

РОЛЬ ГОСУДАРСТВА В РАЗВИТИИ ИНСТРУМЕНТОВ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

© 2008 О.А. Фисюн*

Ключевые слова: ипотека, ипотечный кредит, закладная, рефинансирование, секьюритизация, финансовый рынок, ипотечная ценная бумага, облигация с ипотечным покрытием, государство, федеральный закон.

Рассмотрена роль государства в развитии ипотечных программ. От государственной политики зависит, в каком направлении будут развиваться те или иные кредитные продукты, а ипотека - в особенности. За последние годы правительством и парламентом многое было сделано для развития ипотеки. Но нельзя останавливаться на достигнутом, поскольку мы слишком отстаем в этом вопросе.

Самые актуальные и часто задаваемые сегодня вопросы касаются того, как проблемы на мировом финансовом рынке отразились и отразятся на развитии российского сектора ипотечного кредитования и что государство может сделать, что бы минимизировать негативные тенденции. Попробуем ответить на них.

Начнем с финансового рынка. По мнению ряда финансовых аналитиков, ситуация на глобальных рынках капитала, обострившаяся осенью 2007 года в связи с кризисом в отдельных сегментах рынка ценных бумаг США, привела к существенному сокращению возможностей финансирования российских банков на международных рынках и значительному удорожанию финансирования.

Например, по данным Ассоциации российских банков, темп роста кредитов зарубежных инвесторов российским банкам за весь 2006 год составил 74%, а за 2007 год лишь 49%¹.

К тому же за рубежом резко сократился спрос на евробонды российских банков. В качестве источников финансирования российские банки вынуждены были перейти с еврооблигаций на синдицированные кредиты.

Надо признать, что ситуация усугубляется в отношении ресурсной базы средних и мелких банков, поскольку основной рост показателей банковской системы произошел за счет крупнейших банков. Так, в целом за 2007 год капитал банков увеличился на 65%, а без учета Сбербанка России и ОАО "Банк ВТБ" - лишь на 39%.

Дефицит ликвидности в банковском секторе характеризовался, в частности, ростом среднего показателя просроченной задолженности по кредитам, депозитам и прочим размещенным средствам. Так, доля просроченной задолженности в общей сумме кредитов, депозитов и прочих размещенных средств банковского сектора составила за девять месяцев 2008 г. в среднем 0,9% (в 2007 г. - 1,4%)².

Если говорить о секторе ипотеки, по оценке ОАО "Агентство по ипотечному жилищному кредитованию" (далее - Агентство), стоимость заимствований Агентства из рыночных источников выросла за второе полугодие 2007 года в среднем на 2% и продолжала расти до середины 2008 года³.

Кроме того, прошедший государственную регистрацию осенью 2007 года второй выпуск ипотечных ценных бумаг Агентства, эмитентом которых выступает ипотечный агент, так и не был публично размещен на рынке - Агентство полагало, что конъюнктура спроса на ипотечные ценные бумаги не позволит ему осуществить эффективное размещение.

Важно понимать, что эффективное размещение означает, что уплачиваемой инвестором процентной ставки по ипотечным кредитам, которыми обеспечены ипотечные ценные бумаги, достаточно как для обеспечения требуемой инвестором доходности по таким ценным бумагам, так и для обеспечения маржи эмитента, используемой для покрытия текущих расходов (минимум 2%), а также прибыли от осуществления коммерческой опе-

* Фисюн Олеся Андреевна, аспирант Самарского государственного экономического университета.

рации. Например, в случае формирования пула ипотечных кредитов с процентной ставкой в размере 11% годовых максимально возможная доходность выпущенных под их обеспечение ипотечных ценных бумаг не может быть выше 8.5%. В противном случае такое размещение окажется неэффективным.

Наметились также проблемы с размещением зарегистрированных ранее выпусков корпоративных облигаций и ипотечных ценных бумаг. По оценке Агентства, в 2007 году из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры были отложены размещения ипотечных ценных бумаг на сумму более 30 млрд. руб.

