

УДК 336.763.4

## КРИТЕРИИ КЛАССИФИКАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

## CRITERIA FOR THE CLASSIFICATION OF MORTGAGE- BACKED SECURITIES

**Е. А. Горяева,**

аспирант кафедры денежного обращения, кредита и фондового рынка БГЭУ

**E. Goryaeva**

Дата поступления в редакцию — 14.04.2016 г.

В статье рассматриваются понятия ипотечных ценных бумаг, уточняется их состав, характеризуются основные виды ипотечных ценных бумаг, выпускаемых в мировой практике для рефинансирования ипотечных кредитов. На основе выделенного критерия предлагается авторская классификация ипотечных ценных бумаг. Также приводится статистика, характеризующая состояние белорусского рынка ипотечных ценных бумаг.

The article reviews the concept of mortgage-related securities, their composition is specified, main types of mortgage-related securities issued in the world for the mortgage loans refinancing are described. On the basis of the selected criteria the author's classification of mortgage-related securities is offered. The article also provides the statistics, characterizing the state of the Belarusian market of mortgage securities.

В настоящее время наблюдается тенденция роста роли ипотечных ценных бумаг в привлечении ресурсов на рынке ипотечного кредитования. В частности, наиболее динамичное развитие рынок ипотечного кредитования получил в США во второй половине XX в., при этом более половины ипотечных кредитов финансировались за счет эмиссии ипотечных ценных бумаг [6, с. 16].

В законодательстве Республики Беларусь понятие «ипотечные ценные бумаги» не закреплено. В данной связи необходимо обратиться к международной практике выпуска и определения ипотечных ценных бумаг. Необходимо учитывать, что для разных стран характерно использование различных инструментов рынка ипотечных ценных бумаг в зависимости от используемой модели ипотечного кредитования, институциональной инфраструктуры, исторических факторов. Многообразие форм и видов

ипотечных ценных бумаг затрудняет разработку единой терминологической базы, возникают сложности при переводе зарубежной литературы, не всегда корректно понимаются и используются те или иные понятия. В условиях становления национальной ипотечной системы и разработки нормативных правовых актов особую актуальность приобретает классификация инструментов рынка ипотечных ценных бумаг, которая более полно раскрывает возможности рефинансирования ипотечных кредитов, а также дает представление о распределении рисков между участниками сделки и их составе.

В соответствии с Федеральным законом Российской Федерации «Об ипотечных ценных бумагах», под ипотечными ценными бумагами понимаются облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия. Кроме того, оговаривается, что законом регулируется выпуск и обращение всех ипотечных ценных бу-

маг, кроме закладных. Таким образом, к ипотечным ценным бумагам в Российской Федерации относятся 3 вида ценных бумаг: закладные; облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия.

*Закладная* представляет собой именную ценную бумагу, удостоверяющую право на получение исполнения по денежным обязательствам, обеспеченным ипотекой, а также право залога на имущество, обремененное ипотекой [7].

*Облигация с ипотечным покрытием* — облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается полностью или в части залогом *ипотечного покрытия* (требованиями по ипотечным кредитам, ипотечными сертификатами участия, денежными средствами, государственными ценными бумагами, недвижимым имуществом).

*Ипотечный сертификат участия* — именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие [8].

Приведенные определения, однако, не раскрывают сущности, а лишь определяют перечень инструментов, относящихся, согласно законодательству Российской Федерации, к ипотечным ценным бумагам.

Большинство российских авторов, среди которых А. Б. Копейкин, С. А. Белозеров, Н. Б. Косарева и др., определяют ипотечные ценные бумаги как ценные бумаги, обеспеченные ипотечным покрытием / ипотечными кредитами [2, 6].

