

МЕТОДИЧЕСКИЙ ПОДХОД К РЕФИНАНСИРОВАНИЮ ЗЕМЕЛЬНО-ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ: СХЕМЫ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ УЧАСТНИКОВ И ИНСТРУМЕНТЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ

Основная проблема при организации ипотечного кредитования – это вопрос о мобилизации на длительный срок ресурсов для ипотечных кредитов. Решение этой проблемы может проходить по нескольким вариантам, которые должны учитывать, что ипотечное кредитование требует использования источников привлечения средств именно на долгосрочной основе. Рассматриваются возможные схемы взаимодействия участников земельного ипотечного кредитования, варианты развития системы рефинансирования кредитных организаций и инструменты секьюритизации ипотечных активов.

Ключевые слова: земельно-ипотечный кредит; рефинансирование; секьюритизация.

Одним из важнейших вопросов формирования и развития системы земельного ипотечного кредитования является формирование институциональной основы развития залоговых отношений в отрасли. Важная, если не главная составляющая инфраструктуры залога земли – система привлечения финансовых ресурсов (финансово-кредитная инфраструктура). Проведенный анализ практики развития ипотечного кредитования и структуры привлеченных ресурсов коммерческих банков РФ показал, что объем привлеченных на срок более 3 лет депозитов составляет менее 6% от всего объема привлеченных средств и особенности функционирования российской банковской системы таковы, что существует вероятность изъятия этих денежных средств вкладчиками [1. С. 430]. Следовательно, основным ис-

точником финансирования банками земельного ипотечных кредитов является их собственный капитал, что обуславливает ограниченные объемы ипотечного кредитования. В этой связи возрастает важность эффективного функционирования системы рефинансирования кредитных организаций.

Термин «рефинансирование» можно трактовать двояко (рис. 1). С точки зрения кредиторов, это компенсация кредитором затрат на выдачу ипотечных кредитов путем эмиссии ипотечных ценных бумаг или перепродажи прав требования по кредитам ипотечным агентам. С точки зрения заемщика, рефинансирование – это погашение заемщиком задолженности по одному или нескольким ипотечным кредитам за счет получения нового ипотечного кредита [1. С. 430].



Рис. 1. Выпуск вторичных ипотечных закладных [2. С. 48]

Как правило, рефинансирование земельного ипотечных кредитов осуществляется через ипотечный рынок, который включает в себя рынки ипотечных кредитов и ипотечных займов. Рынок закладных является их составной частью, образуя рынок закладных кредитных организаций и рынок закладных некредитных организаций.

Рефинансирование характеризует главную особенность ипотечного рынка – его распределение на первичный и вторичный рынки. На первичном рынке происходит оформление ипотечных кредитов под залог земли. Привлечение средств на рынок индивидуальных ипотечных займов можно организовать через деятельность коммерческих банков на вторичном ипотечном

рынке, где действуют правила покупки и продажи прав требования по уже выданным ипотечным кредитам [3. С. 37–38]. Здесь ипотечный кредит становится похожим на ценную бумагу, обладатель которой может реализовать ее третьему лицу. Для этой цели ипотечной закладной придается статус ценной бумаги, т.е. объектом купли-продажи на вторичном рынке являются специальные ценные бумаги, дающие право на получение процентного дохода по кредитам. При этом происходит переход ссуды с баланса одного кредитора на баланс другого учреждения. Выполнение функций обслуживания ипотечного кредита может оставаться либо за первичным кредитором, либо эти функции обслуживания передаются новому кредитору.

Процесс рефинансирования ипотечных кредитов неразрывно связан с процессом секьюритизации (securitization). По вопросу трактовки термина «секьюритизация» в литературе можно встретить следующие определения: «секьюритизация – это процесс создания облигаций участия» [4. С. 462]; «секьюритизация – это процесс объединения денежных поступлений, полученных от отдельных ипотек, для выпуска различных ценных бумаг» [5. С. 395]; «секьюритизация – это процесс превращения ипотечных кредитов в долгосрочные ценные бумаги» [6. С. 33].

По нашему мнению, наиболее точно отражает суть процесса следующее определение: «секьюритизация – это процесс выпуска ценных бумаг, обеспеченных пакетом (пулом) ипотечных кредитов» [7. С. 21]. Главная особенность секьюритизации состоит в том, что само требование по ссуде не продается, но взамен этого создается ценная бумага, обеспеченная выплатами основного долга и процентов по кредиту, а также заложенным имуществом.