Ряд эмитентов (в частности, банк "Московское ипотечное агентство", зарегистрировавший выпуск ипотечных ценных бумаг осенью 2007 года) осуществил размещение своих выпусков лишь благодаря поддержке крупных инвесторов (так называемое "нерыночное размещение"), эмитентами корпоративных облигаций практиковался также взаимный выкуп эмиссий.

В отношении российских ипотечных ценных бумаг существуют также проблемы психологического характера: в результате кризиса в ипотечном секторе США само слово "ипотека" в сознании массового российского инвестора ассоциируется с высокими рисками и возможностью возникновения кризиса.

Показательно, в частности, что при рассмотрении законодательных инициатив в области ипотеки и секьюритизации постоянно высказываются опасения в отношении того, что меры по развитию ипотечного кредитования будут стимулировать "приближение" российской системы ипотечного кредитования к кризису, аналогичному американскому. На наш взгляд, такое отношение ни в коей мере не оправдано: ипотечные ценные бумаги российских эмитентов по своему качеству разительно отличаются от продуктов американского рынка *subprime*, поскольку российский рынок ипотечного кредитования находится только в начале своего развития, и еще полностью не выбрана ниша "высококлассных" заемщиков, которым выдается сегодня основная часть ипотечных кредитов. Соответственно, выпускаемые сегодня (и планируемые к выпуску в течение нескольких ближайших лет) в России ипотечные ценные бумаги, как правило, обеспечены правами

требования именно по таким ипотечным кредитам.

В то же время, в целом проблемы нехватки ликвидности в банковском секторе и резкого снижения спроса на ипотечные ценные бумаги объективно существуют и приводят к нескольким негативным последствиям:

- ♦ снижение возможностей финансирования эмитентов на рынке ценных бумаг за счет снижения инвестиционной активности российских инвесторов и оттока иностранных инвесторов с развивающихся рынков;

- ♦ повышение требуемой доходности финансовых инструментов как на рынке корпоративных облигаций, так и на рынке ипотечных ценных бумаг за счет оттока инвесторов и пересмотра оценок риска (особенно в отношении ипотечных ценных бумаг);

- ♦ повышение стоимости ипотечного кредитования (% по ипотечному кредиту) в целях поддержания доходности операций по рефинансированию и секьюритизации ипотеки.

Что может сделать государство для решения проблем в секторе ипотеки? Отдельные меры по решению указанных проблем уже были предложены рядом участников ипотечного рынка, включая ипотечные банки, ОАО "Агентство по ипотечному жилищному кредитованию", а также государственными органами и Банком России. В то же время, не все из них оказываются приемлемыми с точки зрения сбалансированного подхода к государственной политике в этой области.

Так, например, предложения об увеличении уставного капитала и дополнительном предоставлении государственных гарантий по заимствованиям ОАО "Агентство по ипотечному жилищному кредитованию" кажутся сегодня преждевременными.

С одной стороны, эта мера приведет к еще большему увеличению потребности в рефинансировании ипотечных кредитов со стороны Агентства (а именно схема "выкуп закладной - рефинансирование закладной" является базовой схемой деятельности Агентства), что в ситуации отсутствия адекватного спроса на ипотечные ценные бумаги и корпоративные облигации еще больше затруднит деятельность Агентства. С другой стороны, расширение финансовых ресурсов Агентства приведет к расширению его доли в секторе рефинансирования ипотеки (которая

составляет на сегодняшний день, по оценкам, около 30%), что прямо противоречит как стратегии деятельности Агентства, так и задаче развития системы рефинансирования ипотечных кредитов на рыночных принципах.

Кроме того, неприемлемыми представляются предложения о принятии Правительством Российской Федерации решения об инвестировании временно свободных средств ряда банков и организаций с государственным участием в ипотечные ценные бумаги российских эмитентов и корпоративные облигации Агентства. В первую очередь под такими организациями понимаются так называемые государственные финансовые институты развития - ГК "Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)", ГК "Фонд содействия реформированию жилищно-коммунального хозяйства" и другие, - получившие в 2008 году финансирование из федерального бюджета в размере сотен миллиардов рублей и не имеющие возможности использовать все предоставленные средства в течение 2008-2009 годов на решение своих основных задач (финансирование инвестиционных проектов, реформирование жилищно-коммунального хозяйства и др.).

