

***Н.В. Пересыпкина***

## **ИПОТЕЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ КАК ИНСТРУМЕНТ РЕШЕНИЯ ПРОБЛЕМЫ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЖИЛЬЕМ НАСЕЛЕНИЯ**

***N.V. Peresypkina***

### **MORTGAGE SECURITIES AS AN INSTRUMENT OF THE DECISION OF THE HOUSING PROBLEM OF THE POPULATION**

*Ключевые слова:* секьюритизация, ипотечные ценные бумаги, Агентство по ипотечному жилищному кредитованию, ипотечный агент, залоговая, ипотечный кредит, инвестор, ипотечные активы, банки.

*Key words:* securitization, mortgage-backed securities, the Agency for Housing loans, mortgage agent, mortgage, mortgage loan, an investor, mortgage assets, banks.

#### **Аннотация**

*В данной статье рассматривается современное развитие ипотечных ценных бумаг в России, их отличия от других долговых инструментов; характеризуются риски, возникающие при инвестировании в облигации жилищного займа, методы расчета минимизации этих рисков. Особое внимание автор уделяет необходимости развития рынка региональных ипотечных ценных бумаг и его влиянию на решение жилищной проблемы населения страны.*

#### **Abstract**

*This article discusses the modern development of mortgage-backed securities in Russia, their differences from other debt instruments, the risks of investing in bonds of the housing loan, the calculation methods for minimizing these risks are characterized as well. Particular attention is paid to the need of developing regional market of mortgage-backed securities and its impact on the housing problems of the population.*

На сегодняшний день в России уже внедрена двухуровневая система рефинансирования ипотечных активов, в которой участвуют: банки - первичные кредиторы, осуществляющие непосредственную выдачу ипотечных кредитов и являющиеся первыми владельцами стандартных залоговых; региональные операторы, выкупавшие эти залоговые и формирующие из них пулы для передачи в Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК). АИЖК с помощью специализированных агентов проводит эмиссию ипотечных ценных бумаг, распространяет их среди инвесторов и аккумулирует средства для дальнейшего выкупа кредитов. В такой финансовой схеме основную нагрузку заемщики несут перед АИЖК, в то время как из регионов уходит большая часть ипотечных средств в виде основного долга и начисленных платежей [1].

Поэтому для сохранения доходности по ипотечным кредитам необходимо создание такой финансовой схемы, которая позволила бы структурам регионального масштаба зарабатывать на ипотечных продуктах, а не довольствоваться лишь комиссиями за обслуживание кредитов. Одной из таких схем, позволяющих самостоятельно аккумулировать средства для их дальнейшего инвестирования в ипотеку, является секьюритизация, то есть форма привлечения финансирования за счет выпуска ценных бумаг, обеспеченных ипотечными активами.

С точки зрения финансовой аналитики ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) - сложный финансовый инструмент. ИЦБ во многом отличается от традиционных долговых инструментов - корпоративных и суворенных облигаций. В соответствии с Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах» от 11.11.2003 № 152-ФЗ ипотечные ценные бумаги - это ценные бумаги, выплаты по которым обеспечены ипотечным кредитом или пулом ипотечных кредитов, то есть кредитов, обеспеченных залогом недвижимости [5].

Можно выделить следующие виды ИЦБ:

1) долговые бумаги:

- ипотечные облигации, эмитируемые ипотечным агентом;
- ипотечные облигации, эмитируемые банком;

2) долевые бумаги:

- ипотечные сертификаты участия.

Основные отличия ИЦБ от других долговых инструментов состоят в том, что остаток основного долга по ИЦБ (номинал) погашается частично на месячной или квартальной основе, а не целиком в конце срока обращения, как у большинства долговых инструментов. Размер и число регулярных платежей по ИЦБ меняется в течение срока их обращения, в зависимости от скорости досрочных погашений ипотечных кредитов. Процентная составляющая периодического платежа по ИЦБ может меняться во времени в отличие от фиксированного купона корпоративной облигации.

Следует отметить факторы, тормозящие развитие рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации. К ним относятся: несовершенство законодательства, регулирующего выпуск ипотечных ценных бумаг на внутреннем рынке; сложное структурирование сделок; высокие накладные расходы при выпуске ценных бумаг; специфические риски; отсутствие единого отраслевого стандарта.

