
5. Облигации «прямой оплаты», включающие страхование и резервирование наличных средств, являются надёжными долговыми инструментами.

Ещё одним типом ипотечных ценных бумаг являются залоговые ипотечные обязательства или ЗИО (Collateralized mortgage obligations или Real Estate Mortgage Investment Conduit (с 1986 года)) — это многоклассовые облигации «прямой оплаты», имеющие несколько выпусков.

Они означают общие обязательства эмитента, обеспеченные ипотеками в различных формах. В состав обеспечения ЗИО могут входить:

- Ипотечные ценные бумаги «прямого» действия Джинни Мэй, Фанни Мэй и Фредди Мак,
- Несеkjюритизированные ипотечные кредиты застрахованные Федеральной жилищной администрацией или гарантированные Департаментом по делам ветеранов США,
- Несеkjюритизированные ипотечные кредиты банков или иных институтов обеспеченные исключительно недвижимостью и не застрахованные и не гарантированные правительственными агентствами,
- Сочетание всех вариантов.

Потоки платежей, генерируемые предметом залога, связаны с потоками платежей по облигации. На каждую дату выплат по облигациям будет получено достаточно денежных средств от предмета залога для выплаты всех процентов и части суммы основного долга по облигациям. По залоговым ипотечным обязательствам выплаты по основной сумме производятся отдельно по одному траншу по порядку, а по следующему траншу только после выплаты по предыдущему траншу. Каждый транш имеет фиксированную

дату погашения и определенную купонную ставку. Выплаты по облигациям ранжированы, т. е. выплаты процентов имеют наивысший приоритет, затем идут выплаты по основной сумме долга для первого транша, затем — для второго транша и т. д. После завершения выплат по процентам все оставшиеся в распоряжении денежные средства идут на выплаты основного долга по траншу с наиболее ранним сроком погашения. Этот процесс продолжается до тех пор, пока не будет изъят из обращения последний транш облигации.

Существуют также «накопительные облигации». По накопительным облигациям выплаты как суммы основного долга, так и процентов производятся только после того, как будут погашены все предыдущие транши.

По существу, такая облигация представляет собой обязательство с отсроченными процентными выплатами. Они напоминают облигации с нулевым купоном до тех пор, пока не погашены все предыдущие транши, т. е. серии.

Накопительные облигации называют также «Z-облигациями». По этим облигациям выплачивается вся накопленная на текущий момент сумма, представляющая выплаты как по процентам, так и по сумме основного долга. Эта сумма складывается из изначального баланса основного долга и накопившихся сложных процентов.

Преимущество технологии ЗИО заключается в том, что за счёт деления на транши отодвигаются риски досрочного погашения ипотечных кредитов, в связи с чем степень доходности бумаги пропорциональна степени удалённости рисков. С первых, более доходных траншей часть доходности снимается и переносится на последний транш, обладающий самым большим риском и, соответственно, максимальной доходностью.

В зависимости от видов первичных ипотечных инструментов, которые были рассмотрены в пункте 1.2 настоящей работы, закладываемых в основу пула, ипотечные ценные бумаги (Mortgage backed securities, MBS) могут быть Standard MBS (на основе пула стандартных MBS с фиксированной процентной ставкой), Adjustable Rate Mortgage MBS (на основе пула закладных с изменяющейся процентной ставкой), а также выделяют

Stripped MBS (ипотечные ценные бумаги, структурированные таким образом, что на основе пула выпускаются два типа инструментов: в первом в основе лежат процентные платежи, во втором — основная сумма долга).

Джинни Мэй гарантирует все выплаты по своим ценным бумагам «прямого» действия и ЗИО, включая выплаты по основной сумме и выплаты процентов, и, в свою очередь, эти гарантии обеспечиваются Правительством США²⁶. Это означает, что держатели данных ценных бумаг получают вовремя все причитающиеся выплаты независимо от того, будут ли получены все ипотечные платежи по конкретному пулу или нет от заёмщиков. Фанни Мэй также гарантирует все выплаты²⁷, а Фредди Мак гарантирует выплаты исключительно по своим Золотым сертификатам участия, так называемым Gold Participation Certificates (Gold PCs)²⁸.

Ценные бумаги «Фанни Мэй» и «Фредди Мак», в отличие от Джинни Мэй, не имеют гарантий правительства США. Однако каждый из этих институтов имеет определённую кредитную линию Казначейства США, и на рынке бумаги всех трёх агентств оцениваются приблизительно на одном уровне надёжности. Учитывая особый статус этих организаций, а также принципы их работы, исключающие рискованные вложения, их ценные бумаги по своим инвестиционным качествам практически не отличаются от бумаг Джинни Мэй. (В ценные бумаги этих организаций могут инвестироваться средства государственного бюджета. Комитет по открытому рынку ФРС уполномочен покупать и продавать их при проведении денежно-кредитной политики.)

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

²⁶ см. www.ginniemae.gov – официальный сайт Джинни Мэй в сети интернет

²⁷ www.fanniemae.com – официальный сайт Фэнни Мэй в сети Internet

2.2. Ипотечные ценные бумаги Западноевропейских стран.

Все 90-е годы ипотечное кредитование демонстрировало весьма высокие темпы роста в странах Западной Европы. За 10 лет, с 1988 по 1998 г., объем ипотечных жилищных ссуд увеличился в среднем вдвое, превысив 2700 млрд. евро²⁹.

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

В финансировании ипотечных кредитов в Европе главную роль играют депозиты (62% жилищных ипотечных ссуд). На втором месте — выпуск ипотечных облигаций (то есть ценных бумаг, схожих по своей технологии с американскими mortgage bonds). Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой (MBS), получили наибольшее распространение в Великобритании, однако объёмы рынка этих бумаг во много раз уступают объёмам рынков ипотечных облигаций других стран Европы.

Развитие рынка ценных бумаг, основанных на закладных, в Западной Европе началось с появлением в 1770 г. в Силезии первого ипотечного кредитного учреждения, представлявшего собой ассоциацию землевладельцев и имевшего статус публично-правовой корпорации. Вслед за ним аналогичные учреждения возникли в Курмарке и Ноймарке, Померании, Западной и Восточной Пруссии. Они предоставляли кредит своим членам в виде ценных бумаг, получивших название пфандбриф. Первые пфандбрифы и представляли собой, по сути, закладные свидетельства или закладные *Hypotheken briefe*, на которых было указано наименование заложенной недвижимости и содержались гарантии, предоставляемые всеми членами этой ассоциации. Заёмщик затем продавал пфандбриф на рынке капиталов.

²⁸ www.freddiemac.com – официальный сайт Фредди Мак в сети Internet

²⁹ Б.Б.Рубцов «Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов», РЦБ№6, 2001, стр. 74

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

В отличие от *Landschaften*, облигации французского ипотечного банка *Credit Foncier de France* изначально представляли собой облигации акционерного общества, выпущенные для финансирования ипотечных кредитов. Со временем эта форма финансирования ипотечных кредитов стала преобладающей и в других странах, в том числе в самой Германии, при этом, однако, прежнее историческое название пфандбриф в Германии сохранилось. Выпуск пфандбрифов стал осуществляться специализированными ипотечными банками, т.е. немецкие ипотечные банки заимствовали французскую технологию.

В середине 90-х годов в странах Европы действовали примерно 115 ипотечных банков. У них имеется своя профессиональная организация — Европейская ипотечная федерация *European Mortgage Federation*.

Ипотечные облигации наиболее распространены в Дании (почти 100% кредитов) и Швеции (70%); широко используются в Австрии и являются вторым важнейшим средством финансирования ипотечных ссуд во Франции (21%) и Испании (6%), намного уступая депозитам. В Голландии и Норвегии ипотечные облигации хотя и выпускаются, но за их счет финансируется совсем небольшая доля ссуд³⁰.

Крупнейшим рынком ипотечных облигаций Западной Европы является рынок Германии. Современные пфандбрифы представляют собой облигации, выпускаемые немецкими ипотечными банками для финансирования операций с недвижимостью частным лицам и заёмщикам общественного сектора (федеральному правительству, местным органам власти и муниципалитетам). Обеспечением пфандбрифов могут быть первая закладная на недвижимость, ипотечные пфандбрифы или кредиты

государственным органам – публичные пфандбрифы. Из всего объема пфандбрифов собственно на ипотечные приходится только 22%, а остальные 78% - на публичные пфандбрифы (1999 г.)³¹.

Ныне рынок пфандбрифов – крупнейший сегмент рынка облигаций Германии. Он занимает 6 – е место в мире после рынков государственных облигаций США, Японии, рынка ипотечных облигаций США, коммерческих бумаг и муниципальных облигаций США. Задолженность по пфандбрифам достигла в марте 2000 года 1081 млн. евро. В обращении находятся около 17 тыс. выпусков.

В середине 1995 года на рынке появились так называемые Джамбо – пфандбрифы, то есть выпуски объемом более 500 млн. евро. К марту 2000 года задолженность по Джамбо – пфандбрифам достигла 349 млрд. евро. За 1999 год объем рынка Джамбо – пфандбрифов вырос на 50 %. Почти все Джамбо – пфандбрифы основаны на ссудах правительственным органам.

Пфандбрифы являются высоколиквидными ценными бумагами с небольшим риском. Ликвидность рынка Германии обуславливается небольшим составом инструментов и большими объемами эмиссии³². Пфандбрифы в основном покупаются институциональными инвесторами. Процентная ставка по ним чуть выше, чем по государственным ценным бумагам, спред в среднем составляет 0,5 базисных пунктов.

Ипотечные банки (основные эмитенты пфандбрифов) имеют статус постоянного эмитента, поэтому нет необходимости в проспекте эмиссии ввиду стандартизованности формы пфандбрифов, для которых действуют все нормы германского законодательства о ценных бумагах. Обязательный норматив для ипотечных банков – объемы выпусков не должны превышать 0,6 от суммарного объема пассивов банка.

³⁰ объемы европейских рынков ипотечных облигаций см. в приложении №2

³¹ The Pfandbrief The European Credit Benchmark. Facts and figures. Association of German Mortgage Banks. Bonn, 2000. P.8. См. сайт www.pfandbrief.org

³² Со слов Доктора Тима Лассена, руководителя правового управления Союза немецких ипотечных банков на Круглом столе «Финансовый инструментарий ипотеки. Европейская практика и российская теория» 3.07.2002

Надёжность пфандбрифов обеспечивается также формой процедуры банкротства: при банкротстве ипотечного банка процесс банкротства будет длиться весь срок существования пфандбрифов.

Основой системы пфандбрифов, её устойчивости и эффективности функционирования является законодательное запрещение досрочного погашения ипотечных кредитов, что устраняет риски рефинансирования обеспечения пфандбрифов.

Наиболее развитым рынком бумаг, обеспеченных ипотекой (MBS) (среди европейских стран) является рынок Великобритании, правда основная часть ипотечных ссуд в финансируется за счет депозитов.

На протяжении многих десятилетий в области ипотечного жилищного кредитования в Англии доминировали специализированные кредитные учреждения — строительные общества (*building societies*). К середине 90-х годов доля строительных обществ сократилась до 1/2 за счет повышения доли банков (крупнейшие строительные общества сами превратились в банки, например *Abbey National*).

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

Первая эмиссия MBS в Великобритании была произведена в 1987 г. на сумму примерно 50 млн ф. ст. компанией *National Home Loan PLC*. В конце 1999 г. объём задолженности по этим инструментам составлял примерно 14 млрд. евро³³.

Для защиты интересов инвесторов полномочия по распоряжению и контролю за обеспечением отдаются независимому контролеру — доверенному лицу (*trustee*).

Каждый выпуск MBS связан с конкретным пулом. Жизнь пула привязана к жизни соответствующего выпуска MBS. Обычно эмитенту предоставляется опцион на покупку в

³³ Б.Б.Рубцов «Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов», РЦБ№6, 2001, стр. 75

случае, если портфель пула сокращается на определенную величину от первоначальной (обычно 10%) в связи с досрочными погашениями (prepayments). Во многих случаях эмитент имеет право замены активов в пуле, например, когда средства от досрочных погашений направляются на выдачу новых ссуд, которые при условии удовлетворения ими определённых стандартов могут быть включены в пул.

Заёмщики имеют право досрочного погашения ссуд без ущерба для себя (без выплаты штрафа). На английском рынке часты случаи, когда заёмщик меняет одного кредитора на другого, предлагающего лучшие условия.

Поскольку сами ипотечные ссуды в Англии предоставляются под плавающую процентную ставку, английские MBS также выпускаются в основном как инструменты с плавающей ставкой.

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

2.3 Ипотечные ценные бумаги в развивающихся странах.

В некоторых африканских странах в целях стимулирования развития ипотечного кредитования были созданы специальные организации под контролем государства. Так, в Нигерии, помимо частной Взаимосберегательной и ссудной компании (подразделение Объединенного банка Нигерии) существует Федеральный ипотечный банк, на 60% принадлежащий правительству и на 40% — Центральному банку страны. Задачами этого банка являются предоставление долгосрочных кредитов и аккумуляция средств на рынке (сегодня в виде депозитов и сберегательных счетов). Кроме того, Федеральный

ипотечный банк наделен функциями регулирования и контроля на рынке ипотечного кредитования, в том числе лицензирования ипотечных операций, развития вторичного рынка закладных путем гарантирования ипотечных ценных бумаг первичных кредиторов. С 1989 г. в стране появилось более 200 первичных ипотечных кредиторов. В Гане крупнейшим ипотечным кредитором является Компания жилищного финансирования (КЖФ), лицензированная как небанковская организация и имеющая общий портфель в объеме 3500 кредитов на сумму \$38 млн. (на июль 1999 г.)³⁴. В Мавритании доминирующее положение на рынке занимает созданная в 1963 г. Мавританская жилищная компания. Основным учредителем компании является правительство страны.

В большинстве стран африканского континента, где ставка привлечения по сбережениям невысока, а большая часть денежного предложения находится вне банков, высоким потенциалом в области привлечения ресурсов на кредитование является развитие различных схем обязательных сбережений (Нигерия, Мавритания), в первую очередь, для людей, занятых в официальном секторе.

В Мавритании жилищная компания использует бюджетные кредиты для ипотечного кредитования. Дополнительно компания берёт займы у коммерческих банков. До этого компания выпускала депозитные сертификаты и запустила схему жилищных сбережений, вкладчики которой имели приоритетное право на субсидируемые государством ипотечные кредиты.

