

**ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РЫНКА НЕДВИЖИМОСТИ:  
ОБЕСПЕЧЕНИЕ ПРАВ ИНВЕСТОРОВ  
ПО ИПОТЕЧНЫМ ЦЕННЫМ БУМАГАМ**

**Шишкина Н.А.**

**Научный руководитель – доцент Каячева Л.В.**

*Сибирский федеральный университет, г. Красноярск*

В Российской Федерации с 2006 года реализуется национальный проект «Доступное и комфортное жилье – гражданам России», в связи с чем определены четыре приоритетных направления развития рынка недвижимости:

- повышение доступности жилья;
- увеличение объемов ипотечного жилищного кредитования;
- увеличение объемов жилищного строительства и модернизация объектов коммунальной инфраструктуры;
- выполнение государственных обязательств по предоставлению жилья категориям граждан, установленных федеральным законодательством.

Перспективы развития рынка недвижимости связаны с государственной системой поддержки рефинансирования ипотечных жилищных кредитов и развитием инфраструктуры рынка ипотечных ценных бумаг. Отметим, что в настоящее время рынок ипотечных ценных бумаг в России не сформировался. Это существенно препятствует дальнейшему развитию рынка недвижимости. Для его развития необходимо наличие определенных экономических условий, одним из которых является обеспечение прав инвесторов по ипотечным ценным бумагам.

Институт ипотечных ценных бумаг появился в российском законодательстве в 2003 году, когда был принят Федеральный закон от 11 ноября 2003 г. N 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах». Основная цель проекта заключается в развитии ипотечного кредитования путем привлечения средств частных и институциональных инвесторов. Согласно статье №2, «ипотечные ценные бумаги - облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия».

Ипотечная облигация - это облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается залогом ипотечного покрытия. Для данного вида ценных бумаг имеются подзаконные акты, регулирующие стандарты эмиссии, размер и структуру минимального ипотечного покрытия, правила деятельности депозитариев. Облигации, призванные финансировать ипотеку, выпускаются Агентством по ипотечному жилищному кредитованию. В основе этих ценных бумаг лежат характеристики обыкновенных корпоративных облигаций, но кредитное качество улучшено государственными гарантиями, что позволяет привлекать средства под более низкую ставку и обеспечивать права инвесторов.

Ипотечные сертификаты участия подтверждают общую долевую собственность на ипотечное покрытие, не являются эмиссионной ценной бумагой и не имеют номинальной стоимости. Нормативная база по данному виду ценных бумаг не доработана, поэтому сведений о перспективах ее развития пока нет.

Обеспечение прав инвесторов, контроль за соблюдением законодательства в сфере ипотечных ценных бумаг — важнейшие направления деятельности Федеральной службы по финансовым рынкам Российской Федерации. Проблема заключается в сложностях анализа сделки и непредсказуемости поведения заемщика. Ипотечные кредиты обеспечиваются недвижимостью, которая для многих заемщиков служит местом жительства и является самой ценной частью имущества, поэтому решение заемщика о том, когда и в какой форме он может досрочно погасить кредит, определяется множе-

ством факторов. Согласно законодательству РФ, заемщик не платит штраф за досрочность платежа, в результате инвестор получает меньше процентов, чем он рассчитывал.

Российские граждане не привыкли "жить в кредит", поэтому при возникновении возможности досрочного погашения обязательств, скорее всего, воспользуются этим.

Рассмотрим процесс оценки ипотечных бумаг со стороны инвестора с аналитической точки зрения.

На I этапе изучения ситуации на рынке ипотечных бумаг и прогнозирования на будущее инвестор выделяет набор наиболее значимых факторов: процентные ставки, соотношение спроса и предложения. Анализ динамики процентных ставок позволит учесть все возможные допущения. На данном этапе возможно нарушение прав инвесторов: могут быть публично размещены и предложены ипотечные ценные бумаги, выпуск которых не прошел государственную регистрацию. Для предотвращения такой ситуации необходимо ужесточить требования к организациям, занимающимся подобной деятельностью, а именно: предоставление полной и исчерпывающей информации эмитентами.

На II этапе анализа обеспечения рассматриваются характеристики конкретных активов с точки зрения досрочных платежей, убытков и других аспектов, способных повлиять на поток платежей. Инвестор выявляет факторы, влияющие на исполнение обязательств по предлагаемым бумагам, где особенно важны условия договора и возможность досрочного возврата. На данном этапе могут быть нарушены следующие права: стоимость бумаг отличается от рыночной не в пользу инвестора, не оговорена ситуация досрочности платежа. Компания, занимающаяся реализацией ипотечных облигаций или сертификатов, обязана предоставить инвестору информацию о досрочном погашении облигации, права и обязанности по договору.

На III этапе исследуются поток платежей, генерируемый покрытием, очередность платежей и инвестиционный портфель. Инвестор рассчитывает поток платежей, основа расчета – предположения относительно будущей экономической конъюнктуры, оценки, полученные на этапе анализа обеспечения, а также особенности кредитных договоров. Процесс выбора индикаторов, описывающих особенности поведения ценных бумаг, трудоемкий, потому что каждый ипотечный кредит имеет особенности.