В связи с данным определением возникает вопрос обеспечения закладных. Обеспечение, с экономической точки зрения, представляет собой актив, предоставляемый кредитору в случае неисполнения определенного обязательства, при этом очевидно, что обязательство и обеспечение не могут совпадать друг с другом. В случае с закладной обязательством является сам ипотечный кредит и заложенное имущество, что отражается в правах держателя закладной. Другими словами, по отношению к обязательствам собственно по закладной дополнительного обеспечения не предусмотрено. Таким образом, можно говорить о том, что закладная не явля-

ется ценной бумагой, обеспеченной ипотечным покрытием. Закладная лишь подтверждает заключение договора ипотечного кредитования, при этом новое обязательство и обеспечение не возникает. Стоит также отметить, что в международной практике понятие закладной как формы ипотечных ценных бумаг отсутствует.

В частности, Т. И. Афанасьева относит к ипотечным ценные бумаги, которые имеют целью рефинансирование долгосрочного ипотечного кредитования, следовательно, она не относит закладные к ипотечным ценным бумагам [1, с. 36]. Ряд авторов при этом (Е. А. Иванова, О. В. Плешанова, В. М. Минц, М. И. Астраханцева и др.) придерживаются обратной точки зрения, признавая закладную первой формой ипотечных ценных бумаг.

В качестве аргументации исключения закладной из перечня ипотечных ценных бумаг Т. И. Афанасьева выражает мнение, что продажа пула закладных оператору вторичного рынка не является рефинансированием ипотечного кредита, так как приобретателю пула переходят права ипотечного кредитора, происходит перемена лиц в обязательстве, а не его замена. И только дальнейший выпуск оператором ипотечных облигаций на вторичном рынке рассматривается автором в качестве рефинансирования ипотечного кредита.

Таким образом, основным критерием отнесения ценных бумаг к ипотечным Т. И. Афанасьева называет возможность рефинансирования ипотечных кредитов.

Однако, по нашему мнению, понимая под рефинансированием привлечение ресурсов для покрытия выданных кредитов, мы можем в полной мере отнести продажу пула закладных к одному из механизмов рефинансирования с позиции originатора (банка, выдавшего кредит) даже без дальнейшего выпуска ипотечных облигаций.

На наш взгляд, существенным критерием, по которому финансовый инструмент стоит относить к ипотечным ценным бумагам, является возникновение *нового* обязательства на основании уже существующего обязательства по ипотечным кредитам. Данный критерий также исключает закладную из числа ипотечных ценных бумаг.

Следовательно, по нашему мнению, целесообразно под **ипотечными ценными бумагами** понимать ценные бумаги, результатом выпуска

которых является возникновение нового обязательства на основании существующих обязательств по ипотечным кредитам.

Т. И. Афанасьева к ипотечным ценным бумагам относит также паи ипотечных закрытых паевых инвестиционных фондов (ПИФ). Схема выпуска таких паев схожа с выпуском ипотечных сертификатов участия. ПИФ выкупает закладные и выпускает на их основе инвестиционные паи, которые являются более универсальным инструментом по сравнению с ипотечными сертификатами участия, так как

допускается постоянное обновление инвестиционного фонда за счет приобретения новых закладных [1, с. 62–63].

Ипотечные сертификаты участия и инвестиционные паи обладают следующими свойствами:

- являются именными ценными бумагами, не имеющими номинала;
- являются долевыми ценными бумагами, удостоверяющими долю в праве общей собственности на ипотечное покрытие/ паевый инвестиционный фонд;

Таблица 1

Характеристика отдельных видов ипотечных ценных бумаг

Вид ипотечных ценных бумаг		Страна	Эмитент/лицо, имеющее право выдавать данный вид ИЦБ	Права владельца	Характеристика	
MBS (mortgage-backed securities)	Pass-through certificates	США	операторы вторичного рынка (трасты, ипотечные агентства, ипотечные кондукты)	получение части генерируемых пулом ипотечных кредитов денежных потоков	долевые; эмиссионные; покрытием выступает фиксированный пул ипотечных кредитов	
	CMO (collateralized mortgage obligations)			получение части генерируемых пулом ипотечных кредитов денежных потоков в порядке, определяемом классом CMO	структурированные ИЦБ, разделенные на классы; являются долговыми обязательствами эмитента, а не правами на участие в капитале	
	Stripped MBS			IOs	получение процентных платежей (interest only)	расщепленные сквозные ИЦБ
				POs	получение суммы основного долга (principal only)	расщепленные сквозные ИЦБ; продаются с дисконтом
Pfandbrief	Германия	ипотечные банки; универсальные банки	получение суммы основного долга в конце срока обращения облигации, а также периодическое получение процентного дохода	долговые; эмиссионные; залогом является пул выданных банком ипотечных кредитов		
Амортизируемые ипотечные облигации	Дания	ипотечные банки; универсальные банки	периодическое получение части основного долга, а также процентного дохода	каждый выпуск согласуется по параметрам с пулом ипотечных кредитов, обеспечивающих облигации		

