**Денис ГРИШУХИН,**
директор департамента структурированных продуктов, Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК)

Работает в ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» с 2002 года. Занимал должности руководителя аналитической службы, руководителя управления маркетинга, начальника управления региональных программ. В настоящее время является директором департамента структурированных продуктов агентства.

В 1994 году окончил Московский государственный институт международных отношений МИД РФ по специальности «Международные отношения».

# Ценные бумаги для ипотеки

**Согласно стратегии развития ипотечного жилищного кредитования, принятой Правительством Российской Федерации в 2010 году, доля ипотеки, финансируемой за счет выпуска ипотечных ценных бумаг (ИЦБ), в общем объеме ипотеки должна составить 50% уже к 2015 году.**

Чтобы оценить масштаб амбициозности данной цели, необходимо проанализировать текущее состояние российского рынка ипотечных облигаций. Начиная с 2006 года российскими оригинаторами осуществлено более 35 сделок секьюритизации на сумму более 200 млрд руб. Две трети выпусков представляют собой сделки на внутреннем рынке. Более половины объема рынка российских ипотечных ценных бумаг обеспечили выпуски АИЖК и ВТБ 24. С одной стороны, в абсолютном выражении данные цифры выглядят довольно внушительно. С другой — если оценить соотношение объема эмиссии ипотечных ценных бумаг и объема выдачи ипотечных кредитов и займов, доля финансирования за счет секьюритизации составит не более 7% в год. Это обусловлено разнонаправленным движением рынка ипотеки и финансового рынка: в то время как ипотечное кредитование бурно развивается, финансовый рынок уже пять лет находится в состоянии кризиса.

В этой связи возникает вопрос: насколько выполнима поставленная стратегическая цель и что необходимо предпринять для повышения темпов развития рынка ипотечных ценных бумаг в России?

Первоочередной задачей является расширение базы инвесторов. На российском финансовом рынке сегодня есть два «якорных» инвестора, формирующих активный спрос на ипотечные ценные бумаги: государственная управляющая компания Пенсионного фонда РФ (Внешэкономбанк) и АИЖК. Помимо участия в публичных размещениях, указанные компании реализуют программы гарантированного выкупа ипотечных облигаций при условии их соответствия определенным требованиям. Внешэкономбанк реализует Программу инвестиций в проекты строительства доступного жилья и ипотеку на сумму 150 млрд руб. Программа направлена на стимулирование спроса со стороны населения на вновь построенное жилье за счет льготной ставки выкупа облигаций, обеспечением по которым могут быть только кредиты и займы, выданные для приобретения новостройки. В свою очередь, АИЖК реализует программы по-

купки облигаций с ипотечным покрытием по рыночным ставкам на сумму более 60 млрд руб. В обеспечение облигаций, выкупаемых АИЖК, участники рынка могут включать ипотечные кредиты и займы, предоставленные для приобретения жилья как на первичном, так и на вторичном рынке. Для потенциальных эмитентов основное преимущество участия в указанных программах — возможность управления процентным риском по портфелю ипотек за счет гарантии привлечения денежных средств по фиксированной процентной ставке. Наша программа дает право банкам фиксировать основные условия сделки: объем и структуру выпуска, ставку купона, срок размещения облигаций, параметры промежуточного финансирования. Договор с АИЖК закрепляет право оригинатора продать агентству не размещенные среди рыночных инвесторов облигации старшего выпуска. Таким образом, банк может формировать и накапливать ипотечный портфель в течение длительного времени, заранее зная, по какой доходности он разместит облигации, обеспеченные этим портфелем. Важность этой услуги обусловлена доминированием в России ипотеки с фиксированной ставкой, а также высокой волатильностью долгового рынка.