Модель двухуровневой системы в странах Африки практически не развивается. Помимо указанной выше Компании жилищного финансирования, существующей в Гане, в Африке не имеется специальных институтов — операторов вторичного рынка закладных (нигерийский Федеральный ипотечный банк создавался для развития вторичного рынка, однако, пока вторичного рынка в стране нет). Но даже в Гане, несмотря на создание специального оператора вторичного рынка и наличие достаточной инфраструктуры в стране, ни один ганский банк или строительное общество не продали КЖФ ни одного

³⁴ см. Материалы на сайте www.Adb.org

кредита из своих портфелей. После семи лет работы КЖФ менее трети портфеля компании было сформировано с помощью первичных кредиторов (государственной страховой компании и банка, связанного с КЖФ). Зимбабве и Кения планируют создавать вторичный рынок закладных для развития ипотечного рынка и привлечения долгосрочных инвестиций.

Среди современных тенденций следует отметить развитие финансирования ипотек путем выпуска облигаций, обеспеченных закладными. Так, в Гане КЖФ обеспечивает фонды за счет выпуска облигаций двух типов. Первый тип облигаций индексируется по инфляции, доходность составляет уровень инфляции плюс один процент. Покупателями и держателями всего займа являются Банк Ганы и Национальный пенсионный фонд. Кредитование осуществляется под процент ставки инфляции плюс 4,5%, из которых 1,5% составляет первичный кредитор, а 2% составляет маржа КЖФ. Помимо этого КЖФ выпустила корпоративные облигации для мобилизации среднесрочных фондов на Ганской фондовой бирже на сумму \$35 млн. Цель выпуска рефинансировать портфель номинированных в долларах США кредитов. Держатели облигаций через два года могут либо погасить облигации, либо внести ими первый взнос при получении кредита. Обороты вторичного рынка по этим бумагам незначительны. Многие держатели предпочитают их использовать как инструмент хеджирования. Облигации номинированы в долларах США и имеют доходность от 7 до 8,25% годовых, что при процентной ставке по номинированным в долларах кредитам с доходностью 12,5% годовых дает КЖФ маржу 4-5,5%. Андеррайтером всего займа выступил местный банк³⁵.

Правительства африканских стран при формировании подходов к проведению жилищной политики учитывают имеющийся мировой опыт построения ипотечных моделей. Развитые в африканских странах модели сбережений и строительных обществ частично решают вопрос улучшения жилищных условий семей с доходом ниже среднего, однако, не создают предпосылок для развития полноценного ипотечного рынка. Для этого

необходимо построение реально работающей системы привлечения средств для финансирования ипотечного кредитования. Элементом такой системы должны стать специальные достаточно капитализированные ипотечные компании, устанавливающие обоснованные стандарты андеррайтинга, что крайне важно для развития вторичного рынка закладных. Так, семилетний опыт работы КЖФ показывает, что первый взнос заемщика в размере 40% позволяет практически избегать проблемных кредитов, а кредитный портфель, где первый взнос менее 20%, имеет только 3% проблемных кредитов. Развитию американской модели вторичного рынка в сегодняшних условиях препятствует низкая активность первичных кредиторов и неразвитость рынка капиталов в странах Африки, недостаточно развитая инфраструктура рынка, высокие операционные расходы, делающие ипотечное кредитование низкодходным бизнесом. Так, например, операционные затраты на выдачу ипотечных кредитов значительно превышают расходы по другим схожим банковским операциям.

Многие специалисты в африканских странах активно изучают европейскую систему контрактных сбережений. Среди рекомендаций для развития ипотечного рынка Африки отмечается необходимость создания ипотечных банков и выпуск ипотечных облигаций, создания фондов принудительного накопления с вложением средств в ипотечные активы, создания специальных фондов по аналогии с турецким Фондом массового жилья, активной политики правительства в данной области, в том числе выделение бюджетных средств, обеспечения действия эффективных процедур обращения взыскания и выселения.

Ипотечное кредитование в Латинской Америке³⁶ наиболее активно развивается в Аргентине, Бразилии и ряде других стран. В Аргентине эффективная схема ипотечного кредитования реализована при помощи Всемирного банка. Обобщенный вид схемы выглядит следующим образом: правительство создает гарантийный фонд для облигаций

³⁵ см. www.Adb.org

³⁶ см. материалы на сайте www.wbln0018.worldbank.org

(долговых обязательств), эмитируемых банками-участниками проекта. Мировой банк для создания фонда предоставляет 15-летний заём (включая 7-летнюю отсрочку платежа) на сумму \$500 млн. Фонд выдает гарантии по ценным бумагам, эмитируемым субъектами ипотечного рынка, гарантии по паям участия в пулах ипотечных кредитов ипотечных банков. Плата за гарантию — 5% от суммы кредита. Сертификаты паев имеют единый стандарт и номинированы к валюте кредита Всемирного банка. Гарантийный фонд создается для того, чтобы выкупить у банков-участников проекта выпущенные ими облигации в случае, если у банков нет возможности поддерживать их курс ввиду спада на рынке. Расчёт с фондом производится во всех случаях, когда банки решают воспользоваться своим правом, зафиксированным в соглашении с фондом, продать ему свои ценные бумаги.

Банки-участники эмитируют номинированные в валюте США облигации для того, чтобы аккумулировать денежные средства для кредитования инвестиционных проектов (в области как производственного, так и жилищного строительства). Эмитент по согласованию с гарантом (фондом) может выбрать вид эмитируемых облигаций.

В странах Латинской Америки существует три вида ипотечных кредитных продуктов³⁷, один из которых сейчас практически не используется. Первый представляет собой кредиты, выдаваемые в долларах США. Второй продукт — кредиты с плавающими кредитными ставками, привязанными к конкретному местному индексу. Третий продукт — кредит в национальной валюте с фиксированной ставкой — из-за высоких колебаний на финансовых рынках и связанного с этим повышенного риска инфляции сейчас практически не используется³⁸. С точки зрения последующей секьюритизации ипотек на внешнем рынке кредиты, номинированные в долларах, выглядят предпочтительней кредитов, индексируемых по местным индексам. Кроме того, необходимы определённые инструменты, например своп, позволяющие компенсировать резкую девальвацию или

³⁷ Furguson B. «Micro-finance of housing: a key to housing the low or moderate-income majority», Inter - American Development Bank, 2000, p.45

рост инфляции. Так, в Мексике в целях повышения доступности кредитов и возможности последующей секьюритизации, недавно стал использоваться кредитный продукт в национальной валюте с индексацией по росту инфляции. В некоторых латиноамериканских странах в результате проведенных реформ сформировалась достаточно развитая система долгосрочных сбережений, представленная частными пенсионными фондами и компаниями страхования жизни (Чили и ряд других).

Особенностью финансового рынка стран Латинской Америки является его высокая зависимость от конъюнктуры на мировом рынке капиталов. В этих условиях снижение зависимости ипотечного финансирования от внешнего рынка возможно при условии развития механизмов трансформации внутренних сбережений в инвестиции.

Реформы, проводимые в области регулирования рынка капиталов и приватизации, и повышения конкуренции на рынке банковских услуг в Аргентине, Мексике, Боливии, Чили, Перу, Уругвае и ряде других стран, были нацелены на развитие ипотечного кредитования, стимулирования внутренних сбережений, развитие негосударственных пенсионных фондов.

Среди последних тенденций процесса развития системы ипотечного кредитования в Латинской Америке стоит отметить рост помимо традиционных краткосрочных сбережений, финансирующих долгосрочные кредитные сделки (так, в Бразилии основными ипотечными кредиторами являются сберегательные банки и ассоциации), рост числа новых инструментов — облигаций, обеспечивающих привлечение долгосрочных ресурсов с рынка. Это дало новый толчок рынку, в результате чего сократились издержки у участников рынка за счёт экономии на масштабах, повысилась управляемость рисками (кредитным и риском ликвидности) за счет включения в систему инвесторов в ипотечные бумаги.

В некоторых странах Латинской Америки существует двухуровневая банковская система, позволяющая аккумулировать средства для выпуска ипотечных кредитов с

³⁸ Характеристику доступности ипотечных кредитов для некоторых развивающихся стран Латинской Америки см. приложение №3

поддержкой государства. Двухуровневая модель позволяет постепенно развивать вторичный рынок закладных. Государственная политика в данной области заключается в развитии прямого субсидирования процентных ставок.

В Бразилии была создана система жилищного финансирования, основанная на обязательном вложении части привлеченных по депозитам средств в ипотечное кредитование. Кредиты в рамках этой системы выдаются на срок до 20 лет (на практике — на 10-12 лет), начальная процентная ставка составляет 12% годовых, далее индексируется по росту стоимости привлечения депозитов, *LTV* (коэффициент отношения суммы кредита к стоимости покупаемой недвижимости) составляет 90%, максимальная сумма кредита — \$52 000. Так же необходимо застраховать жизнь заёмщика и риски нанесения ущерба залоговой недвижимости.

Некоторые страны Латинской Америки уделяют значительное внимание развитию вторичного рынка закладных (Аргентина, Боливия, Бразилия, Чили, Колумбия, Эквадор, Мексика и Тринидад и Тобаго). Многие участники рынка в этих странах помнят провал многих сберегательных и кредитных институтов в США, которые делали заимствования на краткосрочной основе, но выдавали долгосрочные ссуды. Страны Латинской Америки вполне способны «сжать историю» и в течение нескольких лет создать то, на что США потребовались десятилетия — высоколиквидный вторичный рынок закладных, который позволяет большому числу семейств с низкими доходами обзавестись собственными домами.

Среди проблем, препятствующих реальному развитию секьюритизации ипотечных активов, следует отметить:

- правовые и институциональные ограничения; запутанные и сложные процедуры;
- недостаток опыта (лишь три страны: Аргентина, Чили и Колумбия — имеют опыт секьюритизации на сумму \$850 млн³⁹);

³⁹ Furguson B. «Micro-finance of housing: a key to housing the low or moderate-income majority», Inter - American Development Bank, 2000, p. 23

- отсутствие национальных стандартов выдачи и обслуживания ипотечных кредитов, что делает формирование пулов ипотек для секьюритизации дорогим и растянутым во времени;
- незначительная кредитная история по ипотечным кредитам;
- резкое сокращение возможности привлечения ресурсов в условиях финансового кризиса;
- незначительные объёмы ипотечных кредитов и отсутствие стандартизированной документации;
- недостаточность отчетов по кредитной истории клиентов, получавших ссуды;
- нестабильность макроэкономических условий и отсутствие критической массы закладных, особенно в небольших странах.

Тем не менее следующие предпосылки позволяют делать вывод о потенциально большой возможности успешного развития ипотечного кредитования: большой спрос на ипотечные кредиты в условиях неудовлетворённого спроса на жильё; успешное развитие первичного ипотечного рынка в некоторых странах; развитие рынка капитала вследствие проведённых реформ; потенциальная привлекательность ипотечных бумаг для иностранных инвесторов.

Государство во многих странах Латинской Америки проводит активную политику, направленную на стимулирование развития ипотечного кредитования. Так, в Бразилии и ряде других стран созданы специальные государственные институты по развитию первичного и вторичного ипотечного рынка. Среди форм государственной поддержки большой популярностью пользуется субсидирование процентной ставки. В частности, субсидирование является одним из наиболее распространённых механизмов помощи семьям с небольшими доходами при получении ипотечного кредита.

В *азиатских странах*⁴⁰ с переходной экономикой ипотечное кредитование наиболее развито в Индии, Таиланде и ряде других стран. В Индии ипотечные кредиты предоставляют: коммерческие банки, кооперативные банки, компании жилищного финансирования, кооперативные общества жилищного финансирования. Особую роль в стране играет созданный в 1988 г. Национальный жилищный банк (НЖБ). Основная цель банка — создание полноценной системы ипотечного жилищного кредитования. Основные функции банка — это развитие, регулирование и финансовая поддержка рынка ипотечного кредитования. НЖБ активно стимулирует развитие первичного рынка, в том числе создавая новые финансовые компании и рефинансируя их кредиты. Вторую важную функцию — регулирования и контроля — НЖБ выполняет путем установления и контроля соблюдения стандартов ипотечного кредитования .

Коммерческие банки аккумулируют большую часть сбережений, что, однако, не сделало коммерческие банки лидерами жилищного кредитования. Причинами являются быстрая, в отличие от ипотечного кредитования, оборачиваемость капитала в торговле и промышленности в условиях отсутствия длинных пассивов у большинства банков.

Большинство ипотечных кредиторов в стране предоставляют стандартные кредиты с фиксированной процентной ставкой на срок до 15 лет. Кредит не предоставляется гражданам старше 60 лет. Погашение кредита осуществляется ежемесячными платежами. Помимо расходов по обслуживанию кредита заемщик оплачивает налог на проценты (2% от суммы процентного дохода), расходы по обслуживанию кредита. Помимо этого банки берут сбор за подачу заявления в размере от 0,5 до 1% от суммы кредита и административный сбор в размере 1 % от суммы кредита.

В настоящее время процентная ставка значительно сократилась и составляет при сумме кредита 500 тыс. рупий (\$11800) 14,5% годовых, снизившись на 100 базисных пунктов. В случае увеличения сроков кредитования процентная ставка по кредиту может

⁴⁰ см. материалы на сайте www.wbln0018.worldbank.org

вырасти на 25-50 базисных пунктов. Так как стоимость заёмных ресурсов для банков ниже, чем для специализированных ипотечных кредиторов, процентные ставки по банковским кредитам несколько ниже. Однако специализация позволяет компаниям жилищного финансирования более профессионально работать на рынке, в результате чего их доля на рынке значительно больше.

Большую роль при реализации механизма трансформации сбережений в ипотечные кредиты в Индии играют Индийская корпорация страхования жизни и Индийская корпорация общего страхования, аккумулирующие средства через продажу страховых полисов, с одной стороны, и поставляющие ресурс на ипотечный рынок — с другой.

С начала развития ипотечного рынка в Индии, благодаря активности правительства, формирование ипотечной системы осуществлялось при мощной поддержке из-за рубежа. Так *USAID* с 1981 по 1988 г. выделила \$125 млн. Корпорации финансирования жилищного развития для предоставления кредитов семьям с небольшим доходом. Финансирование поступало и по другим линиям.

