

---

**О.И. ИЛЬИН**

---

## *РЫНОК ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ: НАПРАВЛЕНИЯ РЕФОРМИРОВАНИЯ НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ*

---

Рынок ипотечных ценных бумаг — достаточно новый сегмент белорусского фондового рынка. В то же время он учитывает сохранившиеся темпы развития жилищного кредитования в стране и весьма перспективен. Особую актуальность процесс определения направлений развития и реформирования национального рынка ипотечных ценных бумаг получил в связи с возникшей в США кризисной ситуацией в ипотечной сфере. Проблемы американской ипотечной модели, являвшейся эталонной до момента разразившегося финансового кризиса, заставляют задуматься о целесообразности развития ипотечной системы Республики Беларусь на основе принципов, выработанных в североамериканской практике. Немецкая модель, состоявшаяся и стабильная, обладает также рядом недостатков. Ввиду того, что немецкие ипотечные облигации в условиях мирового финансового кризиса показали относительную надежность по сравнению с американскими аналогами, рынок ипотечных ценных бумаг Германии существенно повысил свою репутацию. Некоторые развивающиеся страны уже выразили готовность формировать национальное законодательство под выпуск аналогов немецких пфандбрифов. Таким образом, формирование белорусского рынка ипотечных ценных бумаг должно базироваться на достижениях мировой практики, что требует широкого анализа опыта развитых и развивающихся стран, где рынок ипотечных ценных бумаг уже стал полноценной частью фондовой системы.

Первичный рынок ипотеки в Республике Беларусь можно назвать сформировавшимся. Прежде всего об этом говорит статистика по объему выданных кредитов отечественными банками на строительство, реконструкцию или приобретение жилья. Так, на 01.01. 2009 г. объем выданных жилищных кредитов составил более 5 млрд р. Выдачу жилищных кредитов осуществляет большинство белорусских банков, предлагая широкую линейку продуктов [1]. К факторам, способствующим развитию ипотеки в Республике Беларусь, можно отнести рост реальных доходов населения, доли сбережений населения в структуре расходов и в то же время рост остатков вкладов на депозитных счетах. Так, к появлению первых признаков финансового кризиса граждане Республики Беларусь в полной мере ощутили преимущества системы ипотечного кредитования, которая уже сделала шаги в сторону дальнейшего развития в направлении рефинансирования активов.

Для ослабления нагрузки на банковскую систему, сбалансированности активов и пассивов и в целях кредитования жилищного строительства на нелюбимых условиях без привлечения средств государства было принято решение предоставить банкам возможность выпускать ипотечные облигации. В целях реализации данной возможности разработан и принят Указ Президента Республики Беларусь от 28 августа 2006 г. № 537 «О выпуске банками облигаций». В соответствии с ним белорусские банки, принимающие вклады от физических лиц, могут выпускать облигации, обеспеченные обязательствами по возврату основной суммы долга и уплате процентов по предоставленным ими

кредитам на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости. Белорусские облигации с ипотечным покрытием могут иметь процентную или дисконтную форму дохода, номинируются в белорусских рублях и размещаются среди юридических и физических лиц. По своим характеристикам белорусские ипотечные облигации имеют определенное сходство с немецкими пфандбрифами. Пфандбрифы — облигации, выпускаемые немецкими ипотечными банками для финансирования операций с недвижимостью частных лиц и заемщиков общественного сектора (федерального правительства, местных органов власти). Схему выпуска ипотечных облигаций немецкого типа можно представить следующим образом:

- 1) ипотечный банк выдает кредиты заемщикам;
- 2) кредиты, подобранные в соответствии с определенными стандартными характеристиками (с целями и сроками кредита, процентными ставками, условиями предоставления и погашения кредита, качеством и односторонностью обеспечения, характеристиками возможных кредитных рисков), объединяются в пул, на основе которого банком выпускаются облигации с ипотечным покрытием;
- 3) ипотечным обеспечением служат предоставленные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и об уплате процентов по кредитным договорам;
- 4) ипотечный банк продает облигации, обязуясь выплачивать инвесторам платежи за счет погашения заемщиками банка суммы основного долга и процентов по кредиту;
- 5) инвесторы покупают ипотечные облигации, платежи по которым осуществляются ипотечным банком за счет платежей заемщиков банка в счет основного долга и процентов по нему;
- 6) ипотечные кредиты остаются на балансе ипотечного банка, но выделяются на отдельном реестре учета ипотечного обеспечения;
- 7) ипотечный банк или орган, контролирующий его деятельность, назначает независимого поверенного, постоянно контролирующего соблюдение установленных законодательством требований;
- 8) поверенный осуществляет периодический аудит пула кредитов, включенных в обеспечение;
- 9) владельцы ипотечных облигаций обладают правом прямого и преимущественного доступа к ипотечному обеспечению в случае банкротства эмитента [2, 71 — 78].