Анализ существующих подходов к рефинансированию ипотечных кредитов в РФ позволил выделить следующие способы:

1. Продажа (переуступка) пула (пакета) ипотечных кредитов другому банку. Ипотечные пулы выполняют в основном посреднические функции и используются для выпуска вторичных обязательств. В пул, как правило, собираются однотипные ипотечные кредиты, совпадающие по условиям кредитования, – периоду, схеме выплат, категории заемщиков, виду заложенных земельных участков. Данный механизм рефинансиро-

вания непопулярен вследствие его низкой доходности для банка – создателя пула кредитов и из-за перехода информации о первоклассных заемщиках к конкуренту. Сделки по продаже пулов ипотечных кредитов между участниками рынка единичны.

2. Рефинансирование через пенсионный фонд. Модель взаимодействия участников секьюритизации с помощью пенсионного фонда приведена на рис. 2. Данная модель секьюритизации представляет для исследователей интерес с точки зрения привлечения относительно недорогих ресурсов пенсионных фондов, их долгосрочного характера и минимальных рисков. Считаем, что инвестирование средств Пенсионного фонда в рискованные, а на сегодня – в высокорисковые проекты, просто недопустимо. В настоящее время даже администрация США, которую ипотечный кризис поразил больше всех, не позволяет себе такого. Пенсионные фонды во всех странах являются не просто важнейшими источниками инвестиционных средств, но и имеют сверхвысокую социальную ответственность перед всеми поколениями соотечественников. Использование средств Пенсионного фонда РФ для рефинансирования земельно-ипотечных кредитов окончательно подорвет его и без того низкий авторитет.

3. Рефинансирование через паевые инвестиционные фонды. Согласно постановлению Федеральной службы по финансовым рынкам, ПИФы получили разрешение инвестировать средства в объекты незавершенного строительства, а также приобретать различные ценные бумаги, в том числе и ипотечные. Данная схема рефинансирования фактически представляет собой секьюритизацию пула ипотечных кредитов. На данный момент по информации Национальной лиги управляющих и инвестиционного агентства Investfunds, сформировано одиннадцать ипотечных закрытых паевых инвестиционных фондов, стоимость активов которых составила порядка 6,4 млрд руб [10. С. 65]. Российская схема модели секьюритизации ипотечных закладных листов через Управляющую компанию ипотечного паевого инвестиционного фонда (ИПИФ) представлена на рис. 3.

Для банков новая схема рефинансирования более привлекательна потому, что у них есть выбор типа кредитов, которые составят пул.

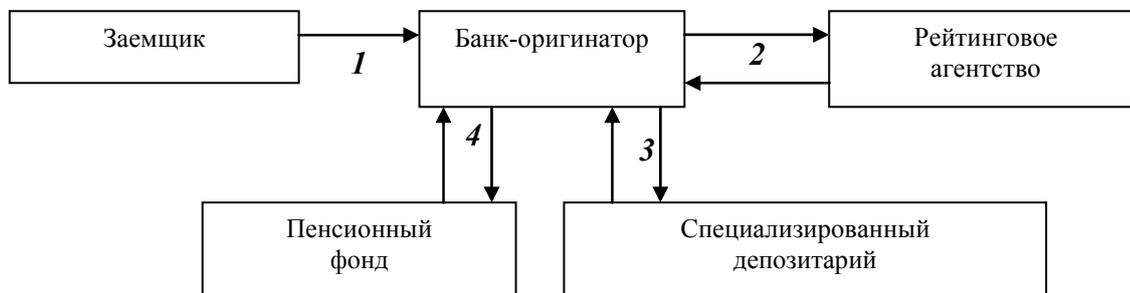


Рис. 2. Модель рефинансирования ипотечных активов через Пенсионный фонд [9. С. 14]: 1 – потенциальный заемщик обращается в банк-оригинатор за получением ипотечного кредита; 2 – банк-оригинатор выдает ипотечный кредит, выпуская при этом ипотечные ценные бумаги, рейтинг которых оценивает рейтинговое агентство; 3 – ценные бумаги с установленной рейтинговой оценкой поступают на учет и хранение специализированному депозитарию; 4 – пенсионный фонд инвестирует денежные средства в ипотечные ценные бумаги