Источник: составлено автором на основе [6, 9, 10, 12].

– свободно обращаются на рынке ценных бумаг;

– предполагают, что ипотечное покрытие и инвестиционный фонд передается в управление управляющей компании;

– предполагают, что имущество, составляющие ипотечное покрытие или инвестиционный фонд, обособляется от имущества управляющей компании и владельцев ценных бумаг [1, с. 122].

Единственным существенным отличием является то, что в состав ипотечного покрытия может входить ограниченный перечень имущества. В доверительное управление ипотечным ПИФ — более широкий перечень имущественных прав.

Таким образом, можно заключить, что паи ипотечных ПИФ и ипотечные сертификаты участия имеют одну природу, а значит секьюритизация может проводиться с использованием схемы инвестиционного фонда или фонда банковского управления, причем данная схема в связи с большим количеством объектов инвестирования и диверсификацией вложений имеет свои преимущества.

Что касается американского и европейского рынка, для которых характерно наиболее широкое использование различных форм ипотечных ценных бумаг, необходимо, прежде всего, рассмотреть их основные группы.

Наиболее распространенными представителями американского рынка являются так называемые «сквозные» ипотечные ценные бумаги (MBS, mortgage-backed securities), которые в настоящее время выпускаются в различных формах.

В США эмитентами MBS, как правило, являются трасты, так как их доходы не подлежат налогообложению. Они выпускают ценные бумаги, обеспеченные купленными у originатора активами, при этом юридически происходит отделение пула финансовых активов, соответственно, в случае банкротства originатора, переданные трасту активы не подлежат передаче несостоятельному должнику. Таким образом, инвесторы, приобретающие MBS, также защищены от риска банкротства originатора [9, с. 34].

Очень часто в экономической литературе понятие MBS приравнивается к понятию «ипотечные ценные бумаги», что на наш взгляд в корне неверно. Сегодня в зарубежных публикациях и официальной статистике для обозначения

совокупности ценных бумаг, обеспеченных ипотечными активами, используется термин mortgage-related securities (дословно — ценные бумаги, связанные с ипотекой), а MBS являются лишь разновидностью таких ценных бумаг.

Традиционным для европейского рынка является выпуск облигаций, обеспеченных ипотечными активами (mortgage covered bonds). На конец 2014 г. доля европейских непогашенных ипотечных облигаций составила 88 % общемирового объема, при этом наибольшие объемы таких облигаций были выпущены в Дании, Испании, Швеции, Германии и Франции [11].

Рассмотрим отдельные виды ипотечных ценных бумаг в табл. 1. В качестве примера традиционных ипотечных облигаций с классической схемой погашения рассмотрим немецкие ипотечные облигации (Pfandbrief), а в качестве примера ипотечных облигаций с постепенной амортизацией — один из типов датских ипотечных облигаций.

Несмотря на схожесть по основным параметрам российских сертификатов участия и американских MBS, данные ипотечные ценные бумаги отличаются по своей правовой природе. MBS переносят право собственности на ипотечный актив, в то время как российские сертификаты участия только удостоверяют право требования.

Зачастую под MBS понимаются только сертификаты «pass-through», которые исторически являются первой формой MBS. Однако модификацией таких сертификатов и производными от них являются также структурированные (СМО) и «расщепленные» ценные бумаги (стрипы).

