

ИПОТЕЧНОЕ