

**Кияткина В.В.**

аспирантка Финансовой академии при Правительстве РФ

# секьюритизация ипотечных кредитов – за рубежом и в России

облигации с ипотечным покрытием –  
как источник рефинансирования  
банковских кредитов

## Аннотация

Тема статьи определена потребностью в углубленном понимании механизмов формирования ипотечных ценных бумаг и исследовании связи этих механизмов с особенностями рефинансирования банковских кредитов, предоставляемых заемщикам на приобретение жилья.

**А**нализ опыта формирования ипотечных ценных бумаг в экономически развитых странах показал, что существует две основные модели секьюритизации. Первая модель, которая называется континентальной или германской, является одноуровневой и основана на выпуске ипотечных облигаций или закладных листов (1). В этом случае ипотечные кредиты, выданные банком, остаются на его балансе, и под залог ипотечных кредитов банк выпускает ипотечные облигации – долгосрочные ценные бумаги, выпускаемые под обеспечение недвижимым имуществом (земля, производственные и жилые здания). Выпуск и обращение закладных листов в европейских странах регулируются специальным зако-

нодательством. Выпускать эти ценные бумаги могут только кредитно-финансовые учреждения, определенные законодательством. Одноуровневая модель, в соответствии с которой ипотечный банк-кредитор оставляет все бумаги на своем балансе и сам несет кредитные ипотечные риски, является действующей в большинстве европейских стран: Дании, Германии, Франции и других странах Европейского Союза. В бывших странах социалистического лагеря, таких, как Польша, Чехия, Словакия, Венгрия не так давно тоже были приняты законы, направленные на организацию одноуровневой модели ипотечного кредитования (2).

В большинстве стран, которые применяют одноуровневую модель

секьюритизации, в случае банкротства ипотечного банка-кредитора, залоговые ипотечные облигации не включаются в общую массу ценных бумаг банка. Таким образом, держатели ипотечных облигаций имеют преимущественное право на ипотечные кредиты по сравнению с другими кредиторами банка. Законодательно установленные требования к ипотечному покрытию, например в немецком Законе об ипотечных банках, предполагают стандартизацию ипотечного покрытия (3).

### **Двухуровневая схема секьюритизации**

Европейская модель построения ипотеки, которая широко распространилась в странах с континентальной системой права, отличается от американской (англосаксонской) модели тем, что в основу последней положена двухуровневая схема.

Различие европейской и американской модели секьюритизации заключается в том, что в американской модели существуют рыночные посредники. Такими посредниками являются независимое ипотечное агентство, которое не связано с деятельностью ипотечного банка-кредитора, и специальные сервисные компании (2). Эти компании в случае банкротства ипотечного банка должны обеспечить на вторичном рынке ценных бумаг поступление платежей от заемщиков по ипотечным кредитам, то есть обеспечить уменьшение кредитных ипотечных рисков. Однако это схема с точки зрения минимизации кредитных рисков эквивалентна хорошо построенной системой

риск-менеджмента в одноуровневой европейской модели, в которой принципиально отсутствуют рыночные посредники. Это подтверждает тот факт, что ипотечный кризис в 2007 г. в США начался именно с банкротств крупнейших американских ипотечных агентств – рыночных посредников «Fannie Mae» и «Freddie Mac», тогда как на европейском рынке ипотеки подобных грандиозных банкротств не произошло. Таким образом, одна из причин различной устойчивости европейской и американской модели секьюритизации, кроме самой организации первичного и вторичного рынка, заключается в типе первичных ипотечных ценных бумаг.

### **Вторичный рынок ипотечных кредитов**

Рассматривая первичный рынок кредитования, следует также отметить, что в разных странах применяются различные сроки ипотечного кредитования и разработаны соответствующие инструменты для рефинансирования ипотечного

#### **Ключевые слова:**

ипотечные облигации, ипотечные ценные бумаги, американская ипотечная модель, европейская ипотечная модель, ценные бумаги, обеспеченные залоговыми

#### **Keywords:**

mortgage bonds, mortgage securities, U.S. mortgage model, European mortgage model, mortgage backed securities

кредитования. Так, в Европе, в отличие от Америки, отсутствуют тридцатилетние ипотечные кредиты с фиксированной ставкой с возможностью досрочного погашения без штрафных санкций. Большинство ипотечных кредитов имеет переменную ставку либо процентная ставка фиксируется на небольшой срок, по истечении которого она переустанавливается. Поэтому короткий период фиксации процентной ставки определяет в Европе потребность в рефинансировании ипотечных кредитов либо посредством секьюритизации, либо посредством выпуска обеспеченных облигаций.

Анализ источников рефинансирования европейского ипотечно-го рынка показывает наиболее общие формы рефинансирования ипотечного кредитования – это банковские депозиты и ипотечные облигации. Европейская ипотечная федерация (ESF) оценивает соот-

одноуровневая модель,  
в соответствии с которой  
ипотечный банк-кредитор  
оставляет все бумаги  
на своем балансе  
и сам несет кредитные  
ипотечные риски,  
является действующей  
в большинстве  
европейских стран

ношения объемов рефинансирования, осуществляемого через эти механизмы, в равных долях (5).