На сегодняшний день возможность такого инвестирования обеспечена в регламентах деятельности таких организаций (устав, закон, инвестиционная декларация и др.), однако, на наш взгляд, при инвестировании средств указанных организаций должен быть соблюден принцип эффективности. Целью такого инвестирования для институтов развития является не поддержка рынка ипотечных ценных бумаг, а получение определенной доходности в сочетании с обеспечением ликвидности и надежности финансовых инструментов. В связи с этим решения о возможности инвестирования временно свободных средств в ипотечные ценные бумаги (и объемы такого инвестирования) могут приниматься лишь по результатам оценки всех указанных факторов самим институтом, а не "по указанию сверху".

Кроме того, если говорить об инвестировании временно свободных средств институтов развития в ипотечные ценные бумаги Агентства и корпоративные облигации Агентства (которое, в свою очередь, само является государственным финансовым институтом

развития системы ипотечного жилищного кредитования), то данная мера не соответствует принципам государственной политики в области государственных финансовых институтов развития - целью деятельности таких институтов является развитие рыночных принципов функционирования экономики, а не поддержание эффективности деятельности друг друга.

В то же время в целом возможные меры по поддержанию и развитию сектора ипотечного кредитования условно можно разделить на две категории:

- ◆ повышение внутреннего спроса на ипотечные ценные бумаги;
- ◆ снижение издержек на выпуск ипотечных ценных бумаг.

К первой категории можно отнести следующее.

1. Возможность включения облигаций с ипотечным покрытием (выпущенных в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах) в Ломбардный список Банка России. С этой целью Банку России необходимо внести изменения в Указание Банка России от 28 июля 2004 г. № 1482-У "О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России" с целью соответствующего расширения указанного списка.

Данная мера позволит повысить спрос российских инвесторов на ипотечные ценные бумаги как финансовый инструмент, принимаемый в обеспечение по кредитам Банка России.

2. Расширение возможностей инвестирования средств институциональных инвесторов в ипотечные ценные бумаги. В частности, речь идет о расширении возможностей инвестирования в ипотечные ценные бумаги средств пенсионных накоплений лиц, не воспользовавшихся правом выбора инвестиционного портфеля (так называемых "молчунов"). Решению этой задачи посвящен уже разработанный Правительством Российской Федерации проект федерального закона "О внесении изменений в Федеральный закон "Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации".

В рамках данного законопроекта предполагается изменение порядка инвестирования

средств “молчунов” исходя из целей увеличения доходности инвестирования в долгосрочном аспекте, а также улучшения условий для конкуренции на рынке пенсионных накоплений. При этом агрегированным инвестиционным портфелем, сформированным из средств пенсионных накоплений “молчунов”, наряду с государственной управляющей компанией будут управлять и управляющие компании, отобранные на конкурсе.

Указанным законопроектом предусмотрена возможность инвестирования средств пенсионных накоплений “молчунов” не только в ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах, но и в облигации российских эмитентов, в том числе обеспеченные государственными гарантиями Российской Федерации.

Внесение соответствующих изменений в российское законодательство позволит решить две важнейшие задачи: обеспечение значительного роста спроса на ипотечные ценные бумаги и обеспечение более высокой доходности инвестирования пенсионных накоплений “молчунов” (по оценке Агентства, сегодня средневзвешенная доходность такого инвестирования, осуществляемого в основном в государственные ценные бумаги, составляя порядка 6% годовых, что значительно ниже уровня инфляции).

3. После принятия указанного проекта федерального закона будет необходимо также внести изменения в Постановление Правительства Российской Федерации от 1 сентября 2003 г. № 540 “Об утверждении инвестиционной декларации Внешэкономбанка о доверительном управлении средствами пенсионных накоплений” в части снятия ограничений на инвестирование государственной управляющей компанией средств пенсионных накоплений в ипотечные ценные бумаги, а также в облигации, обеспеченные государственными гарантиями Российской Федерации.

4. Целесообразно расширение возможностей инвестирования средств страховых резервов в ипотечные ценные бумаги. С этой целью требуется внесение изменений в приказ Минфина России от 8 августа 2005 г. № 100н “Об утверждении правил размещения страховщиками средств страховых резервов” в части расширения доли ипотечных ценных бу-

маг в общем объеме страховых резервов, например, до 30%, при условии установления дополнительных требований к эмитентам таких ценных бумаг.