Вторичный рынок закладных в Индии практически не развит. Пилотный проект выпуска облигаций, обеспеченных пулом ипотечных кредитов, выданных отобранными финансовыми компаниями, пытался осуществить НЖБ. Однако ряд правовых и налоговых вопросов делает развитие вторичного рынка в Индии практически невозможным. Так, передача прав по кредиту требует передачи и залога, что может быть осуществлено в письменной форме в виде специального инструмента, стоимость регистрации которого составляет от 3 до 17% (в зависимости от штата) от суммы секьюритизации (некоторые штаты снизили сбор до 0,1 %). Кроме того, передача долга требует специальной регистрации, что в условиях формирования пула кредитов, выданных кредиторами из разных мест, делает данный процесс достаточно дорогим. Существует также проблема по обращению взыскания на предмет залога.

Крайне интересным для формирования рынка ипотечного кредитования в России

является опыт Таиланда. Рынок ипотечного кредитования в Таиланде является одним из наиболее развитых рынков в Азии. Основной причиной этого является то, что правительство страны уделяет большое значение развитию ипотечного кредитования. В 1997 г. в условиях азиатского финансового кризиса тайское правительство приняло новую экономическую программу, в которой жилищной сфере отводится роль локомотива по выводу страны из кризисного состояния. Ключевая роль в реализации программы отводилась Правительственному жилищному банку (ПЖБ), финансирование которого осуществляется Центральным банком Таиланда, а регулирование и контроль за которым проводится тайским Министерством финансов.

В рамках программы, в условиях кризиса на рынке и минимальных объёмов выдаваемых кредитов планировалась выдача кредитов сроком до 30 лет с процентной ставкой 9% годовых (рыночная ставка тогда была 12- 13%). Только в первые три или пять лет ставка по кредитам фиксированная. Капитал ПЖБ был увеличен с 10 млрд. бат до 30 млрд. бат. Программа была реализована достаточно быстро. В результате чего доля ПЖБ по вновь выдаваемым кредитам выросла с 32% в 1996-м до 51% - в 1997 г. В 1998 г. в условиях низкой ликвидности ставки по кредитам выросли до 18 – 19% годовых, однако, ПЖБ продолжал предоставлять ипотечные кредиты по минимальным ставкам, что позволило сгладить кризисные явления на рынке.

В период кризиса ПЖБ стал ведущим элементом системы ипотечного кредитования.

В результате осуществлённых мероприятий в 1999 г. ситуация на рынке стабилизировалась, банки начали активно конкурировать и наращивать свои ипотечные портфели, процентные ставки по кредитам снизились в среднем до 9% годовых (некоторые банки в условиях активной конкуренции предлагали кредиты даже под 6,5-7,5%). Стабилизация рынка и рост конкуренции привели к снижению роли ПЖБ на рынке. Так, из запланированного ПЖБ объема выдачи кредитов в 1999 г. на сумму 50 млрд. бат в

первой половине года было выдано ПЖБ кредитов только на 11 млрд., что составляет 22% от запланированной годовой суммы. Таким образом, ключевая роль ПЖБ в условиях кризиса заключалась в снижении риска ликвидности для банковской системы, ограничения роста процентных ставок и ухудшения условий заимствования на ипотечном рынке.

Для создания и стимулирования вторичного рынка была создана Корпорация вторичных ипотек (КВИ) в виде государственного предприятия под контролем Министерства финансов.

В настоящее время КВИ приступила к покупке ипотечных кредитов, формированию пулов ипотек и их секьюритизации. Однако более жёсткие требования КВИ к качеству ипотечных кредитов не позволяют пока быстро наращивать операции на вторичном рынке.

Интересный опыт создания вторичного рынка закладных имеется в Восточно-Карибских государствах⁴¹. Традиционно система финансирования жилищного кредитования здесь основывалась на депозитной модели, где основными операторами выступали коммерческие банки, кредитные союзы и строительные ассоциации. В 1994 г. был создан Банк жилищного ипотечного кредитования Восточных Кариб (БЖИКВК). Доход по ипотечным облигациям, выпущенным БЖИКВК, был освобожден от налогообложения. Кроме того, ряд операций банка не подлежал налогообложению. Все это позволило БЖИКВК занять привилегированное положение на рынке.

Программа банка предполагала покупку кредитов, выданных банками на приобретение жилья на первичном и вторичном рынках недвижимости, по фиксированной ставке на срок до 25 лет с коэффициентом LTV 90%. В случае дефолта по кредиту первичный кредитор обязан выкупить его обратно. За принятие на себя кредитного риска банки получают от БЖИКВК 1,5%. Маржа банка составляет не менее 2%.

⁴¹ Furguson B. «Micro-finance of housing: a key to housing the low or moderate-income majority», Inter - American Development Bank, 2000, p. 48

В настоящее время БЖИКВК успешно разместил ипотечные облигации на сумму \$57,3 млн. на срок от 3 лет (со ставкой 5,5% годовых) до 15 лет (со ставкой 7,75% годовых). Когда банк создавался, рынок первичных ипотек составлял \$900 млн, в 1999 г. рынок кредитования составил \$1,4 млрд.

Таким образом, обобщая опыт ипотечного кредитования в зарубежных странах, можно выделить основные характеристики ипотечного кредитования в разных странах и регионах.

Суммировав проблемы, возникающие при развитии ипотечного кредитования в отдельных странах с переходной экономикой, можно выделить основные:

- низкая платёжеспособность населения и высокая доля неформального сектора в экономике, не декларирующего доходы;
- отсутствие длинных и недорогих ресурсов на местном рынке капиталов;
- неэффективные судебные процедуры обращения взыскания и продажи залогов;
- низкая мотивация банков развивать ипотечное кредитование вследствие больших трудозатрат;
- недостаточно развитая инфраструктура рынка, отсутствие кредитных бюро, квалифицированных оценщиков и т. д.;
- высокие госпошлины, сборы и налоги при выдаче ипотечных кредитов и выпуске ипотечных облигаций;
- пассивная роль государства в развитии ипотечного кредитования.

Глава 3. Ипотечные ценные бумаги в России.

3.1. Ипотечные ценные бумаги дореволюционной России⁴².

До 1754 г. в России не было ни казенных, ни общественных ипотечных организаций, выдававших ссуды под залог недвижимого имущества. Нуждавшиеся в займе денег обращались к частным лицам, которые в обеспечение займов требовали верных залогов и выдавали деньги под весьма высокие проценты - 12% годовых и выше, и часто с условием, что в случае невыкупа в назначенный срок залог, даже если его стоимость значительно превышала занятую сумму, становился собственностью займодателя. Таким образом, многие дворяне, имея нужду в деньгах, затем за малые долги лишались своих дорогих имений.

Чтобы не допускать этого, Императрица Елизавета «изъ казённыхъ суммъ» в 1754 году учредила Государственный банк для дворянства с конторами в Санкт-Петербурге и Москве, который выдавал ссуды под залог населенных имений под 6% годовых. По случаю злоупотреблений, возникших в этих банках, они по указу Петра III в 1762 г. были закрыты.

Императрица Екатерина II приняла решительные меры как против лихоимства, так и для облегчения долгов и сохранения дворянских имений в их родах. В 1786 г. был создан Государственный Заемный банк, которому были переданы капиталы банков, чья

⁴² информация почерпнута из работ авторов, стоящих в списке литературы под №№19, 20, 28, 29.

деятельность была приостановлена в 1762 г., и дополнительный взнос из Ассигнационного банка.

Кроме того, по манифесту 20 ноября 1772 г. при опекунских советах в Москве и Санкт-Петербурге были основаны сохранные казны, которые играли роль земельных банков. Они принимали вклады на приращение процентов от учреждений и частных лиц на срок или бессрочно, взамен вкладов выдавая именные или на предъявителя билеты в зависимости от желания вкладчика. Денежные ссуды выдавались под залог недвижимого имущества.

Император Павел I, желая предоставить русскому дворянству больше возможностей выкупать свои родовые имения из залога частным лицам, издал манифест, согласно которому в 1797 г. был учрежден Вспомогательный для дворянства банк, выдававший ссуды не деньгами, а специально установленными банковскими билетами. Эти билеты, обеспеченные заложенными имениями, приносили 5%-й доход и должны были беспрекословно приниматься по всем видам платежей каждым лицом, не исключая самой казны, и свободно передавались из рук в руки. Был назначен 25-летний срок обращения этих билетов, которых во время существования Вспомогательного для дворянства банка оказалось выпущено в обращение на 50084200 руб⁴³.

XIX ВЕК – расцвет рынка ипотечных ценных бумаг в России

После убийства Павла I и восхождения на престол его старшего сына Александра I в 1801 г. В 1802 г. Вспомогательный для дворянства банк был присоединен к Государственному Заемному банку.

По мнению некоторых специалистов, Государственный Заемный банк и сохранные казны не только успешно разрешали задачу земельного кредита, но и служили урегулированию денежного обращения. Ссуды ими выдавались под населенные имения в

полной сумме сроками на 33, 28 и 15 лет сначала исходя из 5%, а затем из 4% роста. Значительная часть ссуды в виде полученных кредитных билетов вносилась помещиками опять же в приходную кассу сохранный казны в качестве вклада, причем вкладчику выдавались упоминавшиеся выше билеты, названные вкладными, приносившие сначала 4%, а затем 3%, выплата денег по которым производилась по их предъявлению. Это придавало им характер процентных чеков, в силу чего означенные вкладные билеты обращались в качестве денежных знаков, что позволяло стране обходиться сравнительно небольшим количеством кредитных билетов и монет без стеснения денежного обращения.

В случае усиления спроса усиливалось обращение вкладных билетов, чем и регулировалось денежное обращение. Хотя имеется и другая точка зрения: приравненные к средству платежа, эти билеты увеличивали массу бумажных денег в обращении и способствовали обесцениванию национальной денежной единицы - рубля.

Таким образом, первые в России банковские ипотечные ценные бумаги появились по инициативе государства. Нужно отметить, что земельный кредит имел сословный характер и был направлен на удержание земельной собственности в руках дворянства. Система ипотечных отношений также отражала эту тенденцию.

В 1859-1860 гг. была предпринята коренная банковская реформа. Это преобразование оставило «белое пятно» на кредитной карте России - выдача ссуд бывшими земельными кредитными учреждениями была прекращена в апреле 1859 г. и русское землевладение опять оказалось лишенным банковского кредита. И это как раз в то время, когда предпринималась и осуществлялась реформа освобождения крестьян, когда натуральный строй хозяйства заменялся денежно-капиталистическим, требовавшим крупных оборотных средств.

Власти чувствовали этот пробел, и министру финансов было поручено представить проект устройства земских банков взамен Заемного, Сохранных Казен и Приказов общественного призрения, для чего была учреждена комиссия при Министерстве

⁴³ Городецкий С. Ипотечные ценные бумаги в дореволюционной России // Рынок ценных бумаг. – 1999. - №19. - С.78

финансов. Идея, над которой она работала, состояла в создании сети частных банков, выдающих ссуды под залог недвижимости.

В итоге появились 2 рода частных кредитных учреждений: основанные на началах взаимного кредита и основанные на акционерных началах. Первые делились на две группы. Одни выдавали ссуды под залог городских построек и в подавляющем большинстве носили названия городских кредитных обществ (до 1903 г. их открылось 29). Другие выдавали ссуды под залог земельной собственности.

Для создания полноценной кредитной среды в сфере ипотечных отношений одних частных финансовых организаций оказалось недостаточно. В 1883 г. правительство учредило Крестьянский Поземельный банк (КПБ), чтобы создать соответствующие условия для приобретения крестьянами земли. Для поддержания же землевладения потомственных дворян в 1885 г. был учрежден Государственный дворянский банк (ГДЗБ) для выдачи ссуд специально под дворянские земли.

Предполагалось также участие Государственного банка в выдаче ссуд землевладельцам и мелким промышленникам по соло-векселям, обеспеченным имениями. На практике оказалось, что благодаря этим операциям краткосрочный кредит превращается в долгосрочный, а при обширности Империи оборотные средства Государственного банка недостаточны для этого рода операций и очень рискованны для него, поэтому они были прекращены.

Правом предоставлять долгосрочные кредиты также были наделены городские общественные банки, которые получили свои капиталы от городов и от частных лиц. Положением 1883 г. городским общественным банкам было предоставлено право выдавать ссуды под залог земель от 1 до 12 лет и строений в том городе, где банк учрежден, на сроки до 3 лет под деревянные и до 8 лет под каменные строения в размере не выше 50% от оценочной стоимости. Эти банки не выпускали ипотечных ценных бумаг.

Ключевую роль в системе ипотечных кредитных отношений, сложившихся на основе описанной выше пореформенной банковской среды, играли выпускавшиеся ипотечными банками специальные ценные бумаги. Они были обеспечены всей обезличенной массой земель, заложенных в банке, приносили твердо фиксированный доход и, как правило, назывались закладными листами.

Закладные листы выпускались с целью рефинансирования кредитной деятельности и по большей части даже сами ссуды выдавались не наличными деньгами, а закладными листами, которые заемщики должны были потом реализовывать на бирже.

Земский банк Херсонской губернии, по сути, первый банк земельного кредита в России, который начал свою работу с выдачи землевладельцам-заемщикам именно таких кредитов исключительно 5,5%-ми закладными листами по нарицательной стоимости. С точки зрения покупателей этих ценных бумаг, они, может быть, были не так уж и доходны, но наверняка надежны, ведь в качестве обеспечения выступали частная поземельная собственность, принимаемая в залог не выше половинной ее стоимости и оцененная специалистами, а также запасной капитал и все остальное имущество банка.

Банк выдавал ссуды на 34 года 11 месяцев и выпускал листы номиналом 100, 250 и 1000 руб.⁴⁴ с таким же сроком погашения. Все закладные листы одной серии уплачивались наличными деньгами постепенно в течение 34 лет 11 месяцев посредством постоянных тиражей, делавшихся 2 раза в год. Капитал, из которого производилась оплата по нарицательной цене вынутых при тираже закладных листов, составлялся из процента погашения, вносимого заемщиками. Каждый из них уплачивал банку по 7% в год, из которых 5,5 шли на уплату процентов по закладным листам, 0,25 - на составление запасного капитала, 0,25 - на расходы по управлению и 1% - на погашение капитала.