Различия немецких и белорусских ипотечных облигаций, во-первых, в том, что немецкие выпускаются ипотечными банками, а в Республике Беларусь ввиду их отсутствия — универсальными банками, соответствующими ряду требований; во-вторых, немецкие пфандбрифы, как правило, обеспечиваются залладными на недвижимость, в Республике Беларусь в законодательстве долгое время отсутствовало понятие залладной как ценной бумаги и ипотечные облигации обеспечивались на уровне обязательств по возврату кредитов. Однако в настоящее время закон Республики Беларусь «Об ипотеке», вступивший в силу с 27 декабря 2008 г., содержит правовые основы выпуска залладной. Так, в соответствии с этим законом залладная является именной ценной бумагой, удостоверяющей права ее законного владельца на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой имущества, указанного в договоре об ипотеке.

На данном этапе порядок обеспечения белорусских ипотечных облигаций, не в полной мере соответствующий мировым стандартам, не стал препятствием развития данных инструментов на фондовом рынке. Так, по состоянию на 20.03. 2009 г. за счет выпуска облигаций было привлечено около 588,0 млрд р. (см. таблицу) [1].

### Размещение выпусков ипотечных облигаций

Банк-эмитент	Объем эмиссии, млрд р.		Кол-во зарегистрированных выпусков
	размещенной	погашенной	
АСБ «Беларусбанк»	346,0	10,5	10
ОАО «Белгазпромбанк»	2,0	0	1
ОАО «БПС-банк»	10,0	5,0	2
ОАО «Приорбанк»	80,0	40,0	4
ОАО «Белагропромбанк»	112,0	90,0	8
ОАО «Паритетбанк»	10,0	10,0	2
ОАО «Белинвестбанк»	27,0	15,0	4
ОАО «Альфа-банк»	1,0	0,0	1
И т о г о	588,0	497,5	32

Безусловный лидер на белорусском рынке ипотечных ценных бумаг — АСБ «Беларусбанк». По мнению его руководства, столь успешному старту способствовали:

- удачно выбранная структура займа, позволяющая удовлетворить интересы самого широкого круга инвесторов (банк предоставил владельцам облигаций возможность предъявить их к досрочному выкупу в заранее определенные даты);
- правильно выбранная форма выпуска — процентные облигации наиболее удобны для клиентов;
- льготное налогообложение полученных инвесторами доходов по облигациям, что выгодно выделяет их среди других финансовых инструментов, в том числе и банковских [3, 11–12].

Итак, появление указа «О выпуске банками облигаций» стало началом формирования национального рынка ипотечных ценных бумаг. Однако для организации полноценной системы рефинансирования ипотечных активов в Республике Беларусь необходимо создать правовые основы для выпуска финансовых инструментов, соответствующих принципам классической секьюритизации. Термин «секьюритизация» впервые появился в США в 1970 г. при выпуске Государственной национальной ипотечной ассоциацией ценных бумаг, удостоверяющих право их владельца на часть средств, поступающих от определенных закладных. Он был применен именно к выпуску ценных бумаг, осуществленному по американскому образцу, суть которого заключается в обособлении объединения активов, играющих роль источника платежей по ценным бумагам, на балансе сторонней организации. Так, основное отличие американских ценных бумаг от немецких пфандбрифов или белорусских ипотечных облигаций заключается в том, что при выпуске последних на первоначального собственника ипотечных кредитов возлагается целый перечень обязанностей: выпуск и обслуживание ценных бумаг, поддержание на определенном уровне количественных и стоимостных показателей объединения ипотечных кредитов, принятие риска неисполнения обязательств по ипотечным кредитам и риска досрочного их погашения, выполнение обязательных нормативов и др. [4, 34–41].