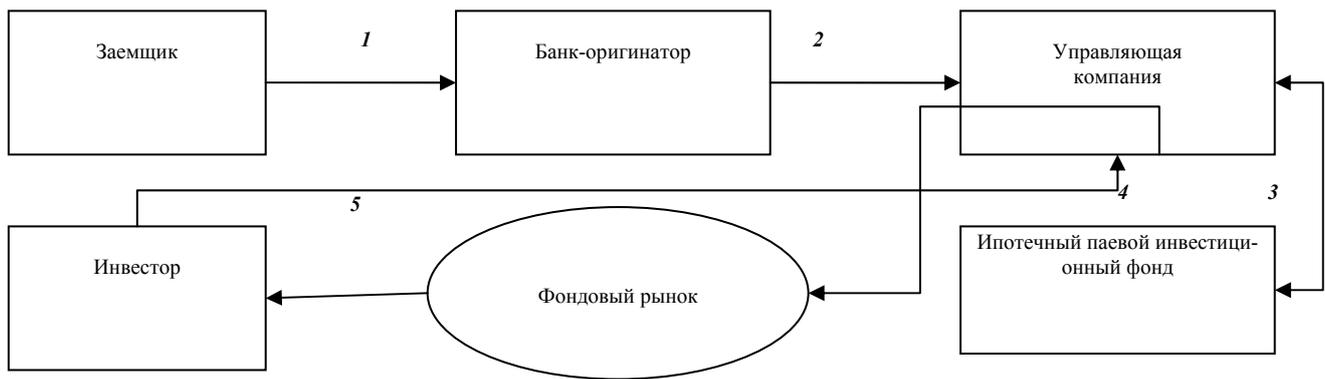


Рис. 3. Модель рефинансирования через ипотечный паевой инвестиционный фонд [9. С. 13]:

1 – заемщик обращается в банк-оригинатор за ипотечным кредитом; 2 – банк-оригинатор выдает ипотечный кредит, оформляет закладные листы и направляет их в управляющую компанию без передачи права требования по этим закладным листам; 3 – управляющая компания формирует ипотечный паевой инвестиционный фонд, инструментами инвестирования которого являются ценные бумаги, обеспеченные ипотекой; 4 – управляющая компания продает паи ипотечного паевого инвестиционного фонда на фондовом рынке инвесторам; 5 – инвестор обращается в управляющую компанию за покупкой ценных бумаг лично, без посредников

Такую модель секьюритизации активов можно считать наименее рискованной, так как деятельность управляющей компании законодательно отрегулирована, а риск потери кредитоспособности заемщика и риск досрочного погашения можно минимизировать еще на этапе выдачи кредита. Для этого необходимо: во-первых, организовать жесткий отбор заемщиков с позиций кредитоспособности; во-вторых, обеспечить предварительную договоренность банка-оригинатора с управляющей компанией о замене досрочно погашенных и дефолтных закладных аналогичными закладными с той же доходностью.

4. Эмиссия ипотечных ценных бумаг. Ипотечные ценные бумаги (mortgage-backed securities – MBS) – это ценные бумаги, держатели которых имеют право на получение денежных поступлений от определенного пула ипотечных кредитов [11. С. 43]. Субъект аграрного предпринимательства, взявший кредит, платит ипотечному банку проценты по кредиту. Ипотечный банк секьюритизирует кредит заемщика, включая его наряду с другими схожими кредитами в ипотечное покрытие (за рубежом такие банки часто называют «оригинаторами»). Под ипотечным покрытием понимается сово-

купность требований по обеспеченным ипотекой обязательствам из кредитных договоров, договоров займа и / или закладных, а также денежных средств, поступающих во исполнение указанных требований и иного имущества, предусмотренного законодательством. Доказательством наличия ипотечного покрытия служит учет соответствующих требований и иного имущества, составляющих такое покрытие, в специальном реестре, который, как правило, ведет независимая специализированная организация. Размер ипотечного покрытия, а также условия обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие, должны обеспечивать полноту и своевременность исполнения обязательств по облигациям с данным ипотечным покрытием. Далее SPV (юридически не связанная с организатором секьюритизации компания, на баланс которой передаются секьюритизируемые активы) выпускает ценные бумаги, которые затем покупают инвесторы.

Обобщение мирового и отечественного опыта рефинансирования ипотечных кредитов позволило выявить преимущества и недостатки различных механизмов их рефинансирования, которые представлены в табл. 1 [1. С. 430].