Ко второй категории мероприятий можно отнести следующее.

1. Скорейшее принятие проекта федерального закона “О внесении изменений в Федеральный закон “Об ипотеке (залоге недвижимости)”, Федеральный закон “Об ипотечных ценных бумагах” и Федеральный закон “О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним” (в части совершенствования порядка перехода прав по закладным).

Данным законопроектом в российское законодательство вводится институт депозитарного учета закладных, позволяющий передавать права на закладные путем записей по счетам депо в депозитории, аналогично порядку перехода прав по бездокументарным ценным бумагам.

Введение системы депозитарного учета закладных позволит обеспечить быструю и эффективную передачу большого количества закладных (пулов закладных) в процессе их рефинансирования, в том числе для целей их дальнейшей секьюритизации.

2. Скорейшее принятие проекта федерального закона “О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации” (в части регулирования секьюритизации финансовых активов).

Целью законопроекта является обеспечение и совершенствование секьюритизации всех видов финансовых активов, а также введение, среди прочего, специальных норм, направленных:

♦ на введение в российское законодательство института номинального банковского счета (аналога эскроу-счета), позволяющего обеспечить сохранность средств, поступающих в погашение обязательств и находящихся на счету посредников, которым эти средства в правовом смысле не принадлежат;

♦ введение норм о создании института собраования владельцев облигаций и представителя владельцев облигаций, позволяющего обеспечить защиту прав владельцев облигаций при банкротстве и иных финансовых проблемах эмитента.

Принятие указанного законопроекта позволит не только обеспечить возможность

секьюритизации различных видов активов (не только ипотечных кредитов), но и усовершенствовать отдельные нормы законодательства, действие которых будет распространяться и на эмиссию ипотечных ценных бумаг. Например, будут универсализированы требования к специализированному финансовому обществу (аналогу SPV), и, как уже было отмечено, введены институты эскроу-счета, общего собрания владельцев облигаций и др.

3. Разработка и принятие целого ряда изменений в действующее законодательство, в том числе направленных на:

◆ совершенствование положений об ипотечных сертификатах участия с целью обеспечения возможности эффективного выпуска указанного вида ипотечных ценных бумаг (изменения в Федеральный закон “Об ипотечных ценных бумагах” и принятие нормативных актов ФСФР России);

◆ упрощение процедуры наложения взыскания на предмет залога, в том числе при ипотечном кредитовании (возможность более широкого введения внесудебного порядка наложения взыскания и др.);

◆ упрощение процедуры погашения записи об ипотеке (при погашении ипотечного кредита);

◆ совершенствование общих положений о закладной (внесение изменений в Федеральный закон “Об ипотеке (залоге недвижимости)”;

◆ совершенствование налогового законодательства, в том числе в части уточнения порядка налогообложения ипотечных сертификатов участия, закладной, налогообложения при получении ипотечного кредита и др.

В заключение хотелось бы сказать, что, по нашему мнению, российскому сектору ипотечного кредитования сегодня не грозят такие опасности, которые нам пытаются предрекать - риски инвесторов в российские ипотечные ценные бумаги сегодня, по уже изложению основаниям, в целом значительно ниже, чем инвестирование в ценные бумаги сектора subprime в США. Аналогичного сектора в России нет и в ближайшие годы не будет. Единственной опасностью остается общая нехватка ликвидности на российских финансовых рынках и в банковском секторе - и именно на решение этой проблемы направлены предложенные нами меры, а также сегодняшняя государственная политика на финансовых рынках.

¹ Ассоциация российских банков. Вестник АРБ. № 17 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.arb.ru/site/journal/vestnik.php>, свободный.

² Состояние внутреннего финансового рынка в сентябре 2008 года / Официальный сайт Центрального Банка России. - Режим доступа: http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_m/0809_fin_m.htm, свободный.

³ Агентство по ипотечному и жилищному кредитованию / Портал АИЖК - Режим доступа: <http://www.ahml.ru/index.shtml>, свободный.