В целом схема выпуска американских ипотечных ценных бумаг (Mortgage-Backed Securities — MBS) до мирового финансового кризиса выглядела следующим образом:

1) банк — первичный кредитор предоставляет ипотечные кредиты заемщикам и получает право на получение платежей по кредиту и право залогодержателя (право на обращение взыскания на предмет залога в случае невыполнения должником своих обязательств и на получение удовлетворения своих требований из стоимости заложенного имущества);

2) приобретая право требования по кредиту у банка — первичного кредитора, специально созданный орган (Special Purpose Vehicle — SPV) — ипотечное агентство — получает права кредитора и залогодержателя, в том числе право обратиться взыскание на предмет ипотеки в случае невыполнения заемщиком своих обязательств. При этом банк, как правило, продолжает обслуживание кредитов. Этот

же банк осуществляет процедуру взыскания на залоговое обеспечение в случае, если должник по ипотечному кредиту из пула не выполняет обязательства;

3) собрав пул однотипных кредитов, SPV выпускает на его основе ценные бумаги и продает их инвесторам. В США ведущая роль в этой деятельности принадлежит трем организациям — FNMA («Фэнни Мэй»), GNMA («Джинни Мэй») и FHLMC («Фредди Мак»), которые пользуются поддержкой государства;

4) SPV является организацией-проводником платежей от заемщика инвесторам. Главная их задача — пересылка полученных платежей инвесторам. Существует лишь временная задержка между выплатами по кредитам пула и платежами держателям ценных бумаг.

5) SPV выплачивает комиссионное вознаграждение банку — первичному кредитору (за обслуживание кредитов) из поступающих средств [3, 11–12].

В то же время с позиции инвесторов ценные бумаги немецких ипотечных банков предпочтительнее, чем MBS. Так, один из недостатков MBS — то, что эти бумаги подвержены риску досрочного погашения. Причем вероятность возникновения данного риска растет по мере снижения среднесрочных процентных ставок, когда заемщикам выгоднее досрочно исполнить обязательства по ранее полученному ипотечному кредиту и взять более низкий процент. Соответственно, если тот или иной ипотечный кредит используется в качестве источника платежей по MBS, то досрочное исполнение по нему обязательств ставит эмитента перед необходимостью досрочно выполнить обязательства и перед инвестором ценных бумаг. Для инвестора это будет иметь следующие негативные последствия:

неполучение определенного объема процентных платежей по ценным бумагам. При досрочном исполнении обязательств по ипотечному кредиту заемщики уплачивают процентные платежи в меньшем объеме, чем должны были бы выплатить кредитору за весь срок действия кредитного договора;

сокращение доходности при повторном вложении средств, полученных при досрочном погашении ценных бумаг. Снижение процентных ставок на рынке ведет к уменьшению доходности всех активов, оставляя неизменной степень их риска.

Отмеченный недостаток MBS — подверженность риску досрочного погашения — явился причиной появления на рынке облигаций, обеспеченных объединением ипотечных кредитов (Collateralized Mortgage Obligation — CMO). Эмитент данных ценных бумаг — Федеральная корпорация жилищного кредитования («Фредди Мак»). Особенность данных ценных бумаг заключается в том, что в рамках одного выпуска инвесторам предлагаются ценные бумаги разных классов (траншей), отличающихся друг от друга по нескольким параметрам (доходность, срочность, объем закрепляемых прав и т.д.) [5, 27–36].

В 2008 г. «Фэнни Мэй» и второе крупнейшее ипотечное агентство «Фредди Мак» понесли многомиллиардные убытки из-за ипотечного кризиса. В сентябре 2008 г. компании были взяты под опеку американского правительства, временным управляющим обеих назначено Федеральное агентство по финансированию жилья (FHFA). Двум агентствам, которые занимают почти половину рынка ипотечного кредитования США, уже было выделено около 30 млрд дол.

Однако причины того, что рынки MBS и CDO (обеспеченные долговые обязательства) в некоторых странах мира вследствие финансового кризиса потеряли привлекательность и ликвидность, на наш взгляд, лежат не в плоскости механизма выпуска данных инструментов, а в плоскости рисков. Так, при выдаче ипотечных кредитов Subprime американские и европейские банки самостоятельно брали на себя риски по данным обязательствам. Сформировав огромные пулы таких кредитов, банки начали избавляться от наиболее рискованных активов, трансформируя их в CDO. Последние объединяли денежные потоки, состоявшие из тысячи отдельных ипотечных кредитов, в связанные облигации, соотношение «риск/доходность» по которым настраивалось в зависимости от предпочтений различных инвесторов. Крупнейшие транши, составлявшие 80 % облигаций, имели право первоочередности при погашении за счет соответствующих денежных потоков, поэтому могли продаваться с высшим рей-

тингом AAA. Остальные транши брали на себя все риски, однако доходность по ним была выше. На практике оказалось, что банкиры и рейтинговые агентства существенно недооценили риски, связанные с такими кредитами.