Так как заемщики во время всего срока платили 7% ежегодно, уплачивая этим взносом и часть капитала, то процент вносимого погашения с каждым годом увеличивался, соответственно росло число погашаемых листов каждой серии при каждом

последующем тираже. В течение 34 лет 11 месяцев все закладные листы серии извлекались из обращения и оплачивались наличными деньгами, а заемщики, под имена которых были выпущены закладные листы этой серии, освобождались от всех своих обязательств к Земельному банку Херсонской губернии.

Кроме того, закладные листы извлекались из обращения и оплачивались еще в двух случаях: если заемщик досрочно уплачивал свой долг наличными деньгами и если имение, под залог которого выпущены закладные листы, продавалось с публичного торга за наличные деньги. В обоих случаях сумма капитального долга присоединялась к погасительному капиталу и на всю эту сумму при первом ближайшем тираже вынималось причитающееся количество закладных листов.

Уставом банка предусматривалось, что если кто-то, заложивший имение и продавший свои закладные листы, впоследствии пожелал бы уплатить долг, то, купив закладные листы по биржевой цене, он мог представить их в банк, который принимал их в уплату капитального долга по нарицательной цене. Если бы просроченное имение продавалось с публичного торга за долг банку, то владелец закладных листов, купив это имение, мог в уплату представить закладные листы, которые и в этом случае принимались из расчета полной нарицательной цены.

Следовательно, если заемщик уплачивал свой долг закладными листами, то представленные в уплату листы уничтожались, а их номера немедленно вынимались из тиражного колеса.

Тираж проводился следующим образом: вся сумма погасительного фонда (процент погашения), собиравшаяся каждое полугодие от взносов заемщиков, под имена которых выданы закладные листы в то полугодие, распределялась пропорционально между числом этих закладных листов, а потом определялось, сколько листов каждого достоинства должно быть извлечено из обращения. Затем все номера выпущенных закладных листов каждого достоинства опускались в тиражные колеса и причитающееся к погашению

⁴⁴ С. Городецкий «Ипотечные ценные бумаги в дореволюционной России», РЦБ№19, 1999, стр.№80

количество вынималось. Вынутые номера записывались и публиковались тоекратно, а через 6 месяцев владельцы закладных листов, предъявляя их правлению банка, могли получить сумму по нарицательной цене. Предъявленные листы уничтожались. Тираж по каждой серии (по каждому полугодию) и по листам каждого достоинства делался отдельно.

Конечно, при уплате посредством тиража есть неудобство, состоящее в том, что нельзя заранее знать времени обратного получения капитала. Насчет полного и своевременного получения процентов правление банка давало полные гарантии, так как по предъявлении купонов, срок платежа по которым уже наступил, проценты выплачивались наличными деньгами из тех взносов, которые получались от заемщиков за 6 месяцев вперед. Если бы некоторые заемщики опоздали со взносом срочных платежей, то владельцы закладных листов ничего не теряли: проценты по купонам были бы выплачены из запасного капитала и из 100000 руб., отпущенных на этот предмет взаимобразно из капитала народного продовольствия Херсонской губернии.

А когда заемщики вносили запоздалые платежи, то запасной и позаимствованный капиталы сразу же пополнялись. Если платежей не поступало 16 месяцев, то имение неисправного заемщика продавалось и из вырученных от продажи денег не только уплачивались проценты, пени и штрафы, но и все количество закладных листов серии, выданных под данное имение, извлекалось из обращения путем тиража. То есть сумма капитального долга, вырученная от продажи имения, присоединялась к погасительному фонду данной серии, в ближайший полугодовой срок делался очередной тираж и причитающееся количество закладных листов оплачивалось наличными деньгами.

Ипотечные облигации выпускали не только частные банки. Более того, для государственных банков источником средств на выдачу ссуд были именно процентные бумаги. Они назывались закладными листами ГДЗБ и государственными свидетельствами КПБ. Их отличие от закладных листов частных и общественных земельных кредитных

установлений заключалось в том, что выплаты по ним гарантировались Российским государством.

Устав ГДЗБ⁴⁵ гласил, что средства, предназначенные для производства его операций, составляют:

- капитал от единовременного выпуска на основании Именного Высочайшего указа от 12 октября 1889 г. 5%-ых закладных с выигрышами листов;
- суммы от реализации закладных (без выигрышей) листов банка, выпускающихся по мере необходимости;
- запасной капитал, образуемый посредством отчисления всех сумм, остающихся свободными из доходов банка за покрытием расходов по управлению и содержанию.

Суммы от реализации закладных листов предназначались исключительно для выдачи ссуд.

Как уже было упомянуто, закладные листы обеспечивались как заложенными именными, так и всеми средствами, состоящими в распоряжении правительства. Вся совокупность ежегодных платежей процентов и погашения по находившимся в обращении листам не должна была превышать общей суммы срочных годовых платежей заемщиков на рост и погашение по выданным им ссудам. В соответствии с этим определялся крайний предел количества всех находившихся в обращении закладных листов банка.

Что касается стартовых капиталов земельных государственных банков, то те были созданы путем кредитования их Государственным банком. Всего до начала первой мировой войны ГДЗБ и КПБ было выпущено закладных листов на сумму около 3 млрд руб.

⁴⁵ Рябченко Л.И. «Ипотечное кредитование», Учебное пособие. М.: ФА, 2001, стр. 49

Если бросить взгляд на весь спектр ценных бумаг, выпускавшихся российскими ипотечными кредитными организациями, то в период до событий 1917 г. на фондовом рынке обращались:

- закладные листы ГДЗБ и государственные свидетельства КПБ;
- закладные листы земельных банков как с акционерным капиталом, так и основанных на принципах взаимного кредита;
- облигации и закладные листы городских кредитных обществ и акции земельных банков.

После революции 1917 г. система финансово-кредитных отношений в России кардинально изменилась, а ипотечный кредит исчез вовсе в связи с изменением структуры собственности на землю.

3.2. Итоги и перспективы развития рынка ипотечных ценных бумаг РФ.

До недавнего времени в Российской Федерации существовали лишь некие суррогаты ценных бумаг, связанных с недвижимостью, - жилищные сертификаты, - законодательно обозначенные Указом Президента РФ №1182 от 10.06.94 г. «О выпуске и обращении жилищных сертификатов». Эти инструменты определялись как особый вид облигаций с индексируемой номинальной стоимостью, удостоверяющих право их собственника на приобретение собственником квартир(ы) при условии приобретения пакетов жилищных сертификатов, на получение от эмитента по первому требованию индексированной номинальной стоимости жилищных сертификатов. В качестве эмитентов жилищных сертификатов могли выступать только юридические лица, зарегистрированные на территории России, имеющие права заказчика на строительство жилья. Программы выпуска жилищных сертификатов имели очень ограниченный успех и не имели ничего общего с инструментами, с помощью которых можно было бы рефинансировать ипотечные кредиты.

Первым шагом на пути формирования рынка ипотечных ценных бумаг, можно считать принятие закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)», который, по сути определил статус ипотечного кредита, правила его оборота и ввёл такой инструмент, как закладная.

В статье 13 данного закона говорится, что закладная – это документ, удостоверяющий следующие законные права её владельца:

- право на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой имущества, указанного в договоре об ипотеке, без предъявления других доказательств существования этого обязательства;
- право залога на указанное в договоре об ипотеке имущество.

Закон определяет закладную как самостоятельную ценную бумагу – документ, который фактически дублирует или заменяет договор ипотеки (закладное свидетельство). Введение этой конструкции, по замыслам авторов закона, должно интегрировать рынок недвижимости с фондовым рынком и способствовать развитию в России вторичного рынка ипотечных кредитов, однако фактом является то, что зарубежная практика (по крайней мере, если иметь в виду основные страны), не знает такого инструмента. Закладное свидетельство в США не является свободно обращающимся документом.

Необходимо отметить, что оборот договоров об ипотеке в законе прописан более чётко, нежели оборот закладных. Так каждая переуступка прав по договору требует обязательной государственной регистрации, а по закладной этот процесс необязателен. С одной стороны, это облегчает оборот закладных, однако, с другой - возникает проблема прозрачности информации о конечном залогодержателе.

Смысл закона «Об ипотеке» заключается в стандартизации первичного рынка ипотечных кредитов. На сегодняшний день этот рынок остаётся, в силу его молодости, малоденежным. К примеру, за всю историю развития ипотеки в Москве (лидере в этом смысле по России), по данным городского департамента муниципального жилья и жилищной политики, выдан 1941 ипотечный кредит. Из них 1236 – банковских. Наибольшее число

кредитов выдал Сбербанк РФ(341), Собинбанк(259), КБ «Инвестиционная банковская корпорация»(154), Дельта – Банк(107). Из небанковских кредитов большая часть выдана АО«СКК»⁴⁶.

Отмечу, что рынок недвижимости в России начинает плавно использовать ресурсы сети интернет, в частности развиваются различные автоматизированные информационные системы по продаже жилой недвижимости с использованием механизмов ипотеки. О применении автоматизированных информационных технологий в этой сфере смотри приложение №4

Следующим существенным моментом в формировании рынка ипотечных ценных бумаг явилась организация деятельности государственного ипотечного агентства и схожих по своим функциям структур. Это в первую очередь, Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК), затем – Банк «Московское ипотечное агентство» (МИА) и Инвестиционный Фонд «США - Россия».

В 1997 – 1998 гг. в России, и в первую очередь в Москве, были предприняты шаги по реализации американской схемы выпуска ценных бумаг, основанных на закладных (MBS). С идеей создания организации, подобной «Фанни Мэй» выступило российское правительство: согласно Постановлению №1010 от 26 августа 1996 г. создано Федеральное Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК).

АИЖК было зарегистрировано в сентябре 1997 г в качестве открытого акционерного общества со 100% - ым участием государства. Его учредителем от имени государства выступает Национальный фонд содействия жилищной реформе – некоммерческая организация, созданная Правительством РФ с первоначальным капиталом за счёт бюджетных средств. Предполагалось, что уставный капитал агентства первоначально составит 160 млн. руб., а в перспективе будет доведен как минимум до 450 млн. руб. – размера государственной доли, предусмотренной в правительственном постановлении. Однако Минфином РФ было

⁴⁶ по состоянию на 05.09.01 (см. сайт [www. cbonds. ru](http://www.cbonds.ru))

выделено только 80 млн. руб. для формирования уставного капитала, что, однако, позволило провести регистрацию.

До недавнего времени деятельность АИЖК была фактически заморожена по причине полного отсутствия интереса к нему со стороны чиновников. В марте 2001 года АИЖК уже начало реализацию своей программы в Санкт-Петербурге и Новосибирске. Правда, в весьма скромных масштабах (по состоянию на 22.04.2002 г. кредитный портфель агентства не превышал 20 млн руб.⁴⁷).

Деятельность АИЖК сдерживается проблемами правового характера. Являясь бюджетной организацией, агентство, согласно действующему законодательству, не имеет права на получение банковской лицензии и, соответственно, на осуществление кредитной деятельности без посредников в лице банков. В настоящее время АИЖК осуществляет выкуп залдных (лицензия ЦБ для этого не требуется) и одновременно добивается принятия поправок к Гражданскому кодексу, которые предусматривали бы возможность получения ипотечными агентствами кредитной лицензии.

В соответствии с федеральной целевой программой «Свой дом» долговые обязательства агентства могут обеспечиваться федеральными правительственными гарантиями. Однако впервые такие гарантии в размере 2 млрд. рублей появились в бюджете на 2001 год и до этого времени АИЖК было весьма сковано в финансировании. Правда этими гарантиями АИЖК так и не смогло воспользоваться и до сих пор не выпустило ни одной облигации.

В настоящее время (АИЖК) направило региональным участникам ипотечного рынка просьбу о предоставлении заявок о рефинансировании ипотечных кредитов в период 2002-2003 годов. Об этом сообщил первый заместитель генерального директора АИЖК Валерий Серегин, выступая на межрегиональном совещании по вопросам развития ипотечного жилищного кредитования в РФ, которое состоялось 4 июля 2002 года в Белгороде. По словам В.Серегина, региональные представители ипотечного рынка должны представить

заявки по объему кредитов, подлежащих рефинансированию в текущем году, и прогноз по рефинансированию на 2003 год. Таким образом, АИЖК сформирует портфель кредитов и подготовит выпуск ипотечных ценных бумаг. "Если кредиты, ставки процентов по которым будут ниже 18%, как это оговорено в "Стандартах процедуры выдачи, сопровождения и рефинансирования ипотечных кредитов, а ипотечное покрытие будет отвечать стандартам, агентство может пойти навстречу регионам и принять их к рефинансированию", - отметил генеральный директор АИЖК А.Семеняка. По словам, А.Семеняки⁴⁸, в 2002 году Агентство может выпустить и разместить ипотечные ценные бумаги на 2 млрд. руб. Облигации намерен приобрести Пенсионный фонд РФ.

Для реализации своих региональных ипотечных программ Правительством Москвы в соответствии с законом г Москвы от 31 марта 1999 г N 11 "Об организационном и финансовом обеспечении внедрения системы ипотечного жилищного кредитования в городе Москве" был создан аналогичный по своим функциям АИЖК, но иной по организационной форме, институт - Банк "Московское ипотечное агентство". Банк имеет лицензию ЦБ РФ на право совершения операций в рублях и иностранной валюте. Банк имеет право выкупать у коммерческих банков права требования по ипотечным кредитам, выданным по утвержденным стандартам, обеспечивая тем самым долгосрочное рефинансирование ипотечных программ кредитных организаций.

Банк действует в рамках московской программы ипотечного кредитования обозначенной Постановлением Правительства Москвы «О концепции развития ипотечного жилищного кредитования в г. Москве» от 11.08.98 г.

По состоянию на сегодняшний день банк не выпустил ни одной ипотечной ценной бумаги. Однако в июле 2002 года были приняты поправки в бюджет города Москвы, устанавливающие гарантии КБ "Московское ипотечное агентство" (МИА) на сумму 2.2 млрд. руб. МИА намерен выпустить в IV квартале 2002 года ипотечные облигации на эту сумму.