Т а б л и ц а 1

Сравнительная характеристика механизмов рефинансирования ипотечных кредитов

Механизм рефинансирования	Преимущества	Недостатки
Рынок ссудных капиталов	<ul style="list-style-type: none"> – низкие операционные издержки; – длительные сроки; – плавающие процентные ставки; – возможность досрочного погашения кредита 	<ul style="list-style-type: none"> – низкий уровень диверсификации источников заемных средств (чаще всего в рамках отдельно взятого региона); – ограниченное количество участников ипотечного кредитования; – относительно длительный процесс рефинансирования ипотечного кредитования; – возможность несоответствия активов и пассивов относительно сроков кредитования; – высокий кредитный риск у кредиторов
Рынок ценных бумаг	<ul style="list-style-type: none"> – высокий уровень диверсификации заемных средств (через эмиссию ипотечных ценных бумаг); – неограниченное количество участников; – относительно быстрый процесс рефинансирования; – распределение кредитного риска среди инвесторов; – возможность соответствия сроков размещения ипотечных ценных бумаг с периодом кредитования 	<ul style="list-style-type: none"> – высокие операционные издержки; – как правило, фиксированные процентные ставки

Сопоставление механизмов рефинансирования ипотечных кредитов позволяет выделить рынок ценных бумаг как более эффективный для развития системы ипотечного кредитования применительно к российским условиям. В его рамках можно выделить три стратегии рефинансирования (табл. 2) [12. С. 152].

В зарубежной практике ценные бумаги, обеспеченные закладными, включают в себя долевые, структурированные (порядковые) и ипотечные облигации с отделяемым купоном (рис. 4).

Долевые ипотечные облигации выпускаются в случае, когда один или несколько держателей закладных формируют объединение (пул) ипотек и продают доли или сертификаты участия в пуле. При этом сертификаты предполагают пропорциональный, долевого характера участия держателя таких ценных бумаг в доходе по закладным. Характерны две программы размещения долевых облигаций: денежная программа и программа обмена [6. С. 35].

По денежной программе облигации размещаются путем простой продажи инвестору (рис. 5).

Таблица 2

Сравнительная характеристика стратегий рефинансирования земельно-ипотечных кредитов в рамках рынка ценных бумаг

Стратегии рефинансирования ипотечных кредитов	Преимущества	Недостатки
Эмиссия облигаций	Возможность формирования необходимой финансовой базы	– высокие операционные издержки; – необходимость дополнительных гарантий
Продажа закладных	Низкие операционные издержки	Ограниченное количество инвесторов
Эмиссия ипотечных ценных бумаг	– неограниченное количество потенциальных инвесторов; – высокий уровень диверсификации инвестиций	Высокие операционные издержки

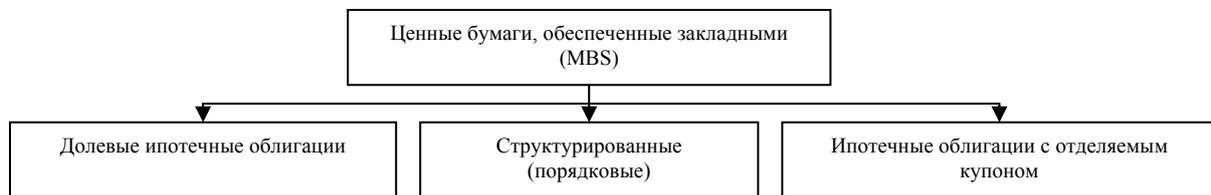


Рис. 4. Классификация ценных бумаг, обеспеченных ипотекой [4. С. 462]

