Александр ЩЕГЛОВ,
заместитель генерального директора,
ОАО «АИЖК»

В 1991 году окончил с отличием Московский физико-технический институт по специальности «Прикладная математика и физика». В 1995 году получил ученую степень кандидата физико-математических наук. С 1997 по 2001 год работал в ОАО «АКБ «Доверительный и Инвестиционный банк», с 2001 года занимал руководящие должности в Финансовой группе «Церих». С февраля 2012 года работает в ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию», в настоящее время занимает должность заместителя генерального директора, руководитель дивизиона «АИЖК Мастер-сервис» и курирует вопросы, связанные с развитием сервиса по обслуживанию ипотечных кредитов. Александр Щеглов является членом совета директоров НП «Фондовая биржа «Российская Торговая Система».

Ипотечные сертификаты участия — расширение линейки финансовых инструментов для инвесторов

В 2014 году одним из важнейших направлений деятельности Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) стало продвижение нового финансового инструмента — ипотечных сертификатов участия (ИСУ). Новые ценные бумаги, обеспеченные жилой недвижимостью, позволят управляющим компаниям, институциональным инвесторам, банкам и частным инвесторам расширить линейку эффективных инвестиционных продуктов.

ЧЕМ МОГУТ ЗАИНТЕРЕСОВАТЬ УЧАСТНИКОВ ИПОТЕЧНОГО РЫНКА ИПОТЕЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ?

Действующий Закон № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 года регламентирует выпуск и оборот ипотечных ценных бумаг, к которым относятся облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия.

Главная особенность этих бумаг заключается в том, что в их основе лежит ипотечный кредит. Ипотека — это длинный (до 25 лет) кредит, обеспеченный надеж-

ным и достаточно ликвидным залогом в виде жилых квадратных метров. Ипотека может быть оформлена в виде ценной бумаги — закладной. Такие ценные бумаги удобно продавать, покупать, закладывать, учитывать.

Как показывает практика, первыми ипотечными ценными бумагами, в силу Закона № 152-ФЗ, стали выпуски облигаций с ипотечным покрытием. Они уже достаточно активно используются для рефинансирования ипотеки: на конец 2014 года объем выпуска ипотечных облигаций на российском рынке составил 252 813 млн руб.

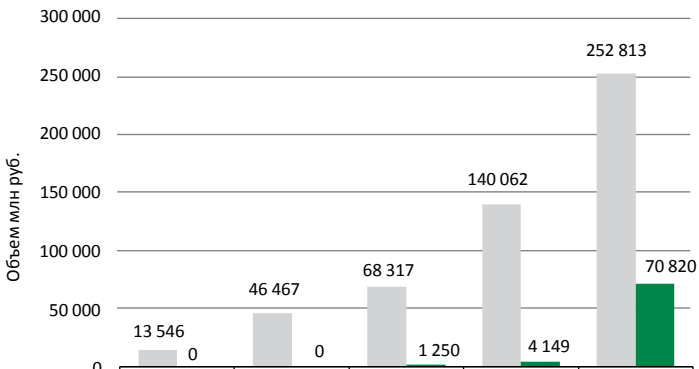
В свою очередь, институт ипотечных сертификатов участия пока развит в значительно меньшей степени, но при этом показывает более быстрый рост по сравнению с ипотечными облигациями. Первый выпуск ипотечных сертификатов участия (ИСУ) был реализован на рынке в 2012 году. В 2013 году темпы выпуска ИСУ увеличились в 3.3 раза, что свидетельствует о постепенном апробировании ИСУ на рынке ценных бумаг. В 2014 году участники рынка стали активнее использовать возможности ИСУ, и уже на конец 2014 года объем выпуска составил 70 820 млн руб. (рисунок 1). Динамика роста объемов иллюстрирует интерес участников рынка к новому финансовому инструменту и положительные перспективы его развития в дальнейшем на российском рынке.

ЧТО ЖЕ ТАКОЕ ИПОТЕЧНЫЙ СЕРТИФИКАТ УЧАСТИЯ?

Ипотечный сертификат участия — это 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, выданных во исполнение обязательств, обеспеченных ипотечными кредитами или иными активами.