Наиболее простым способом инвестирования в ИЦБ является финансирование покупки ИЦБ на рынке с помощью репо-контракта. С финансовой точки зрения, репо-транзакция представляет собой краткосрочное кредитование под залог ценной бумаги. Кредитор по репо-контракту покупает ИЦБ у заемщика и одновременно заключает договор об обратной продаже этой же ИЦБ заемщику через некоторый промежуток времени по заранее согласованной цене. Номинал репо - это рыночная цена ИЦБ, которая служит обеспечением исполнения заемщиком обязательства обратного выкупа этой ценной бумаги.

В настоящее время в России пока не налажен эффективный и ликвидный рынок ипотечных ценных бумаг, и их обороту препятствуют некоторые виды рисков [3, с.112].

Кредитный риск - это риск того, что одна из сторон репо-контракта не выполнит своих обязательств, например, вследствие дефолта. Если обанкротился заемщик, то кредитор по репо будет вынужден продавать ИЦБ, заложенную в контракте. Однако не всегда можно продать ИЦБ по той рыночной цене, которая была зафиксирована на момент заключения такого контракта. Для снижения кредитного риска используется дисконт. Если обанкротится кредитор, то, скорее всего, заемщик не сможет выкупить обратно ИЦБ, кроме того, он временно «теряет» весь дисконт и может рассчитывать на его полный либо частичный возврат только после ликвидации кредитора.

Риск ликвидности - на рынке могут возникнуть ситуации, когда кредитор будет испытывать временные трудности по возврату заложенного под репо финансового инструмента. Как правило, это квалифицируется не как дефолт, а как неисполненная транзакция, так как обычно кредитор может исполнить свои обязательства через некоторое время.

Рыночный риск - возникает, когда цена заложенного под репо инструмента значительно изменяется при резких сдвигах рынка или структуры процентных ставок. Это может привести к тому, что цена заложенного под репо инструмента станет меньше, чем цена выкупа. В этом случае возрастает риск того, что заемщик не выполнит свои обязательства.

Наличие риска уменьшает величину стоимости ипотечных ценных бумаг. Учесть риск - означает учесть величину этого уменьшения. Для учета риска существует много способов, некоторые из которых весьма сложные. Одним из наиболее применяемых на практике является метод учета риска, основанный на увеличении ставки дисконтирования, или пофакторный метод. При этом общая премия за риск принимается за сумму отдельных премий, вызываемых наличием отдельных факторов риска. Суть данного метода сводится к следующему: ставка дисконта  $R$

состоит из суммы безрисковой ставки  $R_6$  и премий за риск  $R_p$ :

$$R = R_6 + R_p = R_6 + R_{pn} + R_{pc}, \quad (1)$$

где  $R_{pn}$  - риск предприятия;  $R_{pc}$  - риск страновой.

Безрисковая ставка  $R_6$  принимается равной ставке дохода по долгосрочным государственным ценным бумагам. Эти ценные бумаги по своей сути характеризуются самым малым в каждой стране риском неплатежеспособности и высокой степенью ликвидности [3, с.115-116].

Премии за риск  $R_{pn}$  принимают состоящими из отдельных видов премий. Величина премий за риск предприятия, связанный с покупкой ипотечных ценных бумаг, учитывает такие факторы, как:

- размер компании, выпускающей ипотечные ценные бумаги;
- финансовую структуру (источники финансирования) компании;
- территориальную диверсификацию;
- уровень и прогнозируемость прибылей;
- прочие риски.

По каждому фактору назначается премия в виде процентов в диапазоне 0-5% с учетом особенностей конкретной компании - эмитента.

Доходность как ипотечных акций отдельной компании, так и всего массива акций на фондовом рынке имеет колебания, вызываемые факторами систематического риска. К этим факторам, макроэкономическим и политическим по своему характеру, относятся:

- ставка рефинансирования Центрального банка;
- инфляция;
- изменения в государственной политике;
- крупные международные события и так далее.

Колебания доходности ипотечных ценных бумаг могут анализироваться по правилам математической статистики. В соответствии с этими правилами к доходности применимы два основных понятия математической статистики - среднее значение (математическое ожидание) и среднее квадратичное отклонение.

При прочих равных условиях, чем больше величина среднего квадратичного отклонения, тем больше величина риска. Поэтому эту величину удобно считать мерой риска ценных бумаг. Величину нормы дохода облигации в некотором периоде можно определить по бухгалтерским документам (балансовым отчетам) эмитента акций. Среднюю норму дохода по всем ипотечным ценным бумагам на фондовом рынке можно определить, зная количество акций в пакете и доходность каждой ценной бумаги. Норму дохода пакета акций определяют по акциям наиболее надежных компаний.

Риски вложения в ипотечные ценные бумаги также можно учесть агрегированными методами, в которых риск учитывается сразу, например, методом средневзвешенной стоимости капитала.

Ипотечные ценные бумаги в виде облигаций были хорошо известны еще в дореволюционной России и пользовались большой популярностью у населения, поскольку приносили стабильный доход в установленном проценте, а также могли быть проданы на бирже в любой момент [2, с. 78]. Сегодня ипотечные ценные бумаги востребованы во всех странах. Они обеспечены реальной недвижимостью, которая всегда в цене. Гарантией дохода этого финансового инструмента служит динамика роста цен на недвижимость. ИЦБ могут являться объектом вложений для пенсионных фондов и страховых компаний. Облигации жилищных заемов также могут стать инструментом решения проблемы обеспечения жильем граждан Российской Федерации.

Сегодня в процесс эмиссии ипотечных ценных бумаг на территории нашей страны включено АИЖК, действующее через собственных ипотечных агентов, и несколько крупных кредитных организаций. Деятельность региональных ипотечных агентов пока не получила широкого развития. Между тем работа таких финансовых организаций позволит, на наш взгляд, создать необходимые условия для формирования децентрализованных

вторичных ипотечных рынков в масштабах всей страны. Первоначально создание региональных ипотечных агентов может происходить на базе действующих региональных операторов АИЖК, например Самарского областного фонда жилья и ипотеки.

Функционирование таких финансовых организаций должно быть подчинено единой финансовой схеме и включать в себя ряд этапов. Сначала банки - первичные кредиторы - выдают заемщикам ипотечные кредиты, оформляя залоги, после чего права требования по этим залогам переходят к региональному ипотечному агенту - дочерней компании Самарского областного фонда жилья и ипотеки, который под залог данных прав выпускает ипотечные ценные бумаги. При этом денежные средства, полученные от заемщиков, в установленном порядке передаются ипотечному агенту для соответствующих расчетов с инвесторами.

Основным инвестором, способным приобрести существенный объем региональных выпусков ипотечных ценных бумаг, на наш взгляд, может быть Пенсионный фонд Российской Федерации. Однако действующим законодательством [5] ему запрещено вкладывать средства в ценные бумаги, которые не обеспечены государственной гарантией. Поэтому необходимым условием для развития вторичного рынка залоговых в регионах должен быть соответствующий инструмент финансового регулирования в части предоставления гарантированного выкупа региональных выпусков ипотечных ценных бумаг Агентством по ипотечному жилищному кредитованию.

Таким образом, первоначально региональным ипотечным агентам может потребоваться государственная финансовая поддержка, однако в последующем необходимо запланировать лишь закрепление гарантий федеральных и региональных властей в общем механизме секьюритизации ипотечных активов. Другими потенциальными инвесторами в региональные выпуски ипотечных ценных бумаг могут стать страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды, хедж-фонды, а также западные инвестиционные банки.

Первоначально развитие деятельности ипотечных агентов, безусловно, будет проходить в экономически развитых регионах, где ипотечные агенты смогут накопить необходимые пулы залоговых для дальнейшей организации выпуска ипотечных ценных бумаг. При соответствующем финансовом регулировании со стороны государства, в частности предоставлении гарантированного выкупа региональных выпусков ипотечных ценных бумаг АИЖК, секьюритизация ипотечных активов в регионах имеет высокие шансы состояться как планомерный и эффективный процесс.

### **Библиографический список**

1. Агентство по ипотечному жилищному кредитованию [Электронный ресурс]. - Электрон. дан.- Режим доступа: <http://www.ahml.ru>, свободный. - Загл. с экрана.
2. Городецкий С.А. Ипотечные ценные бумаги в дореволюционной России // Рынок ценных бумаг. - 1999. - № 19. - С. 78-81.
3. Дэвидсон Э.Д., Сандерс Э.Н., Вольф Л.Л. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ. - М.: Вершина, 2007. - 592 с.
4. Закиров А. Б. Формирование фондовых инструментов финансирования ипотечных активов. - М.: МАОР, 2005. - 125 с.
5. Об ипотечных ценных бумагах [Электронный ресурс]: федер. закон от 11 нояб. 2003 г. № 152-ФЗ. - Режим доступа: <http://www.consultant.ru>, свободный. - Загл. с экрана.