Размещение долевых облигаций, обеспеченных пулом ипотек

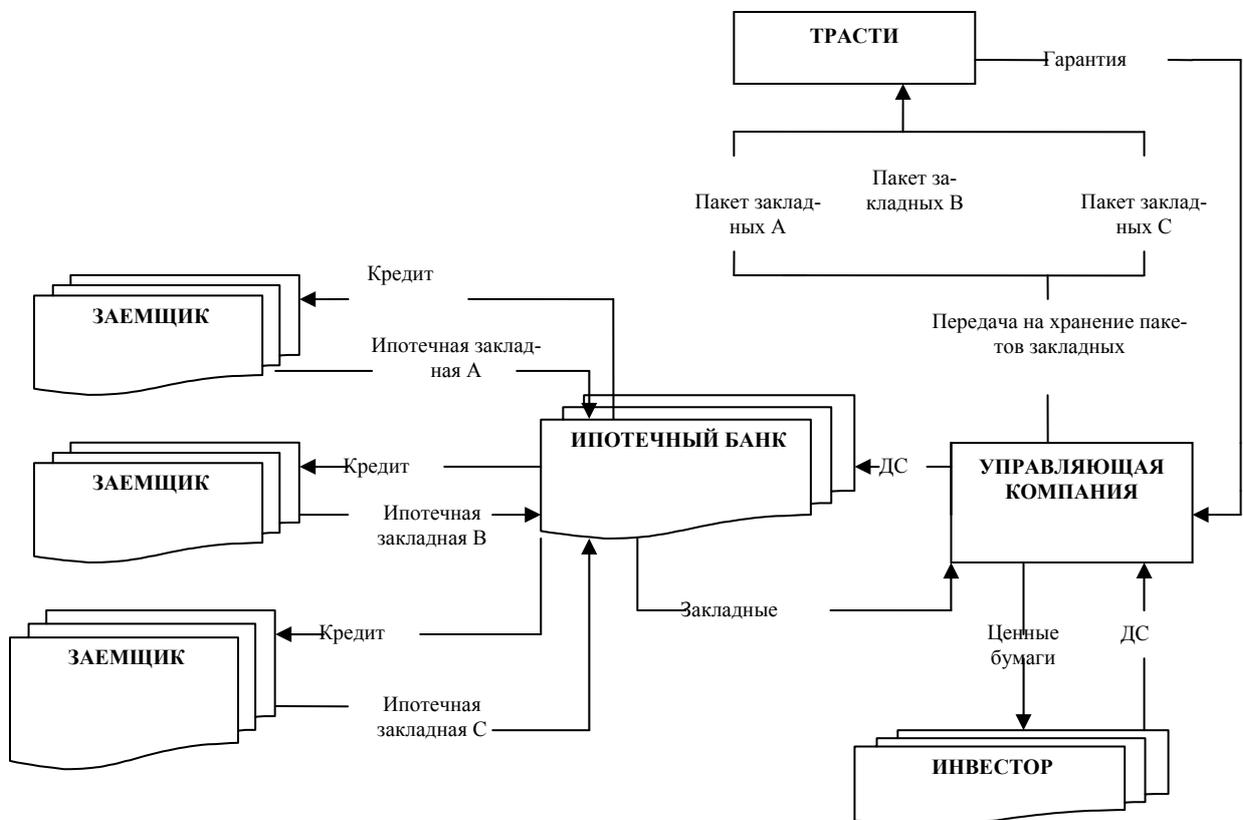


Рис. 5. Денежная программа [2. С. 48]

В рассматриваемой схеме задействованы следующие участники: управляющая компания – специальное учреждение по размещению ценных бумаг и их обслуживанию; независимый оценщик – выполняет проверку ипотечных закладных по степени надежности; доверительный собственник (трасти) – является хранителем закладных и гарантом выполнения управляющей компанией своих обязательств перед покупателями ценных бумаг. В результате взаимодействия участников при размещении долевых ипотечных облигаций конечные инвесторы получают гарантированные правительственными агентствами ценные бумаги с кредитным рейтингом AAA.

Схема взаимодействия: ипотечные банки группируют ипотечные закладные в управляющей компании, проводящей их секьюритизацию. При этом ипотечные банки – первоначальные заимодатели – берут на себя

обязательство продолжать обеспечивать поступление платежей от должников, которые зачисляются на накопительный счет управляющей компании. На завершающем этапе управляющая компания передает сформированные пакеты ипотечных закладных третьему лицу на хранение и выпускает на эти пакеты ценные бумаги (MBS). После этого компания исполняет свои обязательства, передавая ипотечному банку денежные средства, полученные от реализации MBS, конечным инвесторам.

Для программы обмена (своп-программы), представленной на рис. 6, видоизменяется завершающий этап обращения, в ходе которого «...Правительственное агентство ...проводит экспертизу ипотечных кредитов и размещает их в Grantor trust. Затем осуществляется выпуск MBS, которые передаются кредитору. Кредиты остаются в активах кредитора, но уже в форме ценных бумаг...» [13. С. 62–64].

