

## К вопросу об инфраструктуре рынка ипотечных ценных бумаг

© 2009 А.И. Шакирьянова

Казанский государственный финансово-экономический институт

В статье рассмотрены основные элементы инфраструктуры рынка ипотечных ценных бумаг, определены особенности инфраструктуры рынка ипотечных ценных бумаг в зарубежной и отечественной практике.

*Ключевые слова:* инфраструктура рынка ценных бумаг, ипотечные банки, ипотечные агентства, ипотечные кредиты, рефинансирование, ипотечные ценные бумаги, секьюритизация.

Важнейшее значение для становления и развития рынка ипотечных ценных бумаг имеет организация его инфраструктуры. Общее понятие инфраструктуры рынка ценных бумаг подразумевает совокупность технических средств организации, обеспечивающих функционирование рынка, например, биржи, брокерские конторы, финансовые институты<sup>1</sup>.

С институциональной точки зрения инфраструктура рынка ценных бумаг определяется как сложная система институтов, обеспечивающих бесперебойное функционирование рынка ценных бумаг путем создания необходимых условий деятельности его участников<sup>2</sup>.

На наш взгляд, основными элементами инфраструктуры рынка ипотечных ценных бумаг являются:

- нормативно-правовая база;
- профессиональные участники рынка ценных бумаг;
- организации, оказывающие информационные услуги участникам рынка ценных бумаг;
- организации, оказывающие юридические услуги;
- агентства недвижимости;
- строительные компании;
- страховые компании;
- оценочные компании;
- рейтинговые агентства;
- кредитные бюро;
- коллекторские агентства.

Наличие или отсутствие указанных элементов определяет уровень развития рынка ипотечных ценных бумаг.

Наиболее развитыми рынками ипотечных ценных бумаг являются американский и европейский рынки. В инфраструктуре данных рынков можно выделить ряд особенностей, которые обусловлены: типом правовой системы и национальным законодательством; количеством и разнообразием участников рынка, а также ролью регулирующих органов.

Европейская и американская модели рынка ипотечного кредитования строятся на различных понятиях - о залоге (mortgage) в англосаксонской системе права и об ипотеке как особом виде залога по континентальному праву. Mortgage опирается на понятие собственности англосаксонской правовой системы, в которой под собственностью понимается "сложный пучок отношений, существенно отличающихся по своему характеру и последствиям" и позволяющих установить несколько титулов собственности на одно и то же имущество<sup>3</sup>.

Юридическая суть титульной теории состоит в формальной передаче залогодателем (на основании письменного договора) титула собственности на заложенную недвижимость в пользу кредитора-залогодержателя на период до прекращения действия залога. Таким образом, права владения и пользования до прекращения основного обязательства остаются у залогодателя, а право распоряжения переходит к залогодержателю. Особенность и преимущество теории титула перед ипотекой заключаются в том, что в случае невыполнения основного обязательства не возникает проблемы реализации залогового права кредитора, поскольку он стал формальным собственником заложенного имущества уже в момент вступления в силу договора ипотеки. Кредитору требуется только актуализировать свое залоговое право собственности, для чего возможно использование внесудебных юридических процедур. Основное содержание титульной теории - создание механизма обеспечения финансирования приобретения недвижимости (жилья) в кредит с длительной рассрочкой погашения основного денежного обязательства, что сближает теорию титула с финансовым лизингом<sup>4</sup>.

Другой подход, именуемый теорией залогового права (lien theory) предполагает, что право собственности на имущество сохраняется за заемщиком, а кредитор просто приобретает залоговое право на него. Теория залогового права

<sup>1</sup> Финансовый словарь / Под ред. А.А. Благодатина, Л.Ш. Лозовского, Б.А. Райзберга. М., 2005.

<sup>2</sup> Смагина И.А. Предпринимательское право. М., 2008.

<sup>3</sup> Вишневский А.А. Банковское право Англии. М., 2000.

<sup>4</sup> Ольшаный А.И. Банковское кредитование: российский и зарубежный опыт. М., 1997.

появилась позднее. Основное различие между теорией титула и теорией залогового права состоит в процедуре обращения взыскания на недвижимость и в объеме прав заемщика и кредитора в ходе данного процесса.

В российской практике используется титульная теория. Так, согласно ст. 1 федерального закона “Об ипотеке (залоге недвижимости)”, “имущество, на которое установлена ипотека, остается у залогодателя в его владении и пользовании”; ст.29 определены права пользования залогодателем заложенным имуществом, в том числе и для получения дохода<sup>5</sup>. Основания обращения взыскания на заложенное имущество указаны в ст. 50, а именно: “Залогодержатель вправе обратиться взыскание на имущество, заложенное по договору об ипотеке, для удовлетворения за счет этого имущества требований, вызванных неисполнением или ненадлежащим исполнением обеспеченной ипотекой обязательства”<sup>6</sup>.

