

На правах рукописи

Лучина Юлия Александровна

**РАЗВИТИЕ ИПОТЕЧНОГО ЖИЛИЩНОГО КРЕДИТОВАНИЯ
В УСЛОВИЯХ ЭМИССИИ ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ**

Специальность 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит»

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2009

Работа выполнена на кафедре «Финансы, денежное обращение и кредит» Государственного университета управления.

Научный руководитель – доктор экономических наук,
профессор **Ковалева Алла Михайловна**

Официальные оппоненты: доктор экономических наук,
профессор **Бусов Владимир Иванович**

кандидат экономических наук

Усовецкий Артем Анатольевич

Ведущая организация – Всероссийский заочный финансово-
экономический институт (ГОУ ВПО ВЗФЭИ)

Защита состоится «30» ноября 2009 г. в ____ часов на заседании Диссертационного совета 212.049.05 в Государственном университете управления по адресу: 109542, г. Москва, Рязанский проспект, 99, зал заседаний Ученого совета.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Государственного университета управления, с авторефератом на сайте www.guu.ru

Автореферат разослан «__» _____ 2009 г.

Ученый секретарь
Диссертационного совета 212.049.05
кандидат экономических наук, доцент

Л.В. Токун

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования обусловлена особой социально-экономической ролью ипотечного жилищного кредитования в России. По данным статистики, лишь 4-5% населения страны имеют возможность приобрести жилье за счет собственных средств, тогда как в среднем по России в улучшении жилищных условий нуждаются около 42% населения, что составляет примерно 70 млн. человек. Необходимо отметить, что по темпам развития ипотеки Россия значительно отстает от многих развитых стран. Так, по оценкам экспертов, доля услуг ипотечного кредитования в ВВП России равна примерно 2%, тогда как в США этот показатель составляет 53%, а в странах Евросоюза – 38%. Всемирным банком для стран среднего уровня развития этот показатель установлен на уровне 25% ВВП.

Необходимо также отметить, что количество сделок приобретения жилья с помощью ипотеки остается небольшим. В 2005 г. доля сделок на рынке жилья, совершенных посредством ипотеки, была равна 3,5%, в 2006 г. – 8,6%, в 2007 г. – 14%, в 2008 г. – порядка 10-15%. В 2009 г., на наш взгляд, этот показатель значительно снизится, так как в настоящее время многие российские банки из-за нехватки ресурсов приостановили выдачу ипотечных кредитов, переориентировавшись на работу по минимизации просроченной задолженности.

Ипотека является эффективным инструментом решения жилищной проблемы, важнейшим механизмом регулирования денежной массы, фактором увеличения занятости населения и одним из существенных направлений в достижении экономического прогресса в целом.

Системное развитие ипотечного кредитования в России требует обеспечения кредитных организаций «длинными деньгами», поскольку ни один банк не в состоянии формировать кредитный портфель из долгосрочных кредитов, опираясь при этом на краткосрочные источники средств. Несоответствие банковских активов и пассивов по срокам и ставкам рано или поздно приведет к потере ликвидности и банкротству банка.

Сегодня в условиях мирового финансового кризиса перед российским банковским сектором остро стоит проблема сокращения возможностей финансирования на международных рынках и значительное его удорожание. Происходит падение объемов предоставления кредитов зарубежными инвесторами российским банкам. Ситуация усугубляется в отношении ресурсной базы средних и мелких банков, поскольку основной рост показателей банковской системы происходит за счет средств крупнейших банков. При ограниченном доступе российских банков к международным рынкам капиталов возрастает роль ипотечных ценных бумаг, которые служат выгодным инструментом инвестирования денежных средств отечественных пенсионных фондов и страховых организаций. Выход кредитных организаций на рынок ипотечных ценных бумаг позволит

им постоянно восполнять недостаток кредитных ресурсов, привлекая средства на более выгодных условиях.

Степень изученности темы. Заметный вклад в изучение проблемы ипотечного кредитования внесли зарубежные и отечественные экономисты, среди которых можно выделить Н. Ордуэя, Т. Стейнметца, Ф. Уитта, Д. Фридмана, Р. Страйка, А. Даймонда, А. Доунса, Дж. Миллара, С. Батлера, Д. Блевинса, Э.Дж. Долана, М. Фохлера, К. Фоллака, К. Марка, П. Нойбауэра, П. Паули, А. Райфа, Р. Страйка, О. Штекера, В. Венора, С.А. Андрюшина, В.И. Букато, О.И. Лаврушина, В.А. Кудрявцева, Н.П. Проскуярову, В.И. Бусова, А. Копейкина, П.П. Мигулина и др. Наряду с этим некоторые аспекты ипотечного жилищного кредитования рассматривали следующие известные ученые экономисты: Н.Ф. Самсонов, А.М. Тавасиев, Е.М. Шабалин, В.А. Галанов, В.А. Москвин и др.

Вместе с тем у экономистов не сложилось единого мнения относительно модели ипотечного кредитования, использование которой будет наиболее эффективно способствовать развитию ипотечного жилищного кредитования в России. Кроме того, американский ипотечный кризис поставил под сомнение эффективность применения ипотечных облигаций для рефинансирования ипотечных кредитов. Несмотря на это, полагаем, что использование отечественными банками ипотечных ценных бумаг для привлечения дополнительных финансовых ресурсов в ипотечную сферу послужит решению названной выше задачи. Данное положение определило выбор темы диссертационного исследования, цели и задачи работы.