Структурирование выпусков MBS производится с целью повышения качества ценных бумаг. В рамках одного выпуска происходит разделение ценных бумаг на младшие и старшие классы, которые предоставляют инвесторам разные права. Так, права на получение капитальной суммы держателей облигаций младшего класса носят подчиненный характер по отношению к правам держателей облигаций старшего класса. Структурирование относится к внутренним механизмам повышения кредитного качества ипотечных ценных бумаг, поскольку ценные бумаги младших классов обеспечивают структурную поддержку ценных бумаг старших классов. За счет структуриро-

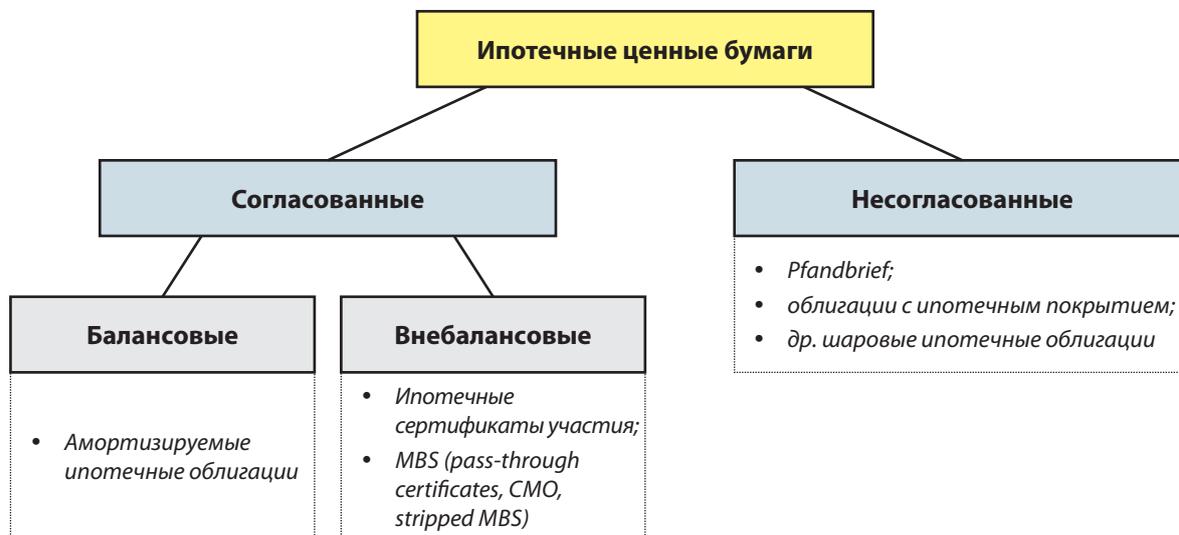


Рис. 1. Классификация ипотечных ценных бумаг

вания достигается снижение риска досрочного погашения, так как суммы, полученные при досрочном погашении, направляются на погашение ценных бумаг с меньшим сроком обращения [6, с. 66].

Широкое распространение в США получила разновидность СМО с запланированной амортизацией (РАССМО). Для них создается специальный фонд погашения с жестким графиком платежей. РАССМО выпускаются двумя частями — РАС-облигации с высокой определенностью денежного потока и поддерживающие (support bonds), платежи по которым четко не определены заранее и зависят от скорости досрочных погашений [6, с. 73].

Такая структуризация позволяет перенести риск досрочного погашения на держателей поддерживающих облигаций, которые в свою очередь имеют более высокую доходность.

С развитием MBS на американском рынке появился еще один класс ценных бумаг — «расщепленные» ипотечные ценные бумаги (stripped mortgage-backed securities, «стрипы»). В основе выпуска стрипов лежит разделение денежного потока от ипотечных кредитов. Возможно разделение на проценты и основной долг (чистые стрипы) либо разделение процентных платежей и платежей по основному долгу в определенных пропорциях.

В основу классификации ипотечных ценных бумаг, на наш взгляд, стоит положить кри-

терий связи денежных потоков, генерируемых пулом ипотечных кредитов, и потоком платежей держателям ипотечных ценных бумаг.