ИСУ не относится к классу эмиссионных ценных бумаг, поэтому подготовка их выпуска занимает всего два-три месяца, она менее сложная и дорогая. По своей экономической природе, в отличие от облигаций, ИСУ не является долговой бумагой. Инвестор получает денежный поток, генерируемый непосредственно ипотечными активами, а риски по пулу закладных распределены между инвесторами равномерно. В среднем доходность ИСУ на 2–4% выше, чем по облигациям. К тому же инвестор может напрямую влиять на качество предоставляемых инфраструктурных услуг по ИСУ. В свою очередь, АИЖК для повышения инвестиционной привлекательности ИСУ дает возможность инвесторам оставлять заявки на ИСУ по требуемым параметрам, под которые будет подобран необходимый пул ипотечных кредитов.

В 2013 году, в том числе по инициативе АИЖК, в законодательство был внесен



	2010	2011	2012	2013	2014*
ИО	13 546	46 467	68 317	140 062	252 813
ИСУ	0	0	1 250	4 149	70 820

Рисунок 1
Объем выпуска ИЦБ и ИСУ в 2010–2014 гг.

* По данным сайта Cbonds по состоянию на 31.12.2014

ряд изменений, позволивших существенно расширить круг потенциальных инвесторов для ИСУ.

На сегодняшний день круг инвесторов для ИСУ практически не ограничен: начиная от консервативных институциональных инвесторов и заканчивая массовым сегментом — физическими лицами.

Но у институциональных инвесторов, к которым относятся негосударственные пенсионные фонды (НПФ), имеется ряд ограничений по вложению в ИСУ:

- НПФ не может покупать ценные бумаги на внебиржевом рынке;
- ценная бумага, одобренная к приобретению НПФ, проходит листинг на бирже и должна быть включена в первый котировальный список. Это означает, что объем ипотечного покрытия по ИСУ обязан быть не менее 1 млрд руб.;
- объем вложений в ценные бумаги — не более 40% от размера пенсионных накоплений и не более 20% от размера пенсионных резервов.

У остальных категорий инвесторов ограничения менее жесткие. Страховые компании, управляющие/инвестиционные компании, банки или иные кредитные организации, частные инвесторы могут приобретать ИСУ даже в том случае, если они не проходили листинг на бирже (внебиржевые сделки). Данная возможность позволяет формировать выпуски объемом менее 1 млрд руб. и наполнять рынок массой выпусков с различными параметрами, стоимостью и доходностью, что сделает ИСУ привлекательным инструментом для вложений разного сегмента инвесторов и обеспечит рост оборачиваемости на вторичном рынке.

Таким образом, постепенно ИСУ становится более интересным инструментом, чем ряд других видов ценных бумаг и консервативные депозиты.

КАК ВЛИЯЕТ АИЖК НА РАЗВИТИЕ НОВОГО ФИНАНСОВОГО ИНСТРУМЕНТА?

В 2014 году АИЖК проводило активную работу по повышению заинтересованности участников финансового рынка в ИСУ. Агентство разработало, развивает и предлагает рынку набор инфраструктурных услуг для повышения надежности и инвестиционной привлекательности ИСУ. В течение года АИЖК оказывало содействие оригинаторам в организации выпуска ИСУ разного объема.

Кроме того, для максимального снижения рисков в части прерывания потока платежей по ИСУ АИЖК включает в сделку услугу по страхованию финансовых рисков кредитора, которую предоставляет СК АИЖК. Ипотечное страхование покроет потери инвесторов в случае дефолта заемщика и продажи залога.

КАК ОСУЩЕСТВЛЯЕТСЯ СДЕЛКА ПО ВЫПУСКУ ИСУ ПРИ ПОДДЕРЖКЕ АИЖК?

Агентство подбирает пул закладных по параметрам, полученным от инвестора, или работает с обратившимся держателем пула закладных. Проверяет качество накопленного пула ипотечных кредитов и передает его подобранной для сделки управляющей компании, которая под это ипотечное покрытие начинает регистрацию правил доверительного управления. На основании этих правил выдаются ИСУ. При необходимости АИЖК проводит премаркетинг среди потенциальных покупателей — инвесторов. Агентство на всем этапе организации сделки проводит поиск инфраструктурных компаний, спецдепозитария, регистратора и обеспечивает эффективное взаимодействие участников сделки (рисунок 2).

Также АИЖК, как госкомпания с большим накопленным опытом на вторичном ипотечном рынке, посредством своих услуг «Мастер-сервис» или «Полный сервис» обеспечивает работу с ипотечным покрытием, что повышает прозрачность сделки.

В свою очередь, инвестор получает весь поток собранных платежей за вычетом стоимости услуг инфраструктурных компаний: управляющей компании, сервисера по пулу закладных, спецдепозитария и регистратора.