Цель и задачи исследования. Целью данного исследования является разработка предложений по решению проблем, сдерживающих отечественное развитие ипотеки, а также оценка возможности применения в России на современном этапе мирового опыта развития ипотечного жилищного кредитования посредством эмиссии ипотечных ценных бумаг. Для достижения указанной цели были поставлены следующие задачи:

- определить сущность и социально-экономическую роль ипотечного жилищного кредитования;
- рассмотреть механизм функционирования первичного и вторичного рынка ипотеки;
- изучить основные модели рефинансирования ипотечных жилищных кредитов;
- раскрыть основные риски, возникающие в процессе секьюритизации, и способы защиты от них;
- провести анализ международной и отечественной практики выпуска ипотечных ценных бумаг;
- выявить основные проблемы, сдерживающие отечественное развитие ипотеки;
- разработать предложения и рекомендации по решению проблем, препятствующих успешному функционированию ипотечного жилищного кредитования в России;
- предложить новые схемы рефинансирования ипотечных кредитов в условиях современной российской действительности;

- сравнить американский и отечественный рынок subprime для определения возможности использования в России ипотечных ценных бумаг.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования является отечественная и зарубежные системы ипотечного жилищного кредитования. Предметом исследования выступают финансово-экономические отношения, функции и риски участников функционирования данной системы.

Методология и методы исследования. Методологической и теоретической основой работы послужили научные исследования отечественных и зарубежных ученых по вопросам ипотечного жилищного кредитования. В работе использованы законодательные и нормативно-правовые документы, материалы научно-практических конференций, исследования ведущих научно-исследовательских институтов.

Теоретические положения и выводы, содержащиеся в работе, опираются на анализ статистических данных Росстата РФ, Банка России, ресурсов сети Интернет.

Методология исследования основана на использовании комплексного подхода к изучению системы ипотечного жилищного кредитования с учетом диалектичности, преемственности экономических процессов, социально-культурных особенностей страны. В работе использовались современные общенаучные методы: системный подход, аналитический метод, статистический анализ.

Научная новизна. Основные результаты диссертационного исследования, определяющие научную новизну, заключаются в следующем:

- выявлены наиболее распространенные подходы к определению понятия «ипотека» и сформулировано авторское определение данного понятия, наиболее полно отражающее его суть;
- классифицированы риски, возникающие в процессе секьюритизации, раскрыты основные пути их минимизации;
- оценена возможность применения в России мирового опыта эмиссии ипотечных ценных бумаг;
- определены основные проблемы, тормозящие развитие ипотеки в России на современном этапе, предложены способы их решения;
- разработаны новые схемы выпуска отечественных ипотечных ценных бумаг, позволяющие региональным банкам воспользоваться ломбардным кредитованием Банка России;
- обоснована возможность использования ипотечных ценных бумаг в России для развития ипотечного жилищного кредитования.

Практическая значимость результатов исследования заключается в том, что результаты и выводы, отраженные в работе, могут быть использованы как органами государственной власти для принятия комплексной программы развития ипотеки, так и банковскими учреждениями для привлечения дополнительных финансовых ресурсов в ипотечную сферу.

Апробация результатов исследования. Основные выводы и результаты диссертационного исследования обсуждались и получили одобрение на следующих всероссийских и международных научно-практических конференциях и семинарах: 10-я, 11-я, 12-я и 13-я международная научно-практическая конференция «Актуальные проблемы управления» (ГУУ, г. Москва, 2005, 2006, 2007, 2008 гг.); 21-я, 22-я, 23-я, и 24-я всероссийская научная конференция молодых ученых и студентов «Реформы в России и проблемы управления» (ГУУ, г. Москва, 2006, 2007, 2008, 2009 гг.); 14-й, 15-й и 16-й всероссийский студенческий семинар «Проблемы управления» (ГУУ, г. Москва, 2006, 2007, 2008 гг.); 14-я всероссийская научно-практическая конференция «Актуальные проблемы управления» (ГУУ, г. Москва, 2009 г.).

Публикации. По результатам диссертационного исследования опубликовано 15 работ (в том числе 1 статья, изданная в журнале, рекомендованном ВАК РФ) общим объемом 3,4 п.л.

Логика и структура работы определены поставленными целями и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии и приложений; изложена на 165 страницах; включает 19 таблиц, 16 схем, 2 диаграммы, 1 график, 5 приложений. Библиография включает 145 наименований.

Рассматриваемые вопросы и последовательность их изложения представлены структурой диссертационной работы.

Введение

Глава 1. Концептуальные основы ипотечного жилищного кредитования

1.1. Сущность и роль ипотечного жилищного кредитования

1.2. Первичный и вторичный рынок ипотеки

1.3. Основные модели рефинансирования ипотечных жилищных кредитов

1.4. Риски, возникающие в процессе секьюритизации

Глава 2. Развитие ипотечного жилищного кредитования посредством секьюритизации

2.1. Мировой опыт ипотечного жилищного кредитования в докризисный период в рамках эмиссии ипотечных ценных бумаг

2.2. Причины ипотечного кризиса в США и его влияние на мировой финансовый рынок

2.3. Современное состояние отечественного ипотечного жилищного кредитования

Глава 3. Рефинансирование ипотечного жилищного кредитования в России

3.1. Перспективы и основные направления долгосрочного развития ипотеки в России в условиях эмиссии ипотечных ценных бумаг

3.2. Обоснование возможности использования ипотечных ценных бумаг в России на основании сравнения американского и отечественного рынка subprime

Заключение

Библиография

Приложения

II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во введении обоснована актуальность темы диссертационного исследования, сформулированы цель и задачи, предмет и объект исследования, определена теоретико-методологическая основа, информационная база, показаны научная новизна и практическая значимость полученных результатов.