Помимо двух «якорных» инвесторов, постепенно оживляется спрос и со стороны частных инвесторов, причем как российских, так и зарубежных. Интерес к российским ипотечным облигациям обусловлен сочетанием высокого кредитного рейтинга, сопоставимого с рейтингом по суверенным и квазисуверенным долговым бумагам, и более высокой доходности. Из «неудобств» следует отметить более сложную и трудоемкую процедуру анализа кредитного качества облигаций в связи с тем, что обеспечением по ним выступает пул ипотечных кредитов, а также некоторую долю непредсказуемости в сроках амортизации выпуска. Скорость амортизации ипотечных облигаций зависит в первую очередь от скорости досрочного погашения кредитов, входящих в ипотечное покрытие. В настоящее время участниками ипотечного рынка накоплен значительный статистический массив данных, поэтому рассчитать скорость досрочного погашения облигаций при нормальной ситуации в экономике можно с достаточно высокой точностью. Но в периоды кризисов скорость амортизации изменяется. При этом точное время наступления кризиса и его глубина заранее неизвестны, что вносит некоторую неопределенность в расчеты.

Однако главное, что в настоящее время сдерживает потенциальных инвесторов, — это недостаточная ликвидность вторичного рынка ипотечных облигаций. Именно на решении этой проблемы в ближайшее время нам и предстоит сосредоточить основные усилия. В первую очередь необходимо добиться расширения базы инвесторов. Здесь можно выделить несколько основных направлений деятельности:

– повышение информированности инвесторов об особенностях ИЦБ и их преимуществах перед корпоративными облигациями, обеспечение консультативной помощи инвесторам при проведении анализа качества таких бумаг;

– совершенствование банковского регулирования в целях повышения эффективности вложений в ИЦБ. Одной из причин, сдерживающих спрос на облигации с ипотечным покрытием со стороны кредитных организаций, является то, что нормативные акты Банка России не учитывают специфику данных инструментов. В частности, для определения кредитного качества актива используется только рейтинг эмитента, а рейтинг ценной бумаги в расчет не принимается. Кроме того, срок жизни облигаций с ипотечным покрытием определяется по юридическому сроку до погашения, без учета оферт;

– более активное вовлечение иностранных инвесторов за счет совершенствования законодательства и целенаправленной информационной работы с данной категорией инвесторов;

– разработка новых видов ИЦБ, ориентированных на определенные категории инвесторов. Так, например, АИЖК планирует запустить программу по выкупу мезонинных траншей ИЦБ. Эти ценные бумаги будут интересны инвесторам с более высоким риск-аппетитом, таким как хедж-фонды;

– более активное участие АИЖК и иных крупных участников рынка на вто-

ричном рынке ИЦБ, выполнение функций маркетмейкера, осуществление операций РЕПО и так далее. АИЖК уже в 2013 году планирует активно работать в этом направлении, прежде всего в части организации выставления двусторонних котировок по торгуемым выпускам ИЦБ.

Не менее важным фактором развития рынка ИЦБ является совершенствование законодательной базы. Здесь следует отметить необходимость интегрирования в Гражданский кодекс ряда правовых концепций, являющихся общепринятыми для секьюритизации на развитых рынках, но отсутствующих у нас. Речь идет прежде всего о защите ипотечного агента от банкротства (bankruptcy remoteness), ограничении его ответственности (limited recourse), введении механизма защищенных банковских счетов (аналогов счетов escrow в зарубежном праве).

Существенным условием развития рынка ИЦБ является также снижение для потенциальных эмитентов сроков и стоимости подготовки сделок. В первую очередь необходимо совершенствовать процедуру государственной регистрации выпусков ценных бумаг, в том числе в части обеспечения возможности регистрации программ эмиссии ИЦБ по аналогии с мастер-трастами или compartment SPV на зарубежных рынках. Так, на развитых рынках процесс регистрации выпуска ипотечных облигаций занимает 3–5 дней, а у нас — месяц. Снижение издержек будет также достигаться путем эволюционного развития рынка, усиления конкуренции и появления новых участников инфраструктуры, предоставляющих услуги в рамках осуществления сделок секьюритизации.

При этом внутриорганизационные затраты самого оригинатора на подготовку дебютной эмиссии ИЦБ останутся, скорее всего, достаточно высокими. Однако в процессе организации сделки будут на высоком уровне сформированы все процедуры, требования, стандарты в отношении ипотечных активов и связанных с ними бизнес-процессов, что позволит банкам в дальнейшем использовать выпуск ипотечных ценных бумаг как привлекательную альтернативу иным формам фондирования ипотечного кредитования.