Согласно ст. 8 федерального закона “Об ипотечных ценных бумагах”, “требования по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) закладные могут быть приобретены ипотечным агентом на основании договора купли-продажи, мены, цессии (уступки требования), иной сделки об отчуждении этого имущества, в том числе связанной с оплатой уставного капитала (акций) ипотечного агента этим имуществом, а также в результате универсального правопреемства”<sup>7</sup>.

Инфраструктура рынка ипотечных ценных бумаг определяется, кроме прочего, ролью и масштабами участия государства в развитии системы жилищного кредитования.

К примеру, в США на этапе становления современной ипотечной системы с 1930-х по конец 1970-х гг. государство не только формировало законодательные основы функционирования ипотечной системы, но и непосредственно создавало специализированные институты вторичного ипотечного рынка, отвечающие за эффективное функционирование всей ипотечной системы страны, ее унификацию, а также за достижение стратегических целей экономического развития государства. Численность персонала, связанного с обслуживанием рынка недвижимости, составляла примерно 6,9 млн. чел., или 5,3% от всего работающего населения в США<sup>8</sup>.

Американская модель рынка ипотечных ценных бумаг включает следующих основных учас-

<sup>5</sup> Об ипотеке (залоге) недвижимости: Федер. закон от 16 июля 1998 г. №102-ФЗ.

<sup>6</sup> Там же.

<sup>7</sup> Об ипотечных ценных бумагах: Федер. закон от 11 нояб. 2003 г. №152-ФЗ.

<sup>8</sup> Ипотека: теоретические основы. Мировой опыт. Киров, 2001.

тников:

- коммерческие банки;
- инвестиционные банки;
- сберегательные институты (ссудо-сберегательные ассоциации и взаимные сберегательные банки);
- ипотечные банки;
- кредитные союзы (специализированные сберегательные учреждения);
- государственные ипотечные агентства (Федеральная национальная ипотечная ассоциация, Государственная национальная ипотечная ассоциация, Федеральная жилищная ипотечная корпорация).

Возникновению многообразия финансовых организаций способствовали законодательные ограничения и особенности регулирования финансовой деятельности в США. Важную роль, в частности, сыграл Закон Гласса - Стиголла, принятый еще в 1933 г., который четко разделил деятельность коммерческих банков и сберегательных институтов в целях защиты вкладчиков<sup>9</sup>. Основными покупателями ипотечных ценных бумаг в США являются институциональные инвесторы - пенсионные и взаимные фонды, инвестиционные фонды, страховые компании и др.

В европейских странах эмитентами ипотечных облигаций выступают универсальные банки, универсальные банки со специальной лицензией, специализированные банки, специализированные финансовые институты. Инвесторами в ипотечные ценные бумаги являются как частные, так и крупные институциональные инвесторы, среди которых доминирующее положение занимают кредитные организации (43%), инвестиционные фонды (22,8%), центральные банки (13,2%), пенсионные фонды (6,6%) и страховые компании (5,2%). В зависимости от того, кто выступает эмитентом обеспеченных облигаций и как они структурированы, выделяют следующие модели рынков обеспеченных ипотечных облигаций, эмитируемых в европейских странах:

- французская модель, предполагающая максимальную изоляцию деятельности эмитента ипотечных облигаций (SPV) от деятельности его материнской компании (универсального банка). Данная модель применяется во Франции, Ирландии, Финляндии, Норвегии, частично Швеции;
- модель специализированного банка с собственным штатом, но частично внешним управлением, что делает возможной большую управленческую независимость эмитента от материнской компании в сравнении с французской моделью. Модель предусмотрена в Венгрии и частично Швеции;

<sup>9</sup> Бэр Х.П. Секьюритизация активов. М., 2007.

- модель центральной финансирующей компании предполагает наличие в стране одной или нескольких компаний - эмитентов обеспеченных облигаций, акционерами которых являются другие кредитные организации. Данная модель используется в Швейцарии и Австрии, частично во Франции;

- модель специализированного банка с небольшим объемом непрофильных операций или без них минимизирует риски эмитента за счет приоритета операций с обеспеченными облигациями. Модель распространена в Дании, Польше, Венгрии, Люксембурге, частично в Швеции;

- модель специализированного банка со значительным объемом непрофильных операций. Данная модель представлена в Германии;

- модель универсального банка, соответствующего требованиям, установленным для эмитентов обеспеченных облигаций. Означает, что любой банк, намеревающийся выпустить обеспеченные облигации, должен соответствовать установленным надзорными органами требованиям. Данная модель предусмотрена законодательством России, Латвии, частично используется в Германии и Словении;

- модель, дающая право всем кредитным организациям выпускать обеспеченные облигации без получения специального разрешения или соответствия требованиям либо разрешающая упрощенный порядок лицензирования. Данная модель позволяет всем универсальным банкам Испании и Болгарии выпускать обеспеченные облигации без ограничений.

Таким образом, важная особенность в инфраструктуре европейских рынков ипотечных ценных бумаг заключается в том, что в качестве посредников на рынке ипотечных облигаций выступают частные корпорации. Причина в том, что в Европе государственное регулирование ипотечного рынка направлено в большей степени на поддержку кредитующих организаций в форме предоставления налоговых льгот, льготных кредитов, а в США оно в основном концентрируется на развитии рынка ипотечных бумаг и поддержке организаций, обеспечивающих его инфраструктуру.