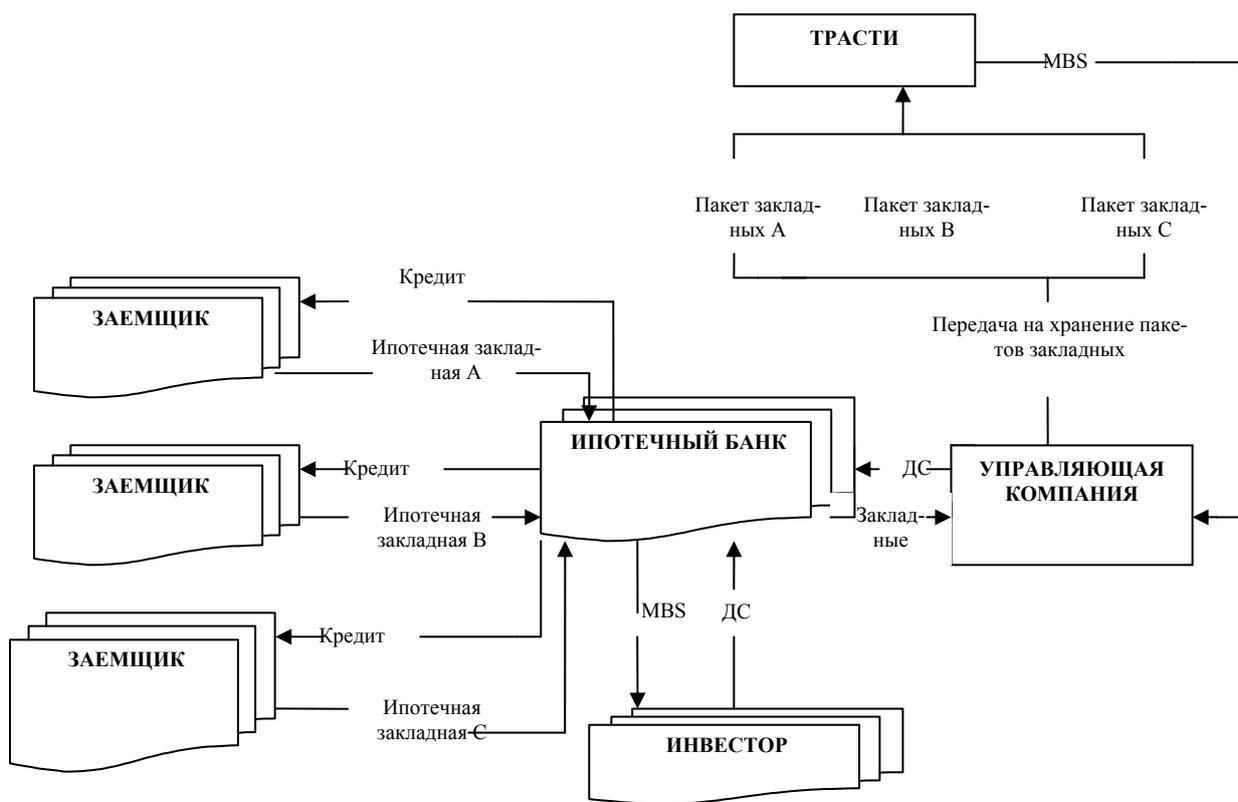


Рис. 6. Своп-программа [13. С. 62–64]

В результате применения свопа (соглашения между двумя контрагентами об обмене в будущем платежами в соответствии с определенными в контракте условиями [14. С. 115]) происходит обмен ценных бумаг (MBS) правительственного агентства на пул ипотек банка-кредитора. В дальнейшем банк-кредитор самостоятельно реализует конечным инвесторам ликвидные ценные бумаги (MBS).

Однако для долевых облигаций характерно наличие риска досрочного погашения, который позволяет заемщику досрочно выплачивать проценты и основную сумму долга. В связи с этим у инвестора могут возникнуть определенные проблемы, связанные с рефинансированием незапланированных выплат, которые, как правило, выплачиваются заемщиками в момент падения процент-

ных ставок. Ответной реакцией рынка на эту проблему стал выпуск специализированными учреждениями структурированных (порядковых) облигаций.

Структурированные (порядковые) облигации (СМО) – это ценные бумаги, обеспеченные пулом долевых ипотечных облигаций [4. С. 462]. В литературе данный вид ценных бумаг может быть представлен как «залоговые ипотечные облигации» [13. С. 62–64]. Основная суть структурирования состоит в том, что данный вид облигаций выпускается под пул долевых облигаций в виде траншей, которые перераспределяют риск предоплаты (рис. 7).

Таким образом, применение структурированных облигаций в практике рефинансирования ипотечных кредитов является показательным примером примене-

ния гибких финансовых инструментов, которые не только опираются на развитую инфраструктуру рынка

ценных бумаг, но и отвечают индивидуальным требованиям конечных инвесторов.