На заключительном этапе производится анализ результатов, которые дают представление о доходах, стоимости и рисках. Инвестор принимает решение о вложении средств и реализует его через специальную организацию. Инвестор вправе требовать ежемесячного раскрытия информации о структуре и составе ипотечного покрытия. Инвестор принимает положительное решение об инвестировании в рынок ипотечных ценных бумаг, если его права обеспечены в полном объеме. Рынок ипотечных ценных бумаг США представляет собой наиболее динамично развивающийся сегмент национального фондового рынка, куда инвесторы вкладывают денежные средства. В таблице ниже представлен сравнительный анализ защиты прав инвесторов в России и США.

Таблица 1. Защита прав инвесторов по ипотечным ценным бумагам. Россия и США

Признак сравнения	Российская Федерация	США
1. Страхование риска по ипотечным ценным бумагам: ипотечные облигации	Страхованию подлежит ипотечное покрытие и жизнь заемщика, но страхового продукта «страхование рисков по ипотечным ценным бумагам» в России нет	Использование страхового покрытия облигаций (surety bonds): страховая компания возместит 100% всех видов потерь по облигациям независимо от причины потерь
2. Дополнитель-	Данный страховой про-	Дополнительные гарантии или

ные гарантии	дукт не разработан	страховки, предоставляемые специализированными страховыми компаниями (financial assurance company)
3. Страхование риска непрерывности процентных платежей по ипотечным ценным бумагам в случае дефолта	Данный страховой продукт не разработан	В случае дефолта по ипотечному кредиту страховая компания начинает вместо заемщика выплачивать процентную часть вплоть до реализации залога (payment interruption insurance)
4. Дополнительное покрытие	Дополнительное покрытие состоит из портфеля ценных бумаг и/или валют (не более 20%). Инвестор из-за неопределенности требований к ликвидности дополнительного покрытия и непрозрачной процедуре учета и контроля за ценными бумагами остается в невыгодном положении. Нарушается право инвестора. Выход: все досрочные денежные погашения переслать держателям ипотечных ценных бумаг (система pass-through)	Ипотечное покрытие не моделируется
5. Права инвестора при дефолте на непрерывность процентных платежей	Государственная поддержка по реализации прав инвестора при дефолте не рассматривается	В бумагах американского государственного ипотечного агентства GNMA (Government National Mortgage Agency) банк гарантирует продолжение платежей по кредиту даже в период от дефолта до реализации залога. А если банк оказался несостоятельным, то GNMA назначает другого агента по реализации залога и само продолжает платить по кредиту до реализации залога. В ситуации если агентство окажется несостоятельным, американское правительство гарантирует продолжение платежей по кредиту - тройная защита прав инвестора
6. Механизм реа-	Механизм и порядок	Механизм и порядок удовле-

лизации прав инвесторов (облигационеров)	удовлетворения требований владельцев облигаций взыскания на ипотечное покрытие находится на этапе внедрения	творения требований владельцев облигаций взыскания на ипотечное покрытие урегулирован законом о ценных бумагах (The Securities Act of 1933)
--	---	---

Как видно из таблицы, российское законодательство создает дополнительные риски для инвесторов и не учитывает позиции страхования рисков по ипотечным ценным бумагам, ситуацию дефолта.

Более того, развитие рынка ипотечных облигаций сдерживается рядом факторов, например, неразвитостью инфраструктуры фондового рынка, нежеланием финансовых институтов вкладывать активы в долгосрочные проекты, неразвитостью законодательной базы. Для решения данной проблемы в мировой практике применяется структурирование эмиссии ипотечных облигаций в несколько траншей: выпуск неравноправных классов для перераспределения риска дефолта и досрочного погашения, когда подчиненные классы имеют рейтинг ниже и, соответственно, платят более высокий процент. В большинстве случаев подчиненные транши не размещаются на рынке, а выкупаются инициатором. Поступления от активов распределяются сначала старшим траншам, а затем подчиненным по остаточному принципу. Обычно выпуск состоит более, чем из двух траншей, при этом каждый последующий транш подчинен всем предыдущим. Данный метод не распространяется на ипотечные сертификаты участия, потому что законом он определяется как доля в праве общей собственности на обеспеченные ипотекой имущественные права. В случае общей собственности российское законодательство требует, чтобы объемы прав по всем долям были одинаковы.

Исходя из вышесказанного, в целях совершенствования механизмов защиты прав инвесторов и создания благоприятного инвестиционного климата на рынке ипотечных ценных бумаг необходимо сделать схему образования и обращения ипотечных ценных бумаг простой и прозрачной; повысить надежность ипотечных ценных бумаг как финансового инструмента; минимизировать возможность мошенничества; сделать ипотечные ценные бумаги максимально привлекательными с точки зрения инвестора.

В настоящее время рынок ипотечных ценных бумаг не функционирует в полную силу, но руководство страны нацелено развивать этот сегмент фондового рынка, потому что ипотечное кредитование – один из самых надежных способов привлечения частных инвестиций в жилищную сферу. Для инвесторов ипотечные ценные бумаги привлекательны не доходностью, а надежностью и ликвидностью. Именно с этим можно связывать перспективы развития данного сегмента рынка ценных бумаг. Необходимо заверить инвесторов, что их права и интересы не будут нарушены, а это требует реализации комплекса мер законодательного, финансово-экономического и организационного характера.