⁴⁷ см. сайт www.cbonds.ru (ленту новостей)

⁴⁸ см. сайт www.cbonds.ru

Облигации планируется выпускать траншами по 15 млн. долл. в рублевом эквиваленте в течение 2002-2003 гг. Весь объём эмиссии будет обеспечен гарантиями правительства Москвы.

Срок обращения облигаций составит 10 лет и будет зависеть от длины сформированного кредитного портфеля банка. Средства, привлеченные от размещения облигаций, будут направлены на ипотечное кредитование.

Однако лидером рынка (с точки зрения объёмов ипотечных портфелей) до сих пор остаётся программа "Дельта-Кредит" (более \$30 млн.). «Дельта Кредит» - это компания, созданная фондом «США – Россия», специализирующаяся на предоставлении ипотечных кредитов. Инвестиционный фонд "США-Россия" - частный американский фонд, созданный с целью содействия развитию рыночной экономики в РФ. Из \$440 млн., выделенных фонду Конгрессом США в 1995 году, на 03.10.2001 г. израсходовано \$265 млн⁴⁹. В настоящее время в структуру инвестиционного фонда США - Россия входят, помимо "Дельта-кредита", компания "Дельта-лизинг", предоставляющая лизинговые услуги, и "Дельта-банк", который занимается кредитованием малого и среднего бизнеса. Фонд «США - Россия» - первая и единственная на данный момент западная организация, которая предоставляет долгосрочное финансирование на развитие ипотеки.

Как мы видим, на рынке ипотечных ценных бумаг достаточно операторов для его функционирования. Главной же проблемой на сегодняшний день является отсутствие законодательно определённых инструментов этого рынка, т.е. инструментов, с помощью которых можно было бы эффективно рефинансировать ипотечные кредиты.

В январе 2002 года в законодательстве появились первые инструменты, пригодные для рефинансирования ипотечных кредитов – Паи закрытых ПИФов (далее Паи ЗПИФов). Именно этот новый вид ПИФов получил согласно закону право на жизнь и право на операции с недвижимостью, вобрав в себя отдельные черты ипотечных ценных бумаг «прямого

⁴⁹ см. сайт www.cbonds.ru (ленту новостей)

действия» («pass – through»). Однако Паи ЗПИФов обладают рядом серьёзных недостатков и операторы рынка находятся в ожидании принятия закона «Об эмиссионных ипотечных ценных бумагах», который призван ввести целый класс качественных ипотечных ценных бумаг.

3.3. Ипотечные эмиссионные ценные бумаги и Паи закрытых ПИФов.

В середине апреля Государственная Дума приняла в первом чтении закон «Об ипотечных эмиссионных ценных бумагах» (ИЭЦБ). По мнению депутатов, закон имеет все шансы быть принятым во всех трёх чтениях в течение осенней сессии.

Финансовые инструменты, вводимые законопроектом, призваны обеспечить функционирование системы рефинансирования ипотечных кредитов. Авторы законопроекта предлагают рынку два класса инструментов – долевые (ипотечные сертификаты участия) и долговые (сходные с ипотечными облигациями). Класс долговых бумаг хорошо известен участникам рынка.

Новеллой проекта обещает стать конструкция ипотечного сертификата участия. Это уже второй законодательный акт, который использует относительно новую для российского рынка недвижимости правовую конструкцию. В декабре прошлого года вступил в силу федеральный закон «Об инвестиционных фондах», содержащий нормы о закрытых паевых инвестиционных фондах (ЗПИФ). Управляющие компании ЗПИФов получили право на операции с недвижимостью, а значит, паи этих фондов, по мнению ряда экспертов, окажутся весьма похожи на ипотечные ценные бумаги (сертификаты участия). Сравнение обоих упомянутых инструментов представляет значительный интерес и позволяет лучше понять их природу и особенности.

В проекте закона об ИЭЦБ законодатель заложил несколько фундаментальных принципов, отличающих ИЭЦБ (в том числе ИСУ) от прочих финансовых инструментов.

1. Принцип покрытия. Обязанность эмитента по формированию так называемого покрытия выступает основой конструкции ипотечных ценных бумаг. В соответствии с законопроектом покрытие ипотечных ценных бумаг (ипотечное покрытие) могут составлять: закладные; денежные требования по обеспеченным ипотекой обязательствам из кредитных договоров, договоров коммерческого кредита или договоров займа; а также денежные средства, ликвидные ценные бумаги и иные финансовые инструменты. Формирование покрытия по сути является первым шагом эмитента в процессе эмиссии ипотечных ценных бумаг.
2. Принцип избирательности. Размеры ипотечных кредитов, из которых формируется покрытие, не должны превышать 70% от рыночной стоимости недвижимого имущества, соответственно, объёмы выпуска ипотечных ценных бумаг будут составлять не более 70% от стоимости заложенной в кредитных институтах недвижимости. Запас прочности в 30% делает ценные бумаги с таким обеспечением наиболее привлекательными для инвесторов ввиду их относительной безрисковости.
3. Принцип отдельного учёта ипотечных активов. В соответствии с законопроектом состав ипотечного покрытия отражается в так называемом реестре покрытия, обязанность по ведению которого, по всей видимости, будет законодательно возложена на специализированные депозитарии*. Денежные требования по обеспеченным ипотекой обязательствам и иное имущество, которые составляют покрытие, учитываются эмитентом на отдельном балансе. А также при банкротстве или ликвидации эмитента, в соответствии с законопроектом, имущество, составляющее покрытие, не включается в общую конкурсную массу.
4. Принцип обеспечения. При неисполнении эмитентом своих обязательств держатель ипотечных ценных бумаг имеет преимущественное перед другими кредиторами право

* Соответствующие рекомендации содержатся в заключении банковского комитета и возможно будут включены в законопроект ко второму чтению.

на получение удовлетворения из стоимости имущества, включённого в состав покрытия .

5. Принцип однородности. Ипотечные активы, входящие в состав одного покрытия, должны быть обеспечены либо только жилой недвижимостью, либо только промышленной и т.д.
6. Принцип конгруэнтности. Данный принцип заключается в том, что обязательства принимаемые на себя эмитентом по поводу выпуска ипотечных ценных бумаг должны быть не больше, чем поток, генерируемый покрытием данного выпуска, в любой момент времени в течение всего срока обращения бумаг этого выпуска. Эти позиции реализуются исключительно для ипотечных облигаций, ввиду того, что ипотечные ценные бумаги с доверительной основой создают прямой поток денежных средств от залогодателей до держателей ипотечных ценных бумаг. Эмитент здесь является доверительным управляющим.

Виды ипотечных эмиссионных ценных бумаг

Закон об ИЭЦБ определяет два вида ипотечных ценных бумаг – закладные листы и ипотечные сертификаты участия. Закладные листы (ЗЛ) фактически представляют собой ипотечные облигации, обеспеченные покрытием. Они удостоверяют право на получение от эмитента номинальной стоимости и процентных платежей, а также устанавливают ряд прав, вытекающих из обеспечения. В частности, право в судебном порядке требовать передачи покрытия в доверительное управление другому лицу. Выплата номинальной стоимости по ЗЛ производится в конце срока их обращения.

В законопроекте также определены сквозные закладные листы (СЗЛ), выплата номинальной стоимости по которым производится в течении всего срока их обращения. Владелец СЗЛ получает периодически (ежемесячно или реже) процентные платежи и платежи в погашение части основного долга. В частном случае это могут быть равные

ежемесячные выплаты в течение всего срока обращения указанных ценных бумаг, что делает их особенно привлекательными для таких институциональных инвесторов как страховые компании и пенсионные фонды.

Ипотечные сертификаты участия и паи ЗПИФов⁵⁰

В отличие от закладных листов ИСУ – долевые ценные бумаги, владельцы которых одновременно выступают общими собственниками покрытия выпуска ИСУ, а также учредителями и выгодоприобретателями по договору доверительного управления. Доверительное управление осуществляет эмитент.

Выпуск ИСУ как механизм секьюритизации активов позволит финансовым институтам, в первую очередь банкам, непосредственно осуществляющим ипотечное кредитование, трансформировать долгосрочные ипотечные кредиты (по сути убрать их с баланса) в ликвидные активы, улучшив тем самым свои показатели ликвидности, а также высвободив ресурсы для увеличения объёмов кредитных операций.

На практике эта конструкция может выглядеть следующим образом. Банк формирует покрытие из собственных закладных или закладных, приобретённых у других банков, и осуществляет выпуск. При этом права собственности на имущество, составляющее покрытие, а также все права и обязанности, вытекающие из обеспечения (ипотечных активов), переходят к держателям ИСУ. Банк становится доверительным управляющим покрытием, а выгодоприобретателями по договору доверительного управления становятся держатели бумаг.

Банк, реализующий такую схему, списывает со своего баланса пул ипотечных кредитов, снижая тем самым кредитные риски и улучшая обязательные банковские нормативы. Он также получает денежные средства, полученные в результате размещения ИСУ, и вознаграждение доверительного управляющего.

⁵⁰ Более подробное сравнение см. в приложении №5

В соответствии с законопроектом ИСУ является именной ценной бумагой. Срок их обращения соответствует сроку исполнения обязательств, входящих в покрытие бумаг этого выпуска. Размещение должно быть закончено в течение 30 дней с даты начала эмиссии. Эмиссия считается несостоявшейся, если эмитент не разместил хотя бы один сертификат.

Владельцы ИСУ имеют права на получение пропорциональной части производимых должниками по кредитным договорам или договорам займа, входящим в состав покрытия, выплат основной суммы долга и процентов, а также права на получение части денежной суммы, вырученной от реализации покрытия выпуска, в случае обращения взыскания на предмет ипотеки. Согласно законопроекту, владельцы ипотечных сертификатов участия наделены достаточно специфическим правом в случае нарушения их прав и законных интересов обратиться в Федеральную Комиссию по рынку ценных бумаг с требованием о проведении проверки деятельности эмитента.

В рамках доверительного управления эмитент самостоятельно и от своего имени осуществляет любые юридические и фактические действия, предусмотренные законодательством Российской Федерации, по отношению к должникам по обязательствам, включённым в состав покрытия. Он осуществляет обслуживание этих обязательств.

Важным моментом является порядок реализации прав владельцев ценных бумаг. Так, в законопроекте предусмотрена процедура замены доверительного управляющего в 3-х месячный срок и, если по каким-то причинам этого не произошло, то выпуск подлежит досрочному погашению. Все обязанности по реализации покрытия и по распределению вырученных средств лежат на эмитенте, которому на это отводится также 3-х месячный срок.

Ипотечные сертификаты участия с учётом особенностей российского законодательства сконструированы как pass through, то есть это «бумаги прямого владения». Следует отметить, что в природе вышеупомянутых паёв ЗПИФов заложена

такая же конструкция. Возникает справедливый вопрос - не являются ли ипотечные сертификаты участия частным случаем паёв ЗПИФов?

В основе правоотношений, возникающих в рамках обеих схем, лежит договор доверительного управления (ДУ). Идентичны основные права держателей этих ценных бумаг, что объясняется источником их возникновения: права держателей вытекают из договора ДУ, соответствующие положения которого одинаковы в обоих случаях, так как регулируются Гражданским Кодексом. Похожи процедуры реализации прав владельцев этих ценных бумаг в случае неисполнения эмитентом своих обязательств. Однако на этом внешнее сходство заканчивается и проявляется ряд серьёзных отличий.

Прежде всего, различия в процессе формирования активов (покрытия) – если в случае с ИСУ формирование покрытия предшествует размещению бумаг, что регулируется прямой нормой законопроекта, то в случае с ЗПИФом действует известный афоризм «утром деньги – вечером стулья», то есть имеет место обратная картина. Для паёв ЗПИФов не может быть реализован основополагающий принцип ИСУ – принцип покрытия. Если держатель ИСУ в момент приобретения имеет возможность оценить качество покрытия, то, приобретая паи, качество активов, которые ещё только предстоит приобрести, до конца не ясно.

Кроме того, риски, которым подвержены инвесторы при первичном приобретении данных ценных бумаг, не равнозначны. Паи ЗПИФов согласно закону предусматривают выплату дохода от управления ипотечными активами исключительно в виде доли в приросте их стоимости, соответствующей количеству паёв. Речи о чётких и определённых процентных платежах, имеющих место в случае ИСУ, здесь не идёт. Для того, чтобы ориентировать инвесторов на предмет доходности, управляющая компания может взять на себя обязательства формировать активы таким образом, чтобы этот прирост был определён. Например, закрепить в инвестиционной декларации среднюю норму процентных выплат по портфелю ипотечных активов или требование к процентам

по каждой закладной в отдельности (скажем 8%). И это могло бы в принципе решить подобные проблемы, однако, с учётом уникальности каждой закладной по своим параметрам и неразвитости этого сегмента российского рынка вообще, такая конструкция подвергает инвесторов ещё одному риску, помимо риска недоформирования ЗПИФа. Этот риск заключается в том, что управляющая компания физически не сможет оперативно приобрести ипотечные активы, отвечающие нужным параметрам, и процесс полного формирования портфеля растянется во времени. Что касается ИСУ, то основной риск при их эмиссии – неразмещение хотя бы одного ипотечного сертификата. Принцип покрытия избавляет инвесторов от рисков, связанных с формированием такого покрытия.

Вопрос формирования активов (покрытия), то есть требования к составу и структуре, в случае ИСУ решён законодателем с неизмеримо большей степенью детализации и содержательности, нежели в случае с ПИФаами. В соответствии с законопроектом денежные требования, составляющие покрытие, должны отвечать специальным требованиям: по размеру кредита – величина кредита не должна превышать 70 процентов от рыночной стоимости (денежной оценки) недвижимого имущества, выступающего предметом ипотеки; по денежной оценке – рыночная стоимость недвижимого имущества должна быть определена оценщиком; по кредитоспособности должника по обеспеченному ипотекой обязательству – она должна быть определена в соответствии с положением, содержащемся в проспекте эмиссии. Кроме того, недвижимое имущество, выступающее предметом ипотеки, должно быть застраховано от рисков утраты или повреждения в полной стоимости на весь срок действия кредитного договора. С другой стороны, в законе «Об инвестиционных фондах» не прописано никаких требований к составу и структуре активов. Эти требования регулируются ФКЦБ и пока их не существует. Однако управляющая компания, формируя ЗПИФ, может добиться реализации принципов избирательности и однородности, характерных для ИСУ. Для

этого она должна разрабатывать собственные требования к активам и указать их в инвестиционной декларации.