Создание подобных ценных бумаг предполагало снижение рисков через их связывание и географическую диверсификацию. В действительности же риски увеличивались, потому что права собственности на ипотечные кредиты перешли от банкиров, знавших своих клиентов, к инвесторам, которые их не знали. Теперь кредиты предоставлялись брокерам, потом временно хранились у ипотечных банкиров, постепенно накапливаясь, и, наконец, продавались оптом инвестиционным банкирам, создавшим, в свою очередь, на их основе CDO. Они оценивались рейтинговыми агентствами и продавались институциональным инвесторам. Весь доход от операций формировался за счет комиссий: чем выше комиссия, тем выше бонус [6].

Анализ секьюритизации дает основание полагать, что мания секьюритизации не ограничилась рынком ипотечных кредитов, а распространилась на другие формы кредитования. И в целом эффективность механизма секьюритизации была подорвана в основном неправильным подходом к рискам, а порой полным отсутствием системы оценки рисков в финансовых организациях. На наш взгляд, при реформировании мировой финансовой системы и разработке новой иерархии рисков, их оценки и анализа, секьюритизация активов может продолжить развитие на другом, более регулируемом уровне.

Появление на белорусском рынке сквозных финансовых инструментов (аналогов MBS и CMO) даст банкам право выбора эмиссии ипотечной ценной бумаги, наиболее соответствующей их интересам и специфике деятельности. Учитывая высокие требования по нормативам безопасности функционирования, выпуская сквозные инструменты, банки смогут оптимизировать риски и структуру баланса посредством списания части ипотечных активов. В то же время огромное преимущество рынка секьюритизации в том, что в системе рефинансирования ипотечных кредитов могут участвовать малые и средние белорусские банки. В белорусской банковской системе 31 банк (на 01.04. 2008 г.), большинство из которых по объему активов, в том числе по размеру портфелей ипотечных кредитов не имеют возможности выпускать ипотечные облигации [7]. Система секьюритизации позволит таким банкам передавать ипотечные активы специальному ипотечному агенту, целью создания которого является выпуск облигаций, обеспеченных пулом ипотечных кредитов, выданных разными банками.

Таким образом, белорусскому ипотечному рынку на данном этапе развития необходимо расширять спектр ипотечных инструментов и создавать национальную систему секьюритизации ипотечных активов. Появление в Республике Беларусь сквозных ипотечных ценных бумаг откроет новые возможности для участников рынка и позволит аккумулировать значительно большие объемы финансовых ресурсов, которые будут направлены на ипотечное кредитование.

#### Литература и электронные публикации в Интернете

1. Отчет НБ РБ о состоянии рынка ипотечных облигаций на 01.01. 2008 г. [Электронный ресурс] / Нац. банк Респ. Беларусь. — Минск, 2008. — Режим доступа: <http://www.nbrb.by/statistics/SecurMarket/BondsHouseConstruct>. — Дата доступа: 22.04. 2008.
2. *Карабанова, К.В.* Ипотечные ценные бумаги: понятие и виды / К.В. Карабанова // Законодательство и экономика. — 2004. — № 9.
3. *Фридман, Б.* Белорусские ипотечные облигации: первые итоги / Б. Фридман // Фондовый рынок. — 2007. — № 6.
4. *Овсейко, С.* Ипотечные ценные бумаги в России / С. Овсейко // Вестн. Асс. белорус. банков. — 2006. — № 9.
5. *Алексеева, И.А.* Секьюритизация: этапы развития / И.А. Алексеева, А.Ю. Рачкевич // Деньги и кредит. — 2006. — № 7.
6. *Сорос, Дж.* Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008.
7. Статистика Национального банка Республики Беларусь [Электронный ресурс] / Нац. банк Респ. Беларусь. — Минск: 2008. — Режим доступа: <http://www.nbrb.by/statistics/SecurMarket/BondsHouseConstruct>. — Дата доступа: 25.03. 2008.