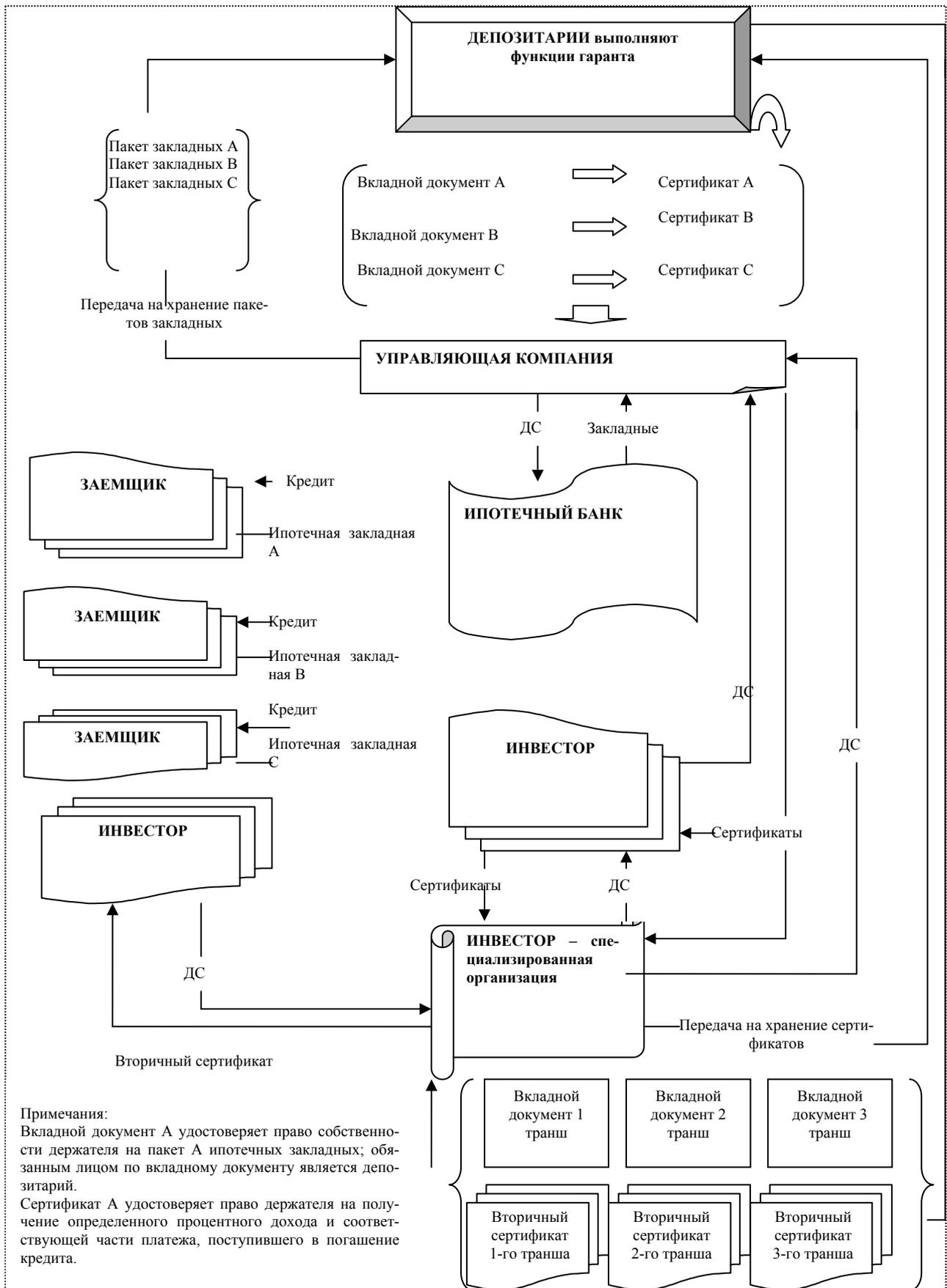


Рис. 7. Размещение структурированных облигаций [13. С. 62–64]

Секьюритизация – это процесс, состоящий из последовательных действий. Он предполагает осуществление ряда действий, которые могут быть объединены в пять этапов. Первый этап – продажа объединения земельно-ипотечных займов (пула земельно-ипотечных кредитов). Второй этап – выпуск ценных бумаг (ипотечных облигаций). Третий этап – оплата за объединение земельно-ипотечных кредитов. Четвертый этап – сбор средств, поступающих от объединения кредитов. Пятый этап –

осуществление выплат инвесторам. Таким образом, секьюритизационная сделка представляет собой весьма сложную многоходовую комбинацию, где участвуют разные финансовые учреждения и используются различные инструменты денежного рынка [15. С. 23].