Выбор данного критерия не случаен. Он обусловлен тем, что именно наличие или отсутствие связи между денежными потоками, генерируемыми ипотечными кредитами, и потоками платежей держателям ипотечных ценных бумаг определяет распределение рисков между участниками сделок и механизм управления ими, а также параметры выпуска ипотечных ценных бумаг.

В соответствии с данным критерием, предлагается рассматривать 2 основные группы ипотечных ценных бумаг:

- согласованные ипотечные ценные бумаги, посредством которых устанавливается прямая связь между указанными денежными потоками;
- несогласованные, не предусматривающие подобной связи.

В свою очередь, в зависимости от того, остаются ли ипотечные активы на балансе кредитора, можно выделить согласованные балансовые и внебалансовые ипотечные ценные бумаги (рис. 1).

Некоторые параметры выделенных категорий проанализированы в табл. 2.

В соответствии с Указом Президента Республики Беларусь от 28 августа 2006 г. № 537 «О выпуске банками облигаций», белорусские банки вправе выпускать облигации, исполне-

Таблица 2

Сравнительная характеристика согласованных и несогласованных ипотечных ценных бумаг

Критерий	Согласованные внебалансовые ИЦБ	Согласованные балансовые ИЦБ	Несогласованные ИЦБ
Положение ипотечных активов по отношению к балансу кредитора	активы передаются с баланса кредитора	активы остаются на балансе кредитора	активы остаются на балансе кредитора
Источники платежей по основному долгу и процентам	денежный поток по ипотечным кредитам, обеспечивающим ИЦБ	денежный поток по ипотечным кредитам, обеспечивающим ИЦБ	все активы банка
Распределение рисков по субъектам:			
кредитный риск	инвесторы	инвесторы	эмитент
риск досрочного погашения	инвесторы	инвесторы	эмитент
Выплата основного долга	амортизация и возможность досрочного погашения	амортизация и возможность досрочного погашения	разовый платеж в конце периода
График погашения	нефиксированный, зависит от погашения ипотечных кредитов заемщиками	нефиксированный, зависит от погашения ипотечных кредитов заемщиками	фиксированный

Источник: составлено автором на основе [6, 9, 10, 12].

ние обязательств по которым обеспечивается правом требования по кредитам, выданным банками на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости (ипотечные облигации). Данный вид облигаций является разновидностью несогласованных ипотечных ценных бумаг. Согласованные ипотечные ценные бумаги в республике не выпускаются ввиду отсутствия законодательной базы и институциональной инфраструктуры, связанной с выпуском и обращением таких ценных бумаг.

Объем согласованной эмиссии ипотечных облигаций по состоянию на начало 2016 года составил 9097 млрд бел. руб. Пока нельзя говорить о популярности данного инструмента привлечения ресурсов коммерческими банками. Как видно из графика на рис. 2, ипотечные облигации являются вторичным инструментом привлечения денежных средств по сравнению с облигациями без обеспечения, которые банки вправе выпускать в размере, не превышающем 80 % их нормативного капитала. Кроме того, можно проследить обратную зависимость объемов эмиссии данных видов облигаций.

Таким образом, проанализировав отдельные виды ценных бумаг, в качестве критерия от-



Рис. 2. Объем согласованной эмиссии ипотечных облигаций и банковских необеспеченных облигаций в Республике Беларусь, млрд руб.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Объем эмиссии облигаций, номинированных в иностранной валюте, рассчитывался в соответствии с курсами валют Национального банка Республики Беларусь на дату начала размещения выпусков облигаций.

несения финансового инструмента к категории ипотечных ценных бумаг был выбран критерий возникновения нового обязательства на основании уже существующего обязательства по ипотечным кредитам. В данной связи был уточнен состав ипотечных ценных бумаг, из которого была исключена закладная, а также обоснована возможность признания паев ипотечных инвестиционных фондов одной из форм ипотечных ценных бумаг.

Анализ зарубежного опыта выпуска ипотечных ценных бумаг позволил выделить две основные категории — согласованные и несогласованные ипотечные ценные бумаги. Данные категории были выделены на основе критерия связи денежного потока, генерируемого пулом ипотечных кредитов и потоком платежей держателям ипотечных ценных бумаг. Согласованные ипотечные ценные бумаги позволяют установить прямую связь между указанными денежными потоками, несогласованные — не выполняют такой функции.