Представляется, что качество нового законопроекта, преимущественно состоящего из норм прямого действия, можно оценить как высокое. Главный его недостаток по состоянию на сегодняшний день – то что законопроект принят пока лишь в первом чтении. Также можно констатировать, что существующие в настоящее время в российском законодательстве виды ценных бумаг не удовлетворяют в полной мере условиям, предъявляемым к финансовым инструментам, с помощью которых возможно обратить ипотечные активы в ценные бумаги.

Заключение

Введённый в действие Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)», как, впрочем, и многие другие новые законы, поставил перед участниками рынка недвижимости, нотариусами, банками, государственными органами, гражданами большое количество вопросов, ответы на которые были далеко не очевидны. Многие из этих вопросов остаются спорными и сейчас. Приобретение квартиры за счет кредита является основной формой улучшения жилищных условий в мире и только ещё зарождается в России. На сегодняшний день имеется масса противоречий, касающихся такого вида операций.

Рынок ипотечного кредитования еще только зарождается в России, и понятия «ипотека», «закладная» достаточно новые и неопределённые для большинства россиян.

Ипотечное кредитование - один из самых проверенных в мировой практике и надёжных способов привлечения частных инвестиций в жилищную сферу. Именно ипотека позволяет наиболее выгодно сочетать интересы населения в улучшении жилищных условий, коммерческих банков и других кредиторов - в эффективной и прибыльной работе,

строительного комплекса - в ритмичной загрузке производства и, конечно же, государства, заинтересованного в общем экономическом росте.

Формирование системы ипотечного кредитования является одним из приоритетных направлений государственной политики.

Макроэкономические условия, сложившиеся в России в результате финансового кризиса 1998 года, ещё более усиливают важность развития долгосрочного ипотечного кредитования населения уже не как отдельных инициатив коммерческих банков или регионов, а как целостной системы при непосредственном воздействии государства.

Несомненно, главные проблемы ипотеки лежат в экономике, и макроэкономическая стабильность является неременным условием преодоления общего кризиса и эффективной работы финансовой системы. Только в условиях сильной экономики возможно развитие рыночного ипотечного кредитования. При том, что только государству по силам организовать все имеющиеся в стране ресурсы в эффективный, качественно новый, мощный инвестиционный блок.

Необходимо учитывать огромные инвестиционные возможности самого ипотечного кредитования, заложенные в этом институте, - инвестиционный или жилищный мультипликатор. Поэтому реформированный жилищный сектор – это фундамент для развития многих других отраслей, локомотив для поднятия всей российской экономики.

Действительно, жилищные реформы позволили в своё время выйти из кризиса многим странам, в частности Канаде, Германии, Аргентине, Чили, США. Если принять во внимание огромную роль, которую жилищное инвестирование, жилищная отрасль играют в экономике любой страны, то понятно, что именно реформирование жилищного инвестиционного сектора должно стать основным приоритетом в экономике, а сам жилищный сектор должен стать структурообразующим фактором, рычагом, движущей

силой экономического развития страны. Но для этого нужна грамотная и эффективная инвестиционная жилищная политика, основой которой должен стать институт ипотеки.

Не менее важным, а возможно, и самым главным является то, что хорошо «поставленный», правильно управляемый жилищный инвестиционный рынок, базирующийся на институте ипотеки, - это удобные и стабильные для планирования в долгосрочном периоде финансовые «пассивы» и «активы», эффективные инструменты для регулирования финансового состояния России, и именно поэтому это реальный шанс укрепить финансовую систему России, главный «ключ» к стабилизации всей экономики.

Созданию же рынка ипотечных ценных бумаг в данной инвестиционной политике должно отводиться первоочередное значение. Именно ипотечные ценные бумаги, ввиду целевой направленности движения денежных средств, которое они обеспечивают, способны обеспечить ускоренный кругооборот финансовых ресурсов в экономике.

В итоге хотелось бы отметить следующее. Первичный рынок ипотечного кредита на сегодняшний день в России остаётся малоденежным, что может объясняться всё же повышенной рискованностью ипотечного кредита в России, некоторыми проблемами и недоработками в законодательстве, а также слабостью банковской системы, которая не до конца восстановилась после кризиса 1998 года. Однако активность государства в построении ипотечной системы, включая рынок ипотечных ценных бумаг, ощутимо возросла. Можно констатировать, что в России выстраивается некая гибридная схема рефинансирования ипотечного кредита, включающая американские технологии секьюритизации и аналоги пфандбрифов.

В заключении можно сказать, российский рынок ипотечных ценных бумаг фактически сможет отпраздновать свой день рождения с вступлением в силу закона «Об ипотечных эмиссионных ценных бумагах». Этот закон регламентирует последний необходимый элемент системы ипотеки в России – непосредственно, сами ипотечные ценные бумаги.

После этого можно будет сказать, что Россия обладает всеми необходимыми и достаточными условиями для полноценного использования института ипотеки на благо общества.

Список использованной литературы

1. Федеральный закон от 21.07.97г. №122-ФЗ «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним».
2. Гражданский кодекс Российской Федерации. Части первая и вторая.
3. Федеральный закон РФ от 16.07.98 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)».
4. Методические рекомендации по применению профессиональными участниками рынка ценных бумаг Федерального закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)», утвержденные Распоряжением ФКЦБ РФ от 26.02.99 г. №195-р.
5. Закон РФ «О подоходном налоге с физических лиц» от 07.12.91 г. №1998-1.
6. Концепция развития ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации, утвержденная Постановлением Правительства РФ от 11 января 2000 г. №28.
7. Постановление Правительства РФ «О мерах по развитию системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации» от 11 января 2000 г. №28
8. Концепция развития ипотечного жилищного кредитования в г. Москве, утвержденная Постановлением Правительства Москвы от 11 августа 1998 г. № 625.
9. Закон г Москвы от 31 марта 1999 г N 11 "Об организационном и финансовом обеспечении внедрения системы ипотечного жилищного кредитования в городе Москве"
10. Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» №156 – ФЗ от 29.11.2001.

11. Проект закона «Об ипотечных эмиссионных ценных бумагах», внесённый группой депутатов 06.03.2001
12. Балабанов И.Т. «Экономика недвижимости: краткий курс». Учебное пособие. – С.-Пб.: издательство «Питер». 2000. 208 стр.
13. Горемыкин В.А., Бугулов Э.Р. Недвижимость: регистрация прав и сделок, ипотечное кредитование. В схемах. Издание 2-е, стереотипное. – М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1999. – 144с.
14. Иванов В.В. «Ипотечное кредитование», - М.: информационно – внедренческий центр «Маркетинг», 2001, - 274 стр.
15. Ипотечно-инвестиционный анализ : Учебное пособие / Под. ред. засл. деят. науки РФ, проф. В.Е.Есипова. – С-Пб.: Издательство Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов, 1998. – 207 с.
16. Кудрявцев В.А., Кудрявцева Е.В. Основы организации ипотечного кредитования. Учеб. пособие. – М.: Высш. шк., 1998. – 64 с.:ил.
17. Розенберг Дж. М. «Инвестиции. Терминологический словарь», М.: Инфра – М, 1997, 450 стр.
18. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. - М.: ИНФРА-М, 1996. - 304 с.
19. Рябченко Л.И. «Ипотечное кредитование», Учебное пособие. М.: ФА, 2001, 120 стр.
20. Таранков В.И. Ценные бумаги Государства Российского. – Тольяти: Малое издательское предприятие «Интер-Волга», 1992. – 648с.
21. Фёдоров Б.Г. «Англо – русский банковский энциклопедический словарь», СПб.: Лимбус – пресс, 1995, 640 стр.
22. Фридман Дж., Ордуэй Н. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. М.: «Дело» 1997, - 367 стр.
23. Цылина Г.А. «Ипотека: жильё в кредит» - М.: ЗАО «Издательство «Экономика»», 2001, 358 стр.
24. Сборник материалов «Модель вторичного рынка ипотечных кредитов: опыт США» / Институт экономики города. – М.: Институт экономики города, 1995. – 123 с.
25. Веремейкина В.Д. История развития ипотечных кредитных учреждений//Банковские услуги. – 2001. - №11, стр. 34 – 39.

26. Веремейкина В.Д. Зарубежные модели стройсбережений и возможность их применения в России//Банковские услуги. – 2001. - №12, стр. 18 – 20.
27. Воеводская Н.П., Пантелеев В.В. Жилищное кредитование // Деньги и кредит. - 1996. - №11. - С. 52-56.
28. Голицын Ю. Ипотека до революции // Итоги. – 1999г. – 10 августа. - С. 30.
29. Городецкий С. Ипотечные ценные бумаги в дореволюционной России // Рынок ценных бумаг. – 1999. - №19. - С.78-80.
30. Клепикова Е. Механизм рефинансирования ипотечных программ // Рынок ценных бумаг. – 1999. – №20. – С.166-169.
31. Копейкин А., Стебнев Л., Скоробогатько Б., Пенкина И. Американская модель ипотеки // Рынок ценных бумаг. – 1999г. - №8(143). - С. 18-24.
32. Копейкин А., Стебнев Л., Скоробогатько Б., Пенкина И. Развитие ипотечного кредитования в России // Рынок ценных бумаг. – 1999г. - №8 (143). - С. 25-29.
33. Кук Джеймс Б. Новый приоритет – организация финансирования ипотечных программ // Рынок ценных бумаг. – 1999. - №20. – С.162-163.
34. Латынцев А.В. Оформление ипотеки посредством закладной. Вопросы остаются// Банковское дело. 2001 - №12. стр.36 – 40.
35. Логинов М.П. Как решить жилищный вопрос//ЭКО. 2001 - №11, стр. 60 – 77.
36. Леонов Е. Ипотечные программы, которые уже работают // Коммерсантъ. – 1999. - №128 - С.9
37. Лосев С. Организация выпуска ипотечных облигаций // Рынок ценных бумаг. – 1999. - №19. - С. 71-73.
38. Макаревич Л.Н. О проблемах ипотечного кредитования // Деньги и кредит. - 1998. - №6. - С.44 – 50.
39. Митрошина К. Ипотечные банки // Ипотека. Финансирование будущего. – 1999. - №1-2. - С.13-14.
40. Митрошина К. Секьюритизация ипотечного кредита и вторичный ипотечный рынок // Ипотека. Финансирование будущего. – 1999. - №4(22). - С.14.
41. Проскуракова Н.А. Крестьянский поземельный банк // Отечественная история. – 1998. - №3.– С. 66-82.
42. Ратманов Л. Законодательные основы ипотечного кредитования//Финансовый бизнес. 2001 - №2, стр. 55 - 57
43. Рошек Ю. Десять лет с правом прописки // Профиль. – 1999г. - №32. - С. 56-61.
44. Рубцов Б.Б. Современные системы финансирования ипотечных кредитов и рынки ценных бумаг, обеспеченных недвижимостью // Банковские услуги. – 1999. - №4. - С. 23-29; №5 - 6. - С. 38-42.

45. Б.Б.Рубцов «Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов», РЦБ№6, 2001, с. 73 – 79.
46. Рябченко Л.И. Особенности организации ипотечного кредитования в мировой банковской практике // Аудитор. –1999г. - №1-2. - С. 76-86.
47. Саркисянц А. Секьюритизация активов // Финансист. - 1998. - №1/2. – С.48-51.
48. Саркисянц А., Чепурина Л. Секьюритизация и банкротство: мировой опыт // Банковское дело. – 1998. - №11 - С. 12-19.
49. Семенкова Е.В. Экономическое содержание и основные преимущества секьюритизации как способа формирования финансовых потоков // Банковские услуги. – 1997. - С. 22-26.
50. Страйк Раймонд Дж. Ипотека в России: контрактные сбережения или вторичный рынок? // Рынок ценных бумаг. – 1999. - №19. - С. 74-77.
51. Шадрин А. Рынок ипотечных ценных бумаг. Опыт США и перспективы России // Рынок ценных бумаг. - 1998. - №7. - С. 62-64; №8. – С. 86-89.
52. Хрулёва З. Особенности ипотеки жилых домов и квартир//Хозяйство и право. 2001 - №8. стр.108 – 113

53. Furguson B. «Micro-finance of housing: a key to housing the low or moderate-income majority», Inter - American Development Bank, 2000
54. The Pfandbrief The European Credit Benchmark. Facts and figures. Association of German Mortgage Banks. Bonn, 2000. (доступно на сайте www.pfandbrief.org)
55. www.pfandbrief.org – официальный сайт Ассоциации немецких ипотечных банков
56. www.fanniemae.com – официальный сайт Фэнни Мэй в сети Internet
57. www.freddiemac.com – официальный сайт Фредди Мак в сети Internet
58. www.ginniemae.gov - официальный сайт Джинни Мэй в сети Internet
59. www.hypo.org - сайт Европейской ипотечной ассоциации
60. www.cbonds.ru - информационный сайт.
61. www.wbln0018.worldbank.org – информационный сайт
62. www.adb.org – официальный сайт Asian Development Bank
63. www.maif.ru

Приложение №1.

Виды ипотечных институтов в разных странах.

<i>СТРАНА</i>	ВИДЫ ИПОТЕЧНЫХ ИНСТИТУТОВ
США	Коммерческие банки, ипотечные банки, ссудо-сберегательные ассоциации, Федеральная система фермерского кредита.
Германия	Ипотечные банки, строительные сберегательные кассы
Великобритания	Строительные общества, ипотечные банки
Канада	Ипотечные компании, корпорация фермерского кредита
Австрия	Сельскохозяйственные ипотечные банки, коммерческие банки,
Швейцария	Региональные банки, сберегательные кассы, ссудные кассы

Франция	Коммерческие банки, Французский земельный кредит, взаимосберегательные банки, сберегательные учреждения
Италия	Специализированные ипотечные институты
Норвегия	Ипотечный банк Королевства Норвегия, специализированные учреждения
Дания	Ипотечные кредитные ассоциации, кредитные ассоциации
Швеция	Ипотечные специализированные институты
Мексика	Коммерческие банки, небанковские ипотечные институты

Источник: Рябченко Л. Особенности организации ипотечного кредитования в мировой банковской практике//Аудитор. - 1999. - №1-2. - С. 77

Приложение №2

Характеристика рынков ипотечных облигаций стран Западной Европы.