В **первой главе** «Концептуальные основы ипотечного жилищного кредитования» выявлены основные подходы к определению понятия «ипотека», ограничивающие в той или иной мере его сущность, и сформулировано авторское определение. Под ипотекой мы понимаем форму имущественного обеспечения обязательства должника, учитывая, что недвижимое имущество остается в собственности должника, а кредитор при неисполнении должником своих обязательств имеет право получить ранее ссуженные средства путем реализации данного имущества.

В диссертации раскрыты основные черты ипотеки как залога и ее отличительные характеристики; определены основные параметры ипотечного кредита; отмечена сущность и особенности ипотечного жилищного кредитования; представлена его классификация, а также дана характеристика его социальной и экономической значимости.

В зависимости от цели получения ипотечного жилищного кредита (ИЖК) выделяют кредит:

- на строительство жилья;
- на приобретение жилья на первичном рынке;
- на приобретение жилья на вторичном рынке.

Обеспечением ИЖК выступает:

- основное обеспечение: залог земельного участка (залог права аренды на земельный участок), залог имеющегося недвижимого имущества, залог приобретаемого имущества, переменный залог;
- дополнительное обеспечение: поручительство третьих лиц, залог имущественных прав по договору инвестирования строительства (договору уступки прав требования).

Ставка по ИЖК может быть:

- фиксированной;
- плавающей: фиксированный процент + MosPrime (для кредитов в рублях), фиксированный процент + LIBOR (для кредитов в долларах), фиксированный процент + EURIBOR (для кредитов в евро).

Сумма ипотечного жилищного кредита:

- определяется на основе кредитоспособности заемщика;
- заемщик ходатайствует о получении определенной суммы.

В работе выявлена сущность первичного и вторичного рынка закладных; дана классификация основных моделей рефинансирования ипотечных жилищных кредитов – схем, посредством которых кредитные учреждения привлекают дополнительные средства для предоставления ипотеки; обобщены и выделены некоторые особенности использования этих моделей; представлена сравнительная характеристика рисков, связанных с моделью привлечения кредитных ресурсов (табл. 1).

В зависимости от специфики законодательной базы в области ипотечного кредитования различных стран, выделяют четыре основные модели рефинансирования ипотечного жилищного кредитования.

1. Кредитование через универсальные коммерческие банки (в качестве кредитных ресурсов для предоставления ипотечных кредитов используются средства физических и юридических лиц, размещаемые на расчетных счетах и депозитах). Данная модель наиболее часто применяется в таких странах как Великобритания, Германия, Испания, Австралия.

2. Привлечение специализированными институтами на договорной (контрактной) основе долгосрочных жилищных сбережений граждан с последующим предоставлением вкладчикам ипотечных жилищных кредитов. Такие организации могут быть полностью закрытого типа, при котором вклады являются единственным источником ресурсов (как, например, строительные сберегательные кассы — *Vausparkasse* в Германии), относительно закрытого типа (строительные общества — *Building societies* в Великобритании) и полностью открытого типа (ссудно-сберегательные ассоциации в США — *Saving and Loans*), при котором источником ресурсов являются как вклады, так и средства, привлекаемые на финансовом рынке.

3. Кредитование через специализированные ипотечные банки – это узкоспециализированные кредитные институты, которые предоставляют долгосрочные кредиты населению на средства, привлекаемые на основе эмиссии ипотечных облигаций, обеспеченных выданными ипотечными кредитами. Такие банки функционируют в основном в европейских странах, прежде всего в Германии, Дании, Швеции, Польше, а также в ряде других стран, в которых принято соответствующее законодательство.

4. Модель вторичного рынка ипотечных кредитов (секьюритизация ипотечных активов). В рамках этой модели первичный кредитор может рефинансировать выданные кредиты либо путем их непосредственной продажи инвестору или специализированному институту вторичного рынка (оператору вторичного рынка ипотечных кредитов), либо посредством обмена собранных в пулы кредитов на ипотечные ценные бумаги, выпущенные специализированным эмитентом. Данная модель получила наибольшее развитие в США, Австралии и Великобритании.

Сравнительный анализ рисков, связанных с моделью привлечения ресурсов
в ипотечных банках (Германия) и в организациях вторичного рынка (США)

Параметр сравнения	Германия	США
Кредитный институт-эмитент	ипотечный банк	ипотечные компании
Финансовый инструмент	ипотечные облигации	ипотечные ценные бумаги
Тип секьюритизации	ипотечные активы остаются на балансе кредитора-эмитента	ипотечные активы снимаются с баланса банка-кредитора
Распределение рисков:		
кредитный риск	ипотечный банк-эмитент	инвестор
риск досрочного погашения	ипотечный банк-эмитент	инвестор
рыночный риск	инвестор	инвестор
риск банкротства банка-кредитора, выдавшего кредит	инвестор имеет приоритетное право требования на активы эмитента	банкротство кредитного института, выдавшего кредит, не влияет на его обслуживание
Гарантии	предоставляются ипотечным банком-эмитентом	предоставляются третьей стороной
Выплата основного долга	как правило, в конце срока	как правило, амортизация и досрочное погашение
Выплата процентов	как правило, ежегодно	как правило, ежемесячно

В диссертационной работе представлена классификация рисков, возникающих в процессе секьюритизации, раскрыты основные способы защиты от них.