Обеспечить согласованность и координацию действий всех участников операции непросто. Особенности организации деятельности основных участников секьюритизации представлены в табл. 3.

Таблица 3

Участники секьюритизации и их роль

Участники	Виды деятельности	Виды финансовых институтов
Банк-оригинатор	Выдает ссуды, объединяет их в один общий пакет (пул), передает их другим кредитным институтам или специально созданным компаниям	Коммерческий банк, инвестиционный фонд, сберегательное учреждение, финансовая компания и т.п.
Специальная инвестиционная компания (SPV) (эмитент ценных бумаг)	Организует выпуск и размещение на вторичном рынке ценных бумаг (ипотечных облигаций, ипотечных ценных бумаг, сертификатов и т.д.)	Ипотечный банк, специализированное ипотечное агентство и т.п.
Рейтинговая компания	Определяет рейтинг выпуска ценных бумаг	
Сервисер (servicer)	Выполняет различные технические функции по обслуживанию	Коммерческий банк, банк-оригинатор
Трастовое учреждение	Контролирует деятельность всех участников операции	Специальная инвестиционная компания, уполномоченный банк, ипотечный банк и т.п.

На основе проведенного исследования можно сделать вывод, что основным ограничивающим фактором и одним из главных источников для массового развития земельно-ипотечного кредитования является возможность

рефинансирования и секьюритизации земельно-ипотечных портфелей, реализация которой будет способствовать получению долгосрочных ресурсов для увеличения объемов земельно-ипотечного кредитования в РФ.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Савруков А.Н.* Проблемы и практика рефинансирования ипотечных кредитов в РФ // Вестник ИНЖЭКОНА. Сер. Экономика. 2009. Вып. 3 (30). С. 430.
2. *Рыжков О.* Рефинансирование при ипотечном кредитовании // Рынок ценных бумаг. 1995. № 18. С. 48.
3. *Митрошина К.* Использование секьюритизации в развитии ипотечного кредитования // Рынок ценных бумаг. 1999. № 4. С. 37–38.
4. *Фабозици Ф.* Управление инвестициями : пер. с англ. М. : Инфра-М, 2000. XXVIII. С. 462.
5. *Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.* Инвестиции : пер. с англ. М. : Инфра-М, 1999. XII. С. 395.
6. *Миронов В., Попова А.* Рынок ипотечных облигаций // Рынок ценных бумаг. 1998. № 4. С. 33–37.
7. *Копейкин А., Стебнев Л., Скоробогатько Б., Пенкина А.* Американская модель ипотеки // Рынок ценных бумаг. 1999. № 8. С. 21.
8. *Разумова И.А.* Ипотечное кредитование : учеб. пособие. СПб. : Питер, 2006. 208 с.
9. *Алексеев Р.Н.* Система банковского ипотечного кредитования и ее развитие в России : автореф. дис. ... канд. экон. наук. Саратов, 2008. С. 14.
10. *Осипова Е.Н.* Инструменты секьюритизации ипотечных активов // Российское предпринимательство. 2008. № 12 (2). С. 65–70.
11. *Лауринайтис О.З.* Учет финансирования жилищного строительства с использованием эмиссионных ценных бумаг. Барнаул : Аз Бука, 2004. 260 с.
12. *Ивасенко А.Г.* Проблемы и пути развития системы земельно-ипотечного кредитования в сфере сельского хозяйства в условиях модернизации экономики России. Новосибирск : Изд-во НГТУ, 2010. С. 152.
13. *Шадрин А.* Рынок ипотечных ценных бумаг. Опыт США и перспективы России // Рынок ценных бумаг. 1998. № 7. С. 62–64.
14. *Ивасенко А.Г. и др.* Рынок ценных бумаг: Инструменты и механизмы функционирования : учеб. пособие. 4-е изд., стер. М. : КНОРУС, 2010. 272 с.
15. *Рачкевич А.Ю., Алексеева И.А.* Секьюритизация: характерные признаки и определение // Деньги и кредит. 2008. № 8. С. 22–31.

Статья представлена научной редакцией «Экономика» 1 октября 2012 г.