Оценка опыта формирования рынка секьюритизации ипотечных активов в Европе и США показывает, что этот рынок имеет различные механизмы функционирования. Так, Европейские банки в гораздо меньшей степени испытывали недостаток собственных средств и ликвидности, чем американские банки. Для решения этой проблемы двухуровневая американская модель включает в себя вторичный рынок ипотечных кредитов. Применение такой секьюритизации позволило привлечь в ипотеку крупных институциональных инвесторов, ранее не имевших к ней никакого отношения. Это позволило привлечь на рынок ипотеки длительные и дешевые кредиты. Однако у двухуровневой модели существуют и минусы, одним из которых является то, что риски по выданным кредитам оценивает не тот, кто их несет.

### **Немецкие пфандбрифы**

В европейской практике секьюритизация активов считается более дорогим способом финансирования по сравнению с традиционными способами привлечения средств. Сложность таких сделок и связанные с ними многочисленные дополнительные расходы пока удерживают многие компании от активного продвижения в этом направлении.

Кроме того, для рефинансирования ипотечных кредитов в Европе существуют относительно простые и эффективные способы. В Германии, например, выпуск

закладных листов (Пфандбрифов) как формы финансирования ипотечных требований успешно используется уже более 200 лет, и эта концепция была оформлена как концепция европейских ипотечных облигаций и для Европы стала уже классической.

Рынок немецких ипотечных облигаций считается крупнейшим, превосходя по своим размерам рынок государственных займов. Пфандбрифы более интересны для инвесторов не только потому, что имеют относительно более высокую доходность по сравнению с государственными облигациями, но и потому, что сопряжены с меньшими рисками.

Интересный момент для читателя этой статьи – доля частных ипотечных банков на огромном рынке ипотечных облигаций Германии составляет около 70%. И это при том, что общее их количество приближается к 25, и рынок они делят с 18 государственными земельными учреждениями. Все эти частные ипотечные банки принадлежат 12 крупнейшим германским финансовым корпорациям (4).

**Вопрос в том,  
кто эмитирует  
ипотечные облигации**

В американской системе ипотечного кредитования эмиссией ипотечных облигаций могут заниматься только специализированные финансовые институты (СЮЛ – специальное юридическое лицо), в европейской системе ипотечного кредитования облигации с ипотечным покрытием выпускаются первичным кредитором, то есть специализированным ипотечным

одна из причин  
различной устойчивости  
европейской  
и американской модели  
секьюритизации, кроме  
самой организации  
первичного и вторичного  
рынка, заключается  
в типе первичных  
ипотечных ценных бумаг

банком. В соответствии с российским законодательством эмиссией ипотечных облигаций могут заниматься и Агентство ипотечного жилищного кредитования (АИЖК), и коммерческие банки. В этом-то и заключается коренное отличие ипотечной облигации от корпоративной банковской облигации. Настоящие ипотечные облигации могут быть эмитированы только специализированными ипотечными финансовыми учреждениями. Если в классических немецкой и американских системах обязательства перед инвесторами на себя берут финансовые учреждения с однородным составом обязательств ипотечного характера, то в условиях становления российской ипотечной системы ипотечные облигации эмитируют не только ипотечные агенты, но и коммерческие банки с разнородным набором обязательств. Как известно, первыми, кто претендует на конкурсную массу

обанкротившегося банка, являются его вкладчики, а в конкурсную массу автоматически попадают и закладные по недвижимости, являющиеся обеспечением по выпущенным ипотечным облигациям. Таким образом, сильно ущемляются права инвесторов в данный вид ценных бумаг, что не добавляет им привлекательности.

В качестве выводов по европейской модели ипотечного кредитования можно отметить следующие особенности:

– основа европейской модели ипотечного кредитования – одноуровневая модель с использованием закладных листов (балансовая секьюритизация ипотечного рынка);

– основа системы ипотечного кредитования – децентрализация операций и отсутствие государственной поддержки эмитентов закладных листов;

– основа управления рисками и обеспечения высокого кредитного качества закладных листов – законодательно урегулированный ста-

тус закладных листов и эмитентов закладных листов и жесткий государственный надзор.

### Литература

1. Козлова Е. А. Система комплексной страховой защиты от рисков ипотечного жилищного кредитования // Страховое дело. – 2007. – № 2. – С. 32.
2. Л. Атаманчук, Е. Демушкина, М. Кузнецов. Трастовые операции коммерческих банков: правовой и экономический аспекты // Рынок ценных бумаг. – 1993. – № 10. – С. 3–15.
3. Т. Лассен. Изменения в законодательстве о закладных листах и ипотечных банках в странах Европы / под общей редакцией проф. Г. Н. Белоглазовой. – СПб.: Бизнес-пресса. – 2002 г. – С. 326.
4. Фрэнк Дж. Фабоцци. Управление инвестициями. – М.: Инфра-М. – 2000. – 468 с.
5. Эн. Дэвидсон. Секьюритизация ипотеки. Мировой опыт, структурирование и анализ. – Вершина, 2007. – (Библиотека АИЖК). – 596 с.

рп

**Kiyatkina V.V.**

*Post-graduate student,*

*Academy of Finance at the Government of the Russian Federation*

### **Securitization of mortgages abroad and in Russia**

**Mortgage bonds as a source of refinancing of bank loans**

Abstract

**T**he subject of this article is an attempt to understand the mechanism of the mortgage securities formation and study the relation of this mechanism with the special features of mortgage refinancing offered to borrowers.