В общем виде секьюритизацию можно представить как интегрированное единство трех основных частей: активов, участников и ценных бумаг, обеспеченных активами. Для каждой части характерны различные факторы риска, что позволило разделить риски на три основные категории: риски секьюритизируемых активов, структурные риски (схема 1) и риски, связанные с ценными бумагами.

Секьюритизируемые активы подвержены следующим видам рисков: кредитный риск; риск досрочного погашения; риск дефолта в связи с несостоятельностью заемщика; правовые риски.

Кредитный риск – это риск неисполнения или ненадлежащего исполнения должником своих обязательств по сделке. В качестве мер защиты может быть использовано обеспечение (залог, поручительство и т.д.), отказ от исполнения встречного обязательства, анализ и дальнейший мониторинг финансового положения должника, инициирование процедуры банкротства и др.

Риск досрочного погашения – это риск получения кредитором от должника полного или частичного исполнения обязательств ранее оговоренного в кредитном договоре срока, что приводит к неполучению кредитором части прибыли от уплаты процентов.

Риск дефолта заемщика можно определить как неисполнение или ненадлежащее исполнение заемщиком своих обязательств по договору, в силу чего кредитор вправе в одностороннем порядке расторгнуть договор и потребовать досрочный возврат кредита. Меры защиты совпадают с мерами защиты от кредитного риска.

Правовые риски можно разделить на документационные риски и риск изменения законодательства в период обращения ценных бумаг, обеспеченных активами.



Схема 1. Структурные риски

Риски ценных бумаг, обеспеченных активами, включают:

Риск досрочного погашения, который заключается в опасности получения кредитором частичного или полного досрочного исполнения обязательств со стороны должника. Основными средствами хеджирования являются: рейтингование, надлежащая

экспертиза сделки, субординация инвесторов, запрет на досрочное погашение, введение санкций за досрочное погашение.

Риск изменения процентной ставки, который состоит из риска общего изменения процентных ставок и риска того, что изменение процентных ставок повлечет досрочное погашение заемщиками обязательств, права требования по которым переданы в SPV (специальная проектная компания). Первый подвид затрагивает ценные бумаги с фиксированной процентной ставкой. Вторым угрожает любым ценным бумагам, в особенности обеспеченным ипотечными активами, поскольку ипотечные кредиты имеют наиболее длительные сроки погашения. Использование процентных свопов, как правило, помогает минимизировать первый подвид риска изменения процентной ставки. Опасность второго подвида, как мы уже указали, состоит в досрочном погашении, поэтому, средства защиты такие же, как для риска досрочного погашения.

Амортизационный риск, который может быть вызван следующими причинами: ненадлежащее исполнение обязательств со стороны должников по активам, входящим в пул; досрочное погашение должниками задолженности полностью или в части; недостаточное дополнительное обеспечение ценных бумаг, эмитированных SPV; повышение уровня дефолтов над заранее заданными при структурировании сделки; снижение качества обеспечения ценной бумаги ниже определенного уровня; банкротство инициатора или сервисного агента и т.д.

Риск дефолта, под которым понимают неспособность заемщика своевременно и надлежащим образом исполнять свои обязанности по возврату долга и процентов на него. В качестве мер защиты используют рейтингование, субординирование требований инвесторов, дополнительный залог и иные средства обеспечения исполнения.

Риск недостатка ликвидности (возможность в сравнительно короткие сроки реализовать ценную бумагу по цене, соответствующей ее рыночной стоимости), который минимизируется посредством грамотной ценовой политики.

Документационный риск, возникающий в результате недостаточной проработки условий выпуска, обращения и погашения, изложенных в эмиссионных документах.

Во **второй главе** «Развитие ипотечного жилищного кредитования посредством секьюритизации» рассмотрен мировой опыт ипотечного жилищного с целью анализа возможности его использования в России.

Важность и роль ипотечных ценных бумаг в финансовых системах стран Европы и США объясняет тот факт, что доля ипотечных облигаций в Европейском союзе в 2 раза больше доли корпоративных облигаций, а в США составляет почти пятую часть всех долговых обязательств (по состоянию на конец 2007 г.).

В зависимости от эмитента ипотечных ценных бумаг, выделяют «ценные бумаги кредитора» и «агентские». Эмитентом «ценных бумаг кредитора» выступает непосредственно кредитная организация, предоставившая ипотечный кредит (эта модель применяется в Европе). В данном случае ценные бумаги остаются на балансе кредитора,

который принимает на себя кредитный риск и риск досрочного погашения. При этом на качество ценных бумаг будет влиять обеспечение и финансовое состояние кредитора.

В случае с «агентскими» ценными бумагами эмитентом является посредник, агент, специальная проектная компания. При этой схеме ценные бумаги выводятся за баланс кредитора, а риск досрочного погашения и кредитный риск ложится на инвестора. Качество «агентских» ценных бумаг при этом зависит от обеспечения и структуры ценных бумаг.