В соответствии с законодательством Республики Беларусь банки могут привлекать денежные ресурсы путем выпуска ипотечных облигаций, однако данный инструмент в настоящее время мало используется по сравнению с иными видами облигаций. На основе зарубежного опыта нами сделан вывод о том, что основными инвесторами в ипотечные ценные бумаги являются институциональные инвесторы (страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды), поскольку данный тип ценных бумаг характеризуется высокой степенью надежности, а зачастую поддерживается также правительственными гарантиями. В данной связи к факторам развития рынка ипотечных облигаций в Беларуси стоит отнести развитие института рейтинговых агентств, институциональных инвесторов, а также использование гарантий Правительства в отношении ипотечных инструментов.

Выпуск согласованных ипотечных ценных бумаг в Республике Беларусь не осуществляется в силу отсутствия законодательной и институциональной базы. На данном этапе, на наш взгляд, внедрение практики выпуска таких ценных бумаг является преждевременным в силу неразвитости ипотечного рынка, а также высокой стоимости институциональных трансформаций.

### Литература:

1. Афанасьева, Т. И. Правовой режим ипотечных ценных бумаг: вопросы теории и практики / Т. И. Афанасьева. — Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2009. — 168 с.
2. Белозёров, С. А. Ипотечные ценные бумаги в России и за рубежом / С. А. Белозёров, А. А. Лупырь // Финансы. — 2011. — № 10. — С. 65–68.
3. Информация о согласовании и размещении выпусков облигаций банков, выпускаемых в соответствии с подпунктом 1.8 пункта 1 Указа Президента Республики Беларусь от 28 апреля 2006 г. № 277 «О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг». [Электронный ресурс]: Режим доступа: <http://www.nbrb.by/statistics/FinancialMarkets/BondsOblNotMore80per>. — Дата доступа: 15.01.2016.
4. Информация о согласовании и размещении выпусков облигаций, обеспеченных обязательствами по возврату основной суммы долга и уплате процентов по предоставленным кредитам на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости. [Электронный ресурс]: Режим доступа: <http://www.nbrb.by/statistics/FinancialMarkets/BondsHouseConstruct>. Дата доступа: 15.01.2016.
5. Ипотечное страхование как инструмент снижения кредитных рисков / А. Д. Языков [и др.] // Деньги и кредит. — 2014. — № 3. — С. 35–41.
6. Копейкин, А. Б. Ипотечные ценные бумаги / А. Б. Копейкин, Н. Н. Рогожина, Ю. Е. Туктаров — М.: Фонд «Институт экономики города», 2008. — 124 с.
7. Об ипотеке (залоге недвижимости): Федеральный закон от 16.07.1998 N 102-ФЗ [Электронный ресурс]: Режим доступа: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_19396/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19396/). — Дата доступа: 05.03.2016.
8. Об ипотечных ценных бумагах: федеральный закон [Электронный ресурс]: Режим доступа — <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=191878>. — Дата доступа: 05.03.2016.
9. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Эндрю Дэвидсон [и др.]; пер. [с англ. яз.] О. В. Смородинова — М.: Вершина, 2007. — 592 с.
10. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / под ред. Лакхбира Хейра; пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 416 с.
11. European covered bond fact room. — ECBC publication — August 2015 — 10th edition. [Электронный ресурс]: Режим доступа: <http://intranet.hypo.org/docs/2/GECEGOGCOLBGEEKOJHMNAJHJKPDWK9DBDGYTE4Q/EMF/Docs/DLS/2014-00041.pdf>. — Дата доступа: 25.11.2015.
12. Housing finance systems for countries in transition. — New York: UN Geneva, 2005. — 87 p.
13. Kelman, A. Mortgage-backed Securities & Collateralized Mortgage Obligations: Prudent CRA INVESTMENT Opportunities / A. Kelman // Community Investments. — March 2002. — P. 20–23.