Ипотечные облигации в странах Европы на конец 1999 года, млрд евро		
Страна	Задолженность по облигациям	Доля, %
Германия	236	44
Дания	153	29
Швеция	81	15
Франция	35	7
Норвегия	11	2
Испания	8	1,5
Австрия	5	1
Прочие	2	0,5
Всего:	531	100

Источник: Б.Б.Рубцов «Современные фондовые инструменты финансирования ипотечных кредитов»,

РЦБ№6, 2001, стр. 76

Приложение №3

Доступность ипотечных кредитов в некоторых развивающихся странах.

Показатель	Боливия	Колумбия	Венесуэла	Суринам
Стоимость 40 м ² в жилом помещении 100 м ²	\$6000	\$16000	\$5000	\$13000
Средняя сумма займа	\$4800	\$12800	\$4000	\$10400
Годовая ставка процента	14,5%	31%	33%	39%
Средний срок кредита	9 лет	20 лет	10 лет	15 лет
Ежемесячные платежи	\$78	\$142	\$111	\$328
Типичный доход семей с небольшими доходами	\$75	\$350	\$225	\$200
Типичный доход семьи со средними доходами	\$200	\$1200	\$350	\$400
Коэффициент отношения платежей по кредиту к доходу (П/Д) -	25%	30%	30%	35%
Коэффициент П/Д применительно к семьям с низкими доходами	104%	40%	49%	164%
Коэффициент П/Д применительно к семьям со средними доходами	39%	12%	32%	82%
Доля семей с низкими доходами	Более 60%	78%	80%	Более 70%

Источник: Furguson B. «Micro-finance of housing: a key to housing the low or moderate-income majority», Inter - American Development Bank, 2000, p.68.

Приложение №4.

Межрегиональная автоматизированная информационная система (МАИС) по продаже жилой недвижимости с использованием механизмов ипотеки⁵¹.

Цели и задачи

Межрегиональная автоматизированная информационная система (МАИС) по торговле недвижимостью с использованием механизмов ипотеки предназначена для повышения эффективности реализации Федеральных и региональных программ переселения граждан России с различными уровнями дохода.

Целью проекта является:

- создание центра управления для руководителей различных уровней, способного обеспечить условия многовариантной оценки решений и выбора наиболее рациональных из них, отвечающих экономической и технической политике региона при реализации различных федеральных, окружных и муниципальных программ в области жилищного строительства;
- минимизация временных и материальных затрат на переселения граждан;
- документирование всего процесса реализации программ;
- координация действий со всеми участниками программ;
- представление информации в процессе принятия решений по управлению проектами в графическом, табличном и текстовом виде;
- автоматизированная подготовка отчетов и докладов о выполнении программ.

Структура

Ядром системы "МАИС" является центральный серверный узел, осуществляющий подключение к региональным фондам жилищного строительства, крупнейшим региональным застройщикам и риэлторским компаниям. Благодаря тесной интеграции с системой "Динасайт МАИФ" информационная система "МАИС" позволяет

⁵¹ см. сайт www.maif.ru

предоставлять доступ в систему рядовым пользователям сети интернет для поиска квартир. Структура системы обеспечивает неограниченную ее расширяемость и высокую защищенность данных.

Принципы работы системы

Межрегиональная автоматизированная информационная система состоит из неограниченного количества рабочих мест для покупателей и продавцов недвижимости, что позволяет организовать:

- ввод, систематизацию и хранение информации по предложениям квартир в различных городах России;
- прием запроса покупателя в городе его проживания;
- дистанционное оформление сделки по купле квартиры.

Каждый фонд имеет свою собственную базу данных по квартирам в свое городе, а также доступ через центральный узел к базам данных других участников системы.

Работа с системой осуществляется следующим образом:

- потребитель обращается в ближайший Фонд или агентство с запросом о поиске подходящего варианта квартиры в другом городе участнике системы;
- оператор осуществляет поиск в данной системе;
- запрос обрабатывается центральным сервером, при необходимости информация извлекается из базы данных фонда интересующего покупателя региона;
- оператору предоставляется список вариантов квартир удовлетворяющих требованиям покупателя;
- если какой-либо из вариантов устраивает покупателя, то в фонд, в базе которого содержится эта квартира, отправляется требование на ее резервирование и данные о покупателе; в случае согласия покупателя оформляется сделка по покупке квартиры и подготавливаются документы по государственной регистрации сделки.

Существует несколько сайтов имеющих как свою собственную базу данных, так и объединяющих межрегиональные ресурсы. Основным их недостатком является нерегулярность обновления информации и отсутствие гарантии ее достоверности. Кроме того, ни одна из этих систем не позволяет подготовить в режиме реального времени сделку и тем более ее совершить, а также провести платеж через единую банковскую систему работающую по всей стране. К этим системам относятся:

- <http://www.rre.ru>
- <http://www.miel.ru>
- <http://www.bsn.ru>

На международном рынке существует подобные интернет - ресурсы, но с ограниченными функциями. Например, это ряд систем, созданных и поддерживаемых крупными строительными компаниями или их объединением. В таких системах предлагается на продажу построенное строителями жилье для покупателей в разных регионах страны. Выбор жилья в таких системах осуществляется в реальном времени, но сделка через интернет не оформляется.

Приложение №5

Сравнительная таблица ипотечных сертификатов участия и паёв закрытых паевых инвестиционных фондов

Ипотечные сертификаты участия	Инвестиционные паи закрытых пифов
Описание ценной бумаги.	
<p>Ипотечный сертификат участия (ИСУ) – именная эмиссионная обращаемая обеспеченная ценная бумага, имеющая номинальную стоимость и срок обращения, которые в рамках одного выпуска должны быть одинаковыми. Срок обращения ИСУ одного выпуска не может превышать срок исполнения обеспеченных ипотекой обязательств, денежные требования по которым составляют покрытие бумаг этого выпуска. Номинальная стоимость ИСУ устанавливается их эмитентом в соответствии со стоимостью имущества, составляющего покрытие выпуска, согласно реестру покрытия на момент принятия решения о выпуске.</p>	<p>Пай - именная неэмиссионная обращаемая ценная бумага. Не имеет номинальной стоимости, расчетная стоимость инвестиционного пая определяется в соответствии с нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг путем деления стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда, рассчитанной на день не ранее дня принятия заявок на приобретение/погашение инвестиционных паев на количество инвестиционных паев, указанное в реестре владельцев инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда. Права на ценную бумагу фиксируются в бездокументарной форме.</p>
Права держателя ценной бумаги (ипотечного сертификата/пая).	
<p>Ипотечный сертификат участия удостоверяет:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Право общей собственности владельца ИСУ на имущество, составляющее покрытие выпуска ИСУ; • Права, вытекающие из договора доверительного управления, в частности права: <ol style="list-style-type: none"> 1. на получение пропорциональной части производимых должниками в соответствии с условиями кредитных договоров, договоров займа, входящих в состав покрытия 	<p>Инвестиционный пай удостоверяет:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Право на долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее закрытый паевой инвестиционный фонд (ЗПИФ); • Права, вытекающие из договора доверительного управления, в частности: <ol style="list-style-type: none"> 1. право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления ЗПИФом

<p>выпуска ИСУ, выплат основной суммы долга и процентов за пользование кредитом или заемными средствами;</p> <p>2. на получение соответствующей части денежной суммы, вырученной от реализации заложенного имущества, являющегося обеспечением по денежным обязательствам, входящим в состав покрытия выпуска ИСУ, в случае обращения взыскания на предмет ипотеки;</p> <ul style="list-style-type: none"> • право в судебном порядке требовать замены доверительного управляющего или прекращения договора доверительного управления с досрочным погашением выпуска; • право на обращение взыскания на имущество эмитента в судебном порядке в части прямого ущерба, вызванного неисполнением или ненадлежащим исполнением, в том числе просрочкой исполнения эмитентом обязательств по ИСУ, и упущенной выгоды. <p>При продаже ИСУ остальные участники общей собственности на имущество, включенное в состав ипотечного покрытия (владельцы бумаг этого выпуска), не обладают правом преимущественной покупки.</p> <p>Владелец ИСУ в случае, если эмитент своим действием или бездействием нарушает его права и законные интересы, вправе обратиться в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг с требованием о проведении проверки деятельности эмитента.</p>	<p>2. право владельца требовать от управляющей компании погашения инвестиционного пая и выплаты в связи с этим денежной компенсации, соразмерной приходящейся на него доле в праве общей собственности на имущество, составляющее ЗПИФ, по окончании срока управления</p> <p>3. право на получение дохода от доверительного управления имуществом ЗПИФа, если правилами доверительного управления этим ЗПИФом предусмотрена выплата дохода от доверительного управления имуществом;</p> <p>4. право участвовать в общем собрании владельцев инвестиционных паев, которое может принимать решения по вопросам:</p> <ul style="list-style-type: none"> • об утверждении изменений и дополнений правил доверительного управления ЗПИФом; • о передаче прав и обязанностей по договору доверительного управления другой управляющей компанией; • о досрочном прекращении ЗПИФа . <p>Владелец пая, присоединяясь к договору доверительного управления ЗПИФом, тем самым отказывается от осуществления преимущественного права приобретения доли в праве собственности на имущество, составляющее ЗПИФ.</p> <p>Каждый инвестиционный пай удостоверяет одинаковую долю в праве общей собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, и одинаковые права.</p>
<p>Порядок и процедура эмиссии и размещения ИСУ (формирования ЗПИФа)</p>	

ИСУ выпускаются с покрытием. Эмитент вправе принять решение о выпуске ИСУ только после формирования покрытия такого выпуска. Процедура эмиссии ИСУ включает следующие этапы:

- получение разрешения на осуществление эмиссии ИСУ;
- принятие эмитентом решения о размещении;
- формирование покрытия ИСУ и подготовка их проспекта эмиссии;
- утверждение эмитентом решения о выпуске ИСУ и их проспекта эмиссии;
- государственная регистрация выпуска и регистрация проспекта эмиссии;
- раскрытие информации, содержащейся в проспекте эмиссии;
- изготовление сертификатов ИСУ (для документарной формы выпуска);
- **размещение ИСУ;**
- регистрация отчета об итогах выпуска ИСУ;
- раскрытие информации, содержащейся в отчете об итогах выпуска.

Разрешения на осуществление эмиссии ИСУ выдаются регистрирующим органом в соответствии с перечнем регистрирующих органов, осуществляющих государственную регистрацию выпусков ценных бумаг, который обязан в срок не позднее 30 дней с даты подачи документов выдать разрешение или отказать в его выдаче. Разрешение на осуществление эмиссии ИСУ может быть получено одновременно (но не позже) с государственной регистрацией выпуска ИСУ и проспекта его эмиссии (Государственная регистрация выпусков ИСУ сопровождается регистрацией их проспектов эмиссии).

Эмитент обязан закончить размещение выпускаемых ИСУ в течение 30

Процедура формирования ЗПИФом состоит из следующих этапов:

- регистрация федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг правил доверительного управления. Управляющая компания не вправе предлагать заключить договор доверительного управления ЗПИФом до регистрации правил доверительного управления. Порядок регистрации устанавливается федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.
- Федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг не позднее 30 дней со дня принятия документов должен принять решение о регистрации правил доверительного управления ЗПИФом или изменений и дополнений в них либо об отказе в их регистрации.
- Срок **формирования** ЗПИФа должен начинаться не позднее шести месяцев с момента регистрации правил доверительного управления и не должен превышать три месяца.

Стоимость имущества, составляющего ЗПИФ, по достижении которой он является сформированным не может быть менее суммы, определенной

<p>дней с даты начала эмиссии. Эмиссия ипотечных сертификатов участия считается несостоявшейся, если эмитент разместил меньшее количество ценных бумаг, чем указано в решении о выпуске. Оплата ИСУ при их размещении осуществляется только денежными средствами.</p> <p>Не позднее 30 дней после завершения размещения, составляющих отдельный выпуск, эмитент обязан представить в регистрирующий орган отчет об итогах данного выпуска ипотечных ценных бумаг, который обязан рассмотреть отчет об итогах выпуска ипотечных ценных бумаг и в двухнедельный срок зарегистрировать отчет или отказать в его регистрации.</p> <p>Стандарты эмиссии, порядок и условия выдачи разрешения на осуществление эмиссии ИСУ устанавливаются федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.</p>	<p>федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.</p> <p>Выдача/погашение инвестиционных паев осуществляется на основании заявок, которые носят безотзывный характер.</p> <p>До завершения формирования ЗПИФа сумма денежных средств (стоимость имущества), на которую выдается один инвестиционный пай, определяется правилами доверительного управления и должна быть единой для всех.</p> <p>После завершения формирования ЗПИФа сумма денежных средств (стоимость имущества), на которую выдается один инвестиционный пай, и сумма денежной компенсации, подлежащая выплате владельцу в связи с погашением инвестиционного пая (за исключением прекращения инвестиционного фонда), должны определяться исходя из расчетной стоимости инвестиционного пая.</p> <p>В течение срока формирования ЗПИФа заявки на погашение инвестиционных паев не принимаются. Прием заявок на погашение инвестиционных паев должен осуществляться в течение срока, определяемого правилами доверительного управления этим ЗПИФом в соответствии с нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.</p> <p>Выплата денежной компенсации в связи с погашением инвестиционных паев осуществляется за счет денежных средств, составляющих ЗПИФ и должна быть осуществлена в течение срока, определенного правилами доверительного управления ЗПИФом, но не позднее одного месяца со дня окончания срока принятия заявок на погашение инвестиционных паев.</p>
<p>Договор доверительного управления</p>	
<p>В основе правоотношений эмитента и владельца ИСУ лежит договор доверительного управления, условия которого определяются эмитентом в решении</p>	<p>В основе правоотношений управляющей компании и держателя пая лежит договор доверительного управления, условия которого определяются управляющей</p>