По данным Европейской ипотечной федерации на конец 2007 г. только 4% выданных ипотечных кредитов финансировалось посредством выпуска «агентских ценных бумаг», в то время как в США этот показатель составлял на конец указанного периода около 90%.

Национальное законодательство стран Европейского союза и США определяет различие в эмитентах и видах ипотечных ценных бумаг (табл. 2).

Таблица 2

Виды и эмитенты ипотечных ценных бумаг в странах ЕС и США

Страна	Виды ИЦБ	Эмитент ИЦБ
Германия	Ипотечные облигации, обеспеченные: – собственно ипотекой; – государственными (муниципальными) кредитами; – корабельными закладными	– частные ипотечные банки; – государственные земельные банки; – жироцентрали
Испания	– ипотечные закладные облигации; – государственные закладные облигации	любой кредитный институт, имеющий разрешение Банка Испании
Франция, Люксембург, Финляндия	Ипотечные облигации	специализированные кредитные институты
Дания	Ипотечные облигации	ипотечные банки, осуществляющие исключительно ипотечное кредитование
Швеция	Ипотечные облигации	специализированные ипотечные компании, являющиеся ООО
Австрия	Ипотечные облигации	специализированные банки
Швейцария	Ипотечные облигации	частные АО
США	MBS и их модификации	– Федеральная национальная ипотечная ассоциация (FNMA); – Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита (FNLMC); – Государственная национальная ипотечная ассоциация (GNMA); – федеральные банки по кредитованию жилищного строительства (Federal Home Loan Banks)

В диссертации проанализированы основные различия систем секьюритизации стран ЕС и США. В Европейском союзе основными участниками процесса секьюритизации, осуществляемого посредством выпуска собственных ценных бумаг,

являются различные кредитные институты, тогда как в США лидирующую роль играют ипотечные банки, а рефинансирование ипотечных кредитов осуществляется за счет продажи закладных посреднику. Стоимость привлекаемых ресурсов при этом в первом случае достаточно высокая, а во втором, напротив, низкая. Необходимо отметить, что в странах Евросоюза практически отсутствует поддержка со стороны государства в лице правительства, в то время как в США осуществляется существенная господдержка в лице различных федеральных институтов (см. табл. 2).

В диссертационной работе раскрыты основные функции секьюритизации.

1. Секьюритизация способствует устранению прямой зависимости между стоимостью депозитов, мобилизованных на местных рынках, и размером процентной ставки на финансовые инструменты, выпущенные на основе активов. Таким образом, главной функцией секьюритизации является функция рефинансирования и оптимизации фондирования.

2. Второй важнейшей функцией можно назвать функцию управления банковской ликвидностью, так как при секьюритизации ссуды выводятся за баланс банка, что снижает нагрузку на капитал и улучшает показатели ликвидности банка.

3. В-третьих, продавая обязательства по ссудам, банк вместе с ними перекладывает часть кредитного риска на инвестора. Для инвесторов вложение денежных средств в секьюритизированные активы менее рискованно, чем вложение в традиционные ценные бумаги, ввиду того, что ипотечные активы обеспечены и диверсифицированы.

4. В-четвертых, секьюритизация помогает банку получить дополнительную прибыль за счет повышения доходности банковских операций и снизить стоимость заимствований. Прежде всего, превращая активы в долгосрочные ценные бумаги, банки получают доступ к более дешевым долгосрочным ресурсам. Повышается операционная эффективность. В силу того, что ипотечные ценные бумаги относятся к категории низкорискованных, ставка купона по ипотечным ценным бумагам обычно невысока. Она может быть даже ниже процента по межбанковскому кредиту, что обеспечивает доступ к более дешевым заемным ресурсам.

5. Кроме того, секьюритизация решает проблему малых банков, у которых нет доступа к недорогим долгосрочным ресурсам и которые не имеют возможности держать на своем балансе такие значительные активы. Малые банки продают более крупным банкам пулы ипотечных кредитов. Последние в свою очередь накапливают на своем балансе ипотечные активы, после чего осуществляют эмиссию ипотечных ценных бумаг.

Однако у механизма секьюритизации есть и недостатки. Основным недостатком секьюритизации как способа рефинансирования кредитов для банка является сложность организации сделки и, как следствие, ее высокая стоимость. Это обуславливает недоступность секьюритизации для мелких банков и необходимость формирования крупного пула кредитов для достижения экономической эффективности сделки. Кроме

того, из объективной сложности сделки вытекает ее зависимость от законодательства страны, в которой она осуществляется.

В исследовании проанализированы причины, породившие финансовый кризис в США и его влияние на мировой финансовый рынок. К этим причинам автор относит: 1) рост рынка недвижимости в США; 2) доступность кредитования; 3) излишне мягкую монетарную политику; 4) поощрение домовладения малообеспеченными слоями населения; 5) культурно-социологический аспект «мыльного пузыря» недвижимости; 6) смену тренда, переоценку ожиданий и дискредитацию актива; 7) кризисное управление.

Рынок секьюритизации в России представлен тремя составными частями: трансграничная секьюритизация, при которой секьюритизированные облигации размещены на внешнем рынке (SPV зарегистрирована вне территории РФ); внутренняя секьюритизация, регламентированная российским законом «Об ипотечных ценных бумагах»; секьюритизация с использованием механизма закрытых паевых инвестиционных фондов.