Благодаря участию в сделке АИЖК банки могут быстро «упаковать» пул активов, получить инвестиционно-привлекательную ценную бумагу и продать ее, получив фондирование и высвободив резервы под возможные потери в ЦБ РФ.

Рисунок 2. Выпуск ипотечных сертификатов участия с поддержкой АИЖК

МОЖЕТ ЛИ ИПОТЕЧНЫЙ СЕРТИФИКАТ УЧАСТИЯ СТАТЬ ПЕРСПЕКТИВНЫМ ФИНАНСОВЫМ ИНСТРУМЕНТОМ ДЛЯ МАССОВОГО СЕГМЕНТА — ЧАСТНЫХ ИНВЕСТОРОВ?

В текущих экономических условиях внутренний финансовый рынок России вдвойне нуждается в развитии длинных инструментов, интересных как для институциональных, так и для частных инвесторов. Благодаря таким инструментам банки смогут выдавать больше ипотечных кредитов, что в перспективе будет способствовать их удешевлению; инвесторы получат надежный актив для вложения длинных средств, а экономика в целом — выигрыш от развития рынка недвижимости и ценных бумаг.

Сейчас управляющие компании предлагают частным инвесторам устоявшуюся линейку продуктов для вложений денежных средств. Самыми известными среди них считаются паи паевого инвестиционного фонда (ПИФ).

Управляющие компании, организующие паевые инвестиционные фонды (ПИФы), на данный момент обходят ипотечные сертификаты участия своим вниманием. Хотя ИСУ могут стать новым привлекательным инструментом для упаковки ипотечных кредитов в продуктовой линейке управляющих компаний, у которых есть возможность покупать ипотечные сертификаты участия за счет средств частных инвесторов, переданных в доверительное управление (рисунок 3).

Для вложений в ипотечные активы ИСУ удобнее ПИФов. Срок действия договора доверительного управления в паевом фонде составляет максимум 15 лет. На российском розничном банковском рынке наибольшим спросом пользуются ипотечные кредиты сроком от 20 лет и дольше. Таким образом, закладные по самым востребованным кредитам не могут быть переданы в ПИФы. Срок действия договора доверительного управления ипотечным покрытием, в частности ИСУ, доходит до 40 лет, и эта конструкция значительно лучше подходит для длинных ипотечных кредитов.

Начиная уже с первого поступления средств по ИСУ, а это практически весь поток по ипотечным кредитам, находящимся в ипотечном покрытии, инвестору возвращается часть вложенных средств и выплачивается доход. Согласно ФЗ-152 «Об ипотечных ценных бумагах», периодичность выплат не

должна превышать три месяца со дня получения соответствующих платежей.

При работе с ПИФами основная задача управляющей компании заключается в том, чтобы осуществлять качественное управление и обеспечивать рост стоимости пая при заданных ограничениях нормативных актов. Перед управляющим ипотечным покрытием стоят другие цели. Ему нужно распределять платежи, которые поступают на основании прав требования по кредитным договорам/закладным, между инфраструктурными организациями, обеспечивающими сопровождение выпущенных ИСУ, и владельцами ипотечных сертификатов участия. Сбор платежей по закладным для УК осуществляет специальная сервисная компания, с которой заключается договор. Следует отметить, что наличие качественного и надежного сервисера является одной из важных составляющих бумаги, так как от результатов его работы (и, конечно же, от качества пула закладных в покрытии) зависит объем собранных с заемщиков средств по ипотечным кредитам (платежи по основному долгу, начисленные проценты, штрафы, пени и так далее), которые в дальнейшем будут направлены инвестору.

На УК же ложится ответственность по ведению отчетов для инвесторов и перечислению денежных средств владельцам ИСУ, взаимодействие со специальным депозитарием, который ведет контроль и учет закладных, а также отвечает за сохранность непосредственно самой закладной, сервисером, который собирает платежи с заемщиков, и регистратором, который учитывает права владельцев ИСУ.

КОГДА ИСУ ЗАРАБОТАЕТ В ПОЛНУЮ СИЛУ?

На полноценное становление рынка ипотечных облигаций ушло порядка пяти лет. Практика взаимодействия участников рынка, накопленный опыт и влияние АИЖК дает надежду на быструю отладку механизма ИСУ. Участники рынка ценных бумаг получат дополнительный надежный и доходный финансовый инструмент.