<p>о выпуске ИСУ. Доверительное управление имуществом, составляющим покрытие выпуска, считается учрежденным с момента приобретения ИСУ. Эмитент осуществляет доверительное управление в интересах владельцев ипотечных сертификатов в течение всего срока обращения выпуска.</p> <p>Решением о выпуске ИСУ могут быть предусмотрены ограничения в отношении отдельных действий по доверительному управлению имуществом, составляющим покрытие выпуска ИСУ.</p> <p>В условиях доверительного управления должны предусматриваться обязательства доверительного управляющего (эмитента) по порядку перечисления владельцам ИСУ денежных средств, полученных в качестве платежей от должников по кредитным договорам и договорам займа, составляющим покрытие выпуска ИСУ.</p>	<p>компанией в стандартных формах и могут быть приняты учредителем доверительного управления только путем присоединения к указанному договору в целом.</p> <p>Присоединение к договору доверительного управления ЗПИФом осуществляется путем приобретения инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда, выдаваемых управляющей компанией, осуществляющей доверительное управление этим фондом.</p> <p>Срок действия договора доверительного управления ЗПИФом, указываемый в правилах доверительного управления этим фондом, не может быть менее одного года с начала срока формирования этого паевого инвестиционного фонда, и не должен превышать 15 лет.</p>
<p>Обязательства «условного» эмитента (эмитента ИСУ/управляющей компании)</p>	
<p>Эмитент ИСУ осуществляет доверительное управление имуществом, составляющим покрытие выпуска, путём совершения любых фактических и юридических действий, предусмотренных в решении о выпуске, а также осуществляет по отношению к должникам по денежным обязательствам, включенным в состав покрытия, все предусмотренные законодательством РФ процедуры (юридические и фактические действия) и осуществляет обслуживание этих обязательств.</p> <p>Эмитент ИСУ не вправе передавать имущество, составляющее покрытие выпуска, в залог для обеспечения обязательств третьих лиц или собственных обязательств, за исключением обязательств перед владельцами ИСУ.</p> <p>Эмитент также обязан:</p>	<p>Управляющая компания осуществляет доверительное управление ЗПИФом путем совершения любых юридических и фактических действий в отношении составляющего его имущества, а также осуществляет все права, удостоверенные ценными бумагами, составляющими ЗПИФ, включая право голоса по голосующим ценным бумагам.</p> <p>Владельцы инвестиционных паев несут риск убытков, связанных с изменением рыночной стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд.</p> <p>Управляющая компания несет перед владельцами инвестиционных паев ответственность в размере реального ущерба в случае причинения им убытков в результате нарушения Федеральных законов и правил доверительного управления.</p>

<ul style="list-style-type: none"> • вести реестр покрытия ИСУ либо поручить на договорной основе его ведение специализированной организации; • передавать владельцам ИСУ пропорционально их доле в порядке, предусмотренном решением о выпуске и проспектом эмиссии ИСУ, часть производимых должниками выплат, поступающих по денежным обязательствам, составляющим покрытие выпуска; • передавать владельцам ИСУ пропорционально их доле часть денежной суммы, вырученной от реализации заложенного имущества, в случае обращения взыскания на предмет ипотеки, являющийся обеспечением денежного обязательства, входящего в состав покрытия выпуска; • информировать владельцев ИСУ о возникновении основания для обращения взыскания в течение пяти рабочих дней с начала процедуры обращения взыскания. <p>Эмитент не вправе приобретать выпущенные им ипотечные сертификаты участия.</p>	<p>Управляющая компания также обязана:</p> <ul style="list-style-type: none"> • передавать имущество, составляющее ЗПИФ, для учета и (или) хранения специализированному депозитарию, если для отдельных видов имущества нормативными правовыми актами Российской Федерации не предусмотрено иное; • передавать специализированному депозитарию незамедлительно с момента их составления или получения копии всех первичных документов в отношении имущества, составляющего ЗПИФ, а также подлинные экземпляры документов, подтверждающих права на недвижимое имущество • представлять в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг отчетность в установленном им порядке; • раскрывать информацию о ЗПИФе в соответствии с Федеральным законом «об Инвестиционных фондах».
<p>Обеспечение ценной бумаги (ИСУ / Пая ЗПИФа)</p>	
<p>Обеспечением ИСУ выступают обеспеченные ипотекой обязательства, входящие в основное ипотечное покрытие. Основным покрытием ИСУ выступают денежные требования по обеспеченным ипотекой обязательствам из кредитных договоров и договоров займа, которые отвечают требованиям установленным законом.</p> <p>Денежные требования по обеспеченным ипотекой обязательствам, права кредитора и залогодержателя по которым удостоверяются закладной, могут выступать основным покрытием ИСУ только при условии, что эмитент</p>	<p>Отсутствует, но существуют следующие механизмы защиты прав инвесторов:</p> <ul style="list-style-type: none"> • законодательные ограничения деятельности управляющей компании; • контроль за исполнением законодательных норм со стороны специализированного депозитария. <p>Специализированный депозитарий ЗПИФа обязан осуществлять контроль за соблюдением управляющей компанией этого паевого инвестиционного фонда</p>

<p>зарегистрирован в Едином государственном реестре прав на недвижимое имущество в качестве законного владельца закладной.</p> <p>Ипотечное финансовое агентство может использовать государственные гарантии для замещения покрытия ИСУ при условии их последующей замены ипотечным покрытием. Порядок такого замещения определяется федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.</p>	<p>законодательства и правил доверительного управления.</p> <p>Специализированный депозитарий не вправе давать управляющей компании согласие на распоряжение имуществом, составляющим ЗПИФ, а также исполнять поручения управляющей компании по передаче ценных бумаг, составляющих ЗПИФ, в случае, если такие распоряжение и передача противоречат законодательству и правилам доверительного управления.</p>
<p>Порядок реализации прав владельцев ценных бумаг в случае неисполнения «условным» эмитентом (эмитентом ИСУ/ управляющей компанией) своих обязательств.</p>	
<p>В проекте закона предусмотрена процедура передачи всех прав и обязанностей эмитента ИСУ в 3 – х месячный срок с момента опубликования сообщения о возникновении оснований для замены доверительного управляющего, которые определены в законопроекте. В случае, если в течении этих трёх месяцев, а также в других случаях, предусмотренных законопроектом, права и обязанности (в том числе покрытие выпуска) эмитента не переданы другому доверительному управляющему, выпуск ИСУ подлежит досрочному погашению. Обязанности по реализации имущества, включённого в состав покрытия, и распределению средств между владельцами ИСУ лежат на эмитенте.</p> <p>С момента наступления оснований для прекращения доверительного управления не допускается распоряжение имуществом, составляющим покрытие выпуска ИСУ, за исключением его реализации и оплаты расходов, связанных с прекращением доверительного управления, а также осуществления расчетов с владельцами ИСУ.</p> <p>Эмитент обязан реализовать имущество, составляющее покрытие выпуска, и осуществить расчеты с владельцами ИСУ в течение трех месяцев с даты опубликования сообщения о прекращении доверительного управления и</p>	<p>В законе предусмотрена процедура передачи всех прав и обязанностей управляющей компании (спец. Депозитария) ЗПИФа в 3 – х месячный срок с момента приостановления или аннулирования соответствующей лицензии другой управляющей компании (спец. Депозитарию) на конкурсной основе. В случае, если это не произошло, начинается процедура прекращения ЗПИФа.</p> <p>В случае прекращения паевого инвестиционного фонда имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, подлежит реализации. Распределение вырученных денежных средств осуществляется в четыре очереди, соответственно: кредиторам; лицу, осуществившему прекращение паевого инвестиционного фонда; управляющей компании; владельцам инвестиционных паев.</p>

<p>досрочном погашении выпуска ИСУ.</p> <p>Федеральный орган исполнительной власти по контролю рынка ценных бумаг вправе направить своего представителя для контроля за исполнением эмитентом обязанностей по прекращению доверительного управления.</p>	
<p>Требования к покрытию /активам</p>	
<p>а) К составу и структуре:</p> <p>Покрытием могут выступать:</p> <ul style="list-style-type: none"> • денежные требования (основное покрытие) по обеспеченным ипотекой обязательствам из кредитных договоров, договоров займа, а также закладных; • денежные средства, ценные бумаги и иные финансовые инструменты (дополнительное покрытие). <p>Одни и те же денежные требования одновременно могут включаться в состав только одного покрытия ИСУ.</p> <p>Общий (суммарный) размер покрытия ИСУ должен обеспечивать исполнение денежных обязательств по всем находящимся в обращении ИСУ, выпущенным с данным ипотечным покрытием, в полном объеме в течение всего срока их обращения.</p> <p>Денежные требования по обязательствам, обеспеченным ипотекой земельных участков, предприятий, зданий и сооружений, жилых домов и квартир, могут выступать основным покрытием по ипотечным ценным бумагам с учетом особенностей, установленных Федеральным законом “Об ипотеке (залоге недвижимости)”.</p> <p>Не могут выступать основным покрытием ипотечных ценных бумаг:</p> <ul style="list-style-type: none"> • денежные требования по обязательствам, обеспеченным последующей ипотекой; 	<p>а) К составу и структуре:</p> <p>В состав активов ЗПИФа могут входить:</p> <ul style="list-style-type: none"> • денежные средства, в том числе в иностранной валюте; • государственные, муниципальные и корпоративные ценные бумаги, ценные бумаги иностранных эмитентов и иные ценные бумаги, предусмотренные нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг; • недвижимое имущество и имущественные права на недвижимое имущество. <p>Требования к составу активов ЗПИФа определяются в его инвестиционной декларации, содержащейся в правилах доверительного управления этим паевым инвестиционным фондом. До формирования паевого инвестиционного фонда в его активы может входить только имущество, переданное учредителями доверительного управления.</p>

- денежные требования по обязательствам, обеспеченным залогом не завершенного строительством недвижимого имущества.

Требования к покрытию:

- а) размер кредита не должны превышать 70 процентов от рыночной стоимости (денежной оценки) недвижимого имущества;
- б) рыночная стоимость недвижимого имущества должна быть определена оценщиком;
- в) в случае предоставления кредита или займа на приобретение (покупку) жилого дома или квартиры предметом ипотеки должно являться приобретаемое таким образом жилое недвижимое имущество;
- г) кредитоспособность (платежеспособность) должника по обязательству должна быть определена в соответствии с положением, содержащимся в проспекте эмиссии ипотечных ценных бумаг;
- д) недвижимое имущество, выступающее предметом ипотеки, должно быть застраховано от рисков утраты или повреждения в полной стоимости на весь срок действия кредитного договора или договора займа;
- е) в случае, когда должником по обеспеченному ипотекой обязательству выступает гражданин (физическое лицо), его жизнь и здоровье на случай причинения вреда или потери трудоспособности должны быть застрахованы на весь срок действия кредитного договора или договора займа.

Имущество и денежные требования, входящие в состав ипотечного покрытия, должны соответствовать требованиям однородности. Допускаются следующие однородные виды ипотечного покрытия:

- денежные требования по обеспеченным ипотекой жилья обязательствам из кредитных договоров, договоров займа, а также залладных в случае, если права кредитора и залогодержателя по

Б) к учёту

Имущество, составляющее ЗПИФ, обособляется от имущества управляющей компании этого фонда, имущества владельцев инвестиционных паев, имущества, составляющего иные паевые инвестиционные фонды, находящиеся в доверительном управлении этой управляющей компании, а также иного имущества, находящегося в доверительном управлении или по иным основаниям у указанной управляющей компании. Имущество, составляющее ЗПИФ, учитывается управляющей компанией на отдельном балансе, и по нему ведется самостоятельный учет.

<p>указанным договорам удостоверяются закладными, при условии предоставления денежных средств на цели приобретения жилого недвижимого имущества;</p> <ul style="list-style-type: none"> денежные требования по обеспеченным ипотекой жилья обязательствам из кредитных договоров, договоров займа, а также закладных в случае, если права кредитора и залогодержателя по указанным договорам удостоверяются закладными, при условии предоставления денежных средств не на цели приобретения жилого недвижимого имущества; денежные требования по обеспеченным ипотекой нежилого помещения обязательствам из кредитных договоров, договоров займа, а также закладных в случае, если права кредитора и залогодержателя по указанным договорам удостоверяются закладными. <p>Б) к учёту</p> <p>Учет денежных требований по обеспеченным ипотекой обязательствам и иного имущества, которые составляют покрытие, осуществляется путем их отражения эмитентом на отдельном балансе и ведения реестра ипотечного покрытия. Включение (исключение) имущества, в том числе денежных требований, в состав покрытия осуществляется путем внесения соответствующей записи в реестр покрытия ИСУ.</p>	<p>Имущество, составляющее ЗПИФ, должно учитываться и храниться в специализированном депозитарии, если для отдельных видов имущества нормативными правовыми актами Российской Федерации не предусмотрено иное.</p> <p>Учет и хранение имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, могут осуществляться соответственно только одним специализированным депозитарием.</p> <p>Специализированный депозитарий не вправе пользоваться и распоряжаться имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд.</p> <p>Права на ценные бумаги, принадлежащие акционерному инвестиционному фонду, либо права на ценные бумаги, составляющие имущество паевого инвестиционного фонда, должны учитываться на счете депо в специализированном депозитарии, за исключением прав на государственные ценные бумаги.</p> <p>Специализированный депозитарий вправе привлекать к исполнению своих обязанностей по хранению и (или) учету прав на ценные бумаги, составляющие имущество паевого инвестиционного фонда, другой депозитарий, если это предусмотрено правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Специализированный депозитарий отвечает за действия определенного им депозитария, как за свои собственные.</p>
Раскрытие информации.	
<p>Раскрытие информации об ипотечных ценных бумагах осуществляется в объеме и порядке, предусмотренных законодательством Российской Федерации о ценных бумагах.</p> <p>Особенности, предусмотренные законопроектom:</p>	<p>Регулируется законом «об инвестиционных фондах», который предусматривает четыре вида информации:</p> <ul style="list-style-type: none"> распространяемая или публикуемая, где должно содержаться положение о том, что стоимость инвестиционных паев может

<ul style="list-style-type: none"> • Эмитент в течение семи дней с момента наступления основания для прекращения доверительного управления публикует сообщение о прекращении доверительного управления и досрочном погашении выпуска ИСУ. • Эмитент обязан обеспечить доведение до владельцев ипотечных сертификатов информацию о возникновении основания для замены доверительного управляющего. 	<p>увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в инвестиционные фонды</p> <ul style="list-style-type: none"> • информация, предъявляемая по требованию заинтересованных лиц • информация, подлежащая опубликованию • отчетность, предоставляемая в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг.
---	--