Отечественная секьюритизация развивалась вплоть до августа 2007 г. В I полугодии 2007 г. суммарный объем публичных выпусков увеличился, а во II полугодии сократился на одну треть. Практически повсеместной стала тенденция переноса на неопределенный период уже запланированных сделок или их замещения. Отчасти заменой им стали сделки прямой продажи активов или размещения на внутреннем рынке капитала. Трудности с зарубежными заимствованиями, возникшие вследствие мирового финансового кризиса, стали причиной падения интереса банков первого эшелона к секьюритизации. Одновременно для банков второго эшелона секьюритизация сделалась практически недоступной. В 2008 г. банки, работающие на российском ипотечном рынке, столкнулись с проблемой роста доли невозвратов по высокорискованным ипотечным кредитам, что заставило пересмотреть требования к заемщикам и повысить процентные ставки, чтобы покрыть многомиллиардные убытки.

Среди основных причин, в наибольшей степени повлиявших на рост просрочки, следует выделить сокращение доходов заемщиков и потеря ими работы, факторами чего явились:

- попытка компаний оптимизировать текущие расходы за счет сокращения штатной численности сотрудников;
- экономия затрат на штатных сотрудников работодателями посредством урезания премий (в большинстве случаев премиальный фонд составляет от 20 до 40% годового дохода сотрудников);
- кадровая реструктуризация компаний в процессе кризисной консолидации бизнеса (как поглощающей, так и поглощаемой) и/или смены собственника;
- ликвидация предприятий мелкого и среднего бизнеса, чьи финансовые потоки будущих периодов обеспечиваются доступностью кредитов под оборот;
- инфляция и замедление роста реально располагаемых доходов населения;
- падение цен на нефть, а также цен на промышленные и драгоценные металлы.

К основным банковским рискам ипотечного кредитования, приведшим к сокращению объемов предоставления ипотечных жилищных кредитов в России в конце 2008 г. – начале 2009 г., мы относим: риск ликвидности (отсутствие долгосрочного капитала и ограниченность рефинансирования); процентный риск (ускоренное обесценение долгосрочных активов и невыгодность фиксирования ставки); кредитный риск (рост просрочек и дефолтов); рыночный риск (падение цен на недвижимость). Причинами падения спроса на ипотечное жилищное кредитования со стороны населения в указанный период стали: потеря работы или резкое сокращение доходов; накопление наличности на «черный день»; высокая инфляция потребительских цен и рост стоимости жизни; высокие процентные ставки по ипотечным кредитам; требование высокого первоначального взноса; ожидание снижения цен на жилье.

В **третьей главе** «Рефинансирование ипотечного жилищного кредитования в России» рассмотрены основные причины, тормозящие развитие отечественного ипотечного кредитования на современном этапе. Среди них мы выделяем:

1. Со стороны первичных кредиторов:

- обесценение долгосрочных кредитов с фиксированными ставками в условиях роста процентных ставок на финансовом рынке;
- сокращение долгосрочных источников финансирования;
- «старение» ипотечных портфелей и рост резервов на возможные убытки;
- недостаточный опыт сервисного обслуживания больших ипотечных портфелей;
- не устоявшиеся процедуры обращения взыскания на недвижимое имущество;
- риск снижения стоимости недвижимости.

2. Со стороны рефинансирующих организаций:

- сокращение спроса на ипотечные активы и ипотечные ценные бумаги;
- отсутствие внутреннего рынка ипотечных ценных бумаг;
- повышение уровня процентных ставок на финансовом рынке.

3. Со стороны институциональных инвесторов:

- законодательные ограничения на инвестирование в ипотечные ценные бумаги;
- дебютный характер выпуска ипотечных облигаций и неопределенность срока обращения.

В работе предложены меры по поддержанию и развитию ипотеки со стороны государства, призванные, во-первых, повысить спрос на ипотечные ценные бумаги и, во-вторых, снизить издержки на выпуск ипотечных ценных бумаг.

Первая группа включает следующие мероприятия:

1. Расширение возможностей инвестирования средств институциональных инвесторов в ипотечные ценные бумаги. В частности, предусматривается расширение возможностей инвестирования в ипотечные ценные бумаги средств пенсионных накоплений лиц, не воспользовавшихся правом выбора инвестиционного портфеля (так называемых «молчунов»). Предполагается изменение порядка инвестирования средств

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

2. Для решения изложенной выше задачи следует внести изменения в законодательство в части снятия ограничений на инвестирование государственной управляющей компанией средств пенсионных накоплений в ипотечные ценные бумаги.

3. Целесообразным является расширение возможности инвестирования средств страховых резервов в ипотечные ценные бумаги. Для этого необходимо внести изменения в приказ Минфина России от 8 августа 2005 г. № 100н «Об утверждении правил размещения страховщиками средств страховых резервов» в части расширения доли ипотечных ценных бумаг в общем объеме страховых резервов при условии установления дополнительных требований к эмитентам ценных бумаг.

Ко **второй** группе предложений можно отнести следующие:

1. Внесение изменений в законодательство (ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)», ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», ФЗ «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним») в части создания института депозитарного учета закладных, позволяющего передавать права на закладные путем записей по счетам депо в депозитории, аналогично порядку перехода прав по бездокументарным ценным бумагам. Введение данного института позволит обеспечить быструю и эффективную передачу большого количества закладных (пулов закладных) в процессе их рефинансирования, в том числе для целей их дальнейшей секьюритизации.

2. Внесение поправок в законодательство с целью обеспечения и совершенствования секьюритизации всех видов финансовых активов, а также введение, среди прочего, специальных норм, направленных на:

– создание института номинального банковского счета, позволяющего обеспечить сохранность средств, поступающих в погашение обязательств и находящихся на счету посредников, которым эти средства в правовом смысле не принадлежат;

– создание института собрания владельцев облигаций и представителя владельцев облигаций, позволяющего обеспечить защиту прав владельцев облигаций при банкротстве и иных финансовых проблемах эмитента.

3. Разработка и поправки в действующее законодательство, касающиеся:

– совершенствования положений об ипотечных сертификатах участия с целью обеспечения возможности эффективного выпуска указанного вида ипотечных ценных бумаг;

– упрощения процедуры наложения взыскания на предмет залога (возможность более широкого введения внесудебного порядка наложения взыскания);

– упрощения процедуры погашения записи об ипотеке;

– совершенствования налогового законодательства, в том числе в вопросах налогообложения при продаже ипотечному агенту пула закладных. Например, передача прав по закладным приравнена к уступке прав по договорам, что влечет за собой уплату

налога при передаче активов с баланса банка на баланс SPV и НДС на операции SPV. Любые налоги на передачу активов, государственные пошлины или аналогичные сборы противоречат идее секьюритизации, увеличивают издержки по данной сделке и делают секьюритизацию менее привлекательной.

Далее в работе выявлены существенные проблемы законодательного регулирования ипотечной сферы и отмечены основные мероприятия, способствующие их решению (таблица 3).

Таблица 3

Основные проблемы правового регулирования ипотечной сферы
и возможные пути их решения

Проблема	Предлагаемое решение
Отсутствие действующей системы кредитных бюро	получением банками права на законодательной основе направлять в БКИ информацию о выданных кредитах без согласия заемщика и получение данных основной части его кредитной истории
Закрытость сведений о лицах, зарегистрированных (прописанных) в жилом помещении	обязать соответствующие органы предоставлять по запросу собственника жилья, членов его семьи, залогодержателя выписку из домовой книги, где будет подробно указан список лиц, когда-либо зарегистрированных и выписанных (в том числе временно) из помещения с подтверждающими документами
Признание арбитражной судебной практикой неправомерным требования банков о страховании жизни и трудоспособности заемщика	обязать заемщика страховать жизнь и потерю трудоспособности, если иное не предусмотрено условиями договора, или предложить банкам устанавливать дифференцируемую процентную ставку по кредитам в зависимости от пакета страховых услуг, приобретенного заемщиками
Недостовверная оценка предмета залога	обязать оценщиков возмещать убытки в случае недостоверной оценки жилых помещений для ипотечного кредитования и установить четкий порядок проведения оценки жилых помещений, выступающих предметом ипотеки
Недостаточность полномочий originатора по обслуживанию секьюритизированных закладных	законодательно установить права originатора по сопровождению ипотечного покрытия от имени SPV без обращения за согласием либо доверенностью к SPV
Неэффективная продажа жилья с торгов	обеспечение максимальной прозрачности и публичности процедуры реализации с торгов, предоставление гарантии «юридической чистоты» приобретаемых помещений
Неэффективность работы приставов и их взаимодействия с реализатором	подробно описать в нормативных документах порядок действий пристава и специализированной организации по обращению взыскания на недвижимое имущество
Отсутствие жилищного фонда для выселения лиц	создание структур для выкупа предметов ипотеки и, посредством оформления договора социального найма, предоставление право должникам и дальше проживать в данном помещении; создание жилищного фонда для выселения в него лиц, проживающих в квартире, являющейся предметом ипотеки

В работе сформулированы основные направления, которые должна содержать комплексная программа развития ипотеки (схема 2).

1. Обеспечить предоставление государством прямых целевых кредитов банкам для выдачи ипотечных кредитов.
2. Расширить круг банков, имеющих возможность выпускать ипотечные облигации.
3. Упростить процедуры обращения взыскания на заложенное имущество, в том числе процедуры внесудебного истребования залогов.
4. Разрешить вложения средств Пенсионного фонда РФ, Фонда обязательного страхования вкладов и иных государственных фондов в ипотечные ценные бумаги.
5. Предоставить возможность ипотечным агентствам выпускать биржевые облигации.
6. Обеспечить целевую поддержку государством застройщиков для обеспечения роста объемов строящегося жилья (особенно на региональных рынках) – гарантии, прямое кредитование, снятие административных барьеров на строительство.
7. Снять ограничения по величине имущественного вычета при получении ипотечного кредита (на текущий момент – 2 млн. руб.).
8. Обеспечить нормативную базу для выпуска ипотечных сертификатов участия.
9. Обеспечить депозитарный учет закладных.
10. Ввести особый режим банковских счетов с целью защиты прав владельцев ипотечного покрытия. Данные счета позволят разграничить потоки платежей по ипотечным кредитам от всех прочих потоков, тем самым, защитив права инвестора, а также исключить возможность «смешивания» денег на балансе originатора. Такие счета должны быть свободны от притязаний третьих лиц, не связанных со сделкой, и от претензий владельца счета, который в настоящее время может в любой момент его закрыть, забрать деньги или перевести их на другой счет.
11. Повысить доступность жилья.



Схема 2. Комплексная программа развития ипотеки

Анализ практики рефинансирования ипотечных жилищных кредитов показывает, что быстрое и широкомасштабное развитие ипотечного кредитования может быть достигнуто за счет рефинансирования путем эмиссии ипотечных ценных бумаг.

Сложность, длительность и высокая цена организации сделки секьюритизации активов, как было отмечено ранее, делает недоступным такой способ рефинансирования для небольших региональных банков. Для снижения затрат на накопление пула закладных и выпуск ипотечных ценных бумаг, которые бы позволили региональным банкам наряду с крупными банками воспользоваться ломбардным кредитованием Банка России, можно предложить следующие схемы.

1. Региональный банк обменивает имеющиеся у него закладные на ипотечные бумаги АИЖК (лидер по секьюритизации стандартных кредитов), которые впоследствии можно использовать для залога под кредиты Банка России (схема 3).



Схема 3. Механизм обмена «Ипотечные ценные бумаги – закладные»

2. Механизм предоставления поручительств АИЖК (схема 4), при котором АИЖК выступает соинвестором с банками в совместных выпусках ипотечных бумаг, а затем предоставляет поручительства по таким бумагам, чтобы банки могли кредитоваться в Банке России.



Схема 4. Механизм предоставления поручительств АИЖК

По мнению автора, представленные схемы дадут возможность региональным банкам получить доступ к ломбардному кредитованию ЦБ РФ, а значит увеличить свою ресурсную базу для предоставления ипотечных кредитов, что будет способствовать развитию ипотечного жилищного кредитования и секьюритизации в России.

В работе обоснована возможность использования ипотечных облигаций в РФ, даже учитывая тот факт, что причиной американского ипотечного кризиса и последовавшего за ним мирового кризиса стал «перегретый» рынок ипотечных облигаций.

В **заключении** диссертации подведены итоги диссертационной работы, сформулированы основные выводы и предложения, полученные в результате проведенного исследования.

III. ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Основное содержание и результаты диссертационного исследования отражены в ряде авторских печатных работ общим объемом 3,4 п.л.:

1. Управление рисками при секьюритизации// Вестник университета. Выпуск 19. – М.: ГУУ, 2009. (0,5 п.л.).
2. Обеспечение ипотечного кредитования дополнительными финансовыми ресурсами. Модели организации эмиссии ипотечных облигаций/ Материалы 10-й международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы управления – 2005» / ГУУ. – М., 2005. (0,3 п.л.).
3. Финансовое обеспечение ипотечного кредитования: зарубежные модели и российская действительность/ Экономика. Управление. Культура. Вып. 13 / ГУУ. – М., 2006. (0,2 п.л.).
4. Вторичная ипотека как особая схема ипотечного кредитования/ Материалы 21-й Всероссийской научной конференции молодых ученых и студентов «Реформы в России и проблемы управления – 2006» / ГУУ. – М., 2006. (0,2 п.л.).
5. Возможности использования средств негосударственных пенсионных фондов для развития ипотечного кредитования/ Тезисы докладов 14-го Всероссийского студенческого семинара «Проблемы управления» / ГУУ. – М., 2006. (0,2 п.л.).
6. Оценка возможностей секьюритизации российских ипотечных активов / Экономика. Управление. Культура. Вып. 15 / ГУУ. – М., 2008. (0,2 п.л.).
7. Использование ресурсов накопительной части пенсии и пенсионных резервов негосударственного пенсионного обеспечения для решения жилищной проблемы/ Материалы 11-й международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы управления – 2006» / ГУУ. – М., 2006. (0,2 п.л.).
8. Основные модели ипотечного кредитования/ Материалы 22-й Всероссийской научной конференции молодых ученых и студентов «Реформы в России и проблемы управления» / ГУУ. – М., 2007. (0,2 п.л.).
9. Паевые ипотечные фонды как инструмент рефинансирования ипотечных кредитов/ Тезисы докладов 15-го Всероссийского студенческого семинара «Проблемы управления» / ГУУ. – М., 2007. (0,2 п.л.).
10. Текущая динамика цен на рынке недвижимости и ее влияние на развитие рынка ипотечного кредитования/ Материалы 12-й международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы управления – 2007» / ГУУ. – М., 2007. (0,3 п.л.).
11. Итоги развития рынка ипотечного кредитования в 2007 году/ Материалы 23-й Всероссийской научной конференции молодых ученых и студентов «Реформы в России и проблемы управления» / ГУУ. – М., 2008. (0,2 п.л.).
12. Эффективность применения механизма секьюритизации/ Тезисы докладов 16-го Всероссийского студенческого семинара «Проблемы управления» / ГУУ. – М., 2008. (0,2 п.л.).
13. Обратная ипотека/ Материалы 13-й международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы управления – 2008» / ГУУ. – М., 2008. (0,3 п.л.).
14. Управление рисками при секьюритизации/ Материалы 24-й Всероссийской научной конференции молодых ученых и студентов «Реформы в России и проблемы управления» / ГУУ. – М., 2009. (0,2 п.л.).
15. Направления совершенствования законодательства в сфере ипотеки на современном этапе/ Материалы 14-й международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы управления – 2009» / ГУУ. – М., 2009. (0,2 п.л.).