Стоит ли развивать новый инструмент в период кризиса, в момент, когда многие финансовые институты нацелены прежде всего на удержание своих текущих позиций, а инвесторы с опасениями относятся к новым вложениям?

По нашему мнению, стоит, поскольку у представителей среднего класса в последние несколько лет заметно сузились инвестиционные возможности, и деньги оседают на руках населения. Сейчас, по разным оценкам, около 70–80% капиталовложений физлиц сосредоточено в де-

Рисунок 3. ИСУ в продуктовой линейке управляющих компаний

позитах, но доверие к банковской системе снизилось. Порог входа для инвестирования в квартиры заметно вырос, так же как и налоги на недвижимость и расходы на ее содержание. ПИФы и фондовый рынок находятся в стагнации, а где-то уже переходят в сторону рецессии. Поэтому управляющим/инвестиционным компаниям нужен новый финансовый инструмент для работы с физическими лицами, а частные инвесторы стремятся найти новый надежный инструмент для сохранения и приумножения своих сбережений. И такой инструмент должен быть связан с надежным покрытием — закладными, обеспеченными жилой недвижимостью.

В сложившейся экономической ситуации ИСУ могут стать новой точкой роста вторичного ипотечного рынка в том числе и потому, что этот инструмент развивается при поддержке государственного института. Благодаря тщательному отбору закладных и проработанной схеме выпуска ИСУ позволят инвестору получать стабильный доход даже в неблагоприятные периоды.

Российские банки-кредиторы очень тщательно подходят к выбору заемщиков по ипотечным кредитам. Поэтому, по оценкам АИЖК, портфель, сформированный российскими банками, может выдержать достаточно большие экономические и финансовые колебания. При этом новые выпуски ИСУ с небольшими объемами, ориентированные на массовый сегмент инвесторов, позволят обновить продуктовую линейку управляющих и инвестиционных компаний для вложений активов частных инвесторов. В итоге ИСУ станут эффективным финансовым инструментом для институциональных и частных инвесторов и привлекательной альтернативой консервативным депозитам.

Дополнительным положительным фактором для развития ИСУ на рынке частных инвесторов могут стать изменения в ФЗ-№ 39 «О рынке ценных бумаг», которые были введены с 1 января 2015 года с целью повышения привлекательности инвестиций в ценные бумаги с налоговой точки зрения для физических лиц. Изменения закрепляют новые понятия «индивидуальный инвестиционный счет» и «инвестиционный налоговый вычет» и предусматривают выравнивание налоговых условий для инвестиций физических лиц в разные виды активов.

Под индивидуальным инвестиционным счетом понимается счет внутреннего учета, который предназначен для обособленного учета денежных средств, ценных бумаг клиента-физлица и обязательств по договорам, заключенным за счет клиента. Данный счет открывает и ведет брокер или управляющий.

Тем же законом в Налоговый кодекс РФ внесены поправки, согласно которым финансовый результат по операциям, учитываемым на индивидуальном инвестиционном счете, определяется отдельно от финансового результата по иным операциям. Налоговая база по операциям, учитываемым на индивидуальном инвестиционном счете, также будет определяться отдельно.

Также с 1 января 2015 года Налоговый кодекс РФ дополнен статьей «Инвестиционные налоговые вычеты». Согласно этой статье налогоплательщик вправе будет получить инвестиционный налоговый вычет либо в сумме денежных средств, внесенных им в налоговом периоде на индивидуальный инвестиционный счет (вычет на сумму не более 400 тыс. руб. за период), либо в сумме доходов, полученных по операциям, учитываемым на индивидуальном инвестиционном счете. При этом для получения такого вычета с момента открытия индивидуального инвестиционного счета должно пройти не менее трех лет.

Таким образом, с 1 января 2015 года заработал механизм индивидуальных инвестиционных счетов, доходы от которых будут освобождены от налогов при определенных условиях.

Все проведенные изменения в законодательстве, при правильных действиях со стороны участников финансового рынка, могут создать эффективную площадку для инвестиций физических лиц в ценные бумаги и привести к росту интереса населения к продуктам брокерских и управляющих компаний. И в данном процессе будут задействованы ИСУ как новый и самый доступный на сегодняшний день финансовый инструмент с надежным ипотечным покрытием и с поддержкой государственного института развития — АИЖК. Однако для этого требуется наполнить рынок разнообразными выпусками и продолжить работу по осваиванию нового сегмента.