Российский рынок ипотечных ценных бумаг организован по типу американской модели рынка ипотечного кредитования. В целях создания системы рынка ипотечного кредитования в 1997 г. было основано Агентство по ипотечному жилищному кредитованию в форме открытого акционерного общества с государственным капиталом в размере 100%. Механизм рефинансирования, реализуемый с помощью Агентства, заключается в том, что банки-партнеры выдают

ипотечные кредиты по единому федеральному стандарту, а региональные операторы формируют пул закладных, выданных в соответствующем регионе, путем их выкупа у первичных кредиторов с последующей передачей Агентству. В Концепции развития единой системы рефинансирования ипотечного кредитования в Российской Федерации, утвержденной в 2005 г. Правительством РФ, была подчеркнута основная роль Агентства по ипотечному и жилищному кредитованию в развитии российского рынка ипотечного кредитования и определены его основные функции:

- обеспечение доступности ипотечных кредитов для большинства граждан Российской Федерации;

- развитие систем рефинансирования ипотечных кредитов для региональных банков и небанковских кредитных организаций;

- развитие стандартов выдачи и обслуживания ипотечных кредитов;

- методологическое и техническое содействие участникам рынка ипотечного кредитования.

На начальной стадии развития и становления инфраструктуры рынка ипотечных ценных бумаг деятельность Агентства оказала значительное влияние на развитие системы рефинансирования. Во-первых, Агентство разработало унифицированные стандарты выдачи, рефинансирования и сопровождения ипотечных кредитов; во-вторых, была сформирована сеть региональных партнеров, в которую вошли первичные кредиторы, региональные операторы, сервисные агенты, страховые и оценочные компании.

Рассмотрим основных профессиональных участников рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации, к которым мы относим:

- коммерческие и специализированные банки;
- специализированные депозитарии ипотечного покрытия;

- доверительных управляющих ипотечным покрытием.

На российском финансовом рынке в качестве первичных кредиторов выступают кредитные организации, рефинансирующие ипотечные кредиты путем их продажи специализированным ипотечным агентствам или напрямую через проведение сделок трансграничной или локальной секьюритизации с выпуском ипотечных ценных бумаг. Сумма рефинансирования ипотечных жилищных кредитов с сохранением актива на балансе кредитной организации составила на 1 января 2009 г. 2000 млн. руб. Данная сделка может рассматриваться в качестве первой сделки по выпуску обеспеченных облигаций в Российской Федерации.

Источниками рефинансирования ипотечных кредитов были средства: специализированных организаций-резидентов - 15 970,9 млн. руб. (47,84%); кредитных организаций - 9919,9 млн. руб. (29,7%); специализированных организаций-нерезидентов - 6955,4 млн. руб. (20,83%); прочих организаций - 476, 1 млн. руб. (1,4%); паевых инвестиционных фондов, общих фондов банковского управления - 61,5 млн. руб. (0,18%)<sup>10</sup>.

Общая численность рефинансирующих кредитных организаций достигла 140 ед., при этом до 90% этих организаций одновременно является участниками первичного рынка ипотечного кредитования<sup>11</sup>.

На российском финансовом рынке потенциал развития секьюритизации огромен. По данным Центрального банка Российской Федерации, на 1 июля 2009 г. объем задолженности по приобретенным кредитными организациями правам требования по ипотечным жилищным кредитам составил 33 383,8 млн. руб., в то время как общая сумма задолженности по предоставленным жилищным кредитам равна 1 039 161,2 млн. руб. (это составляет 26,64% совокупного капитала российской кредитной системы), т.е. рефинансирована была лишь малая часть, а именно

3,21%<sup>12</sup>. Без создания надежного канала рефинансирования ипотечных активов дальнейший рост ипотечного кредитования затруднен.

Для формирования и развития инфраструктуры рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации необходима реализация следующих мер:

- разработка нормативной правовой базы, определяющей права и обязанности участников инфраструктуры рынка ипотечных ценных бумаг, включая формирование новых институтов - ипотечных агентов, сервисных агентов, доверительных управляющих;

- увеличение инвестиционного спроса на ипотечные ценные бумаги за счет стандартизации ипотечных кредитов и эффективного формирования ипотечных пулов;

- обеспечение возможности инвестирования в ипотечные ценные бумаги средств крупных институциональных инвесторов;

- реализация мер государственной поддержки рынка ипотечных ценных бумаг;

- разработка и внедрение механизмов повышения кредитного качества ипотечных ценных бумаг (залог банковских счетов, введение счетов "эскроу" и др.).

*Поступила в редакцию 07.10.2009 г.*

<sup>10</sup> Центральный банк Российской Федерации. Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2008. Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.

<sup>11</sup> Там же.

<sup>12</sup> Центральный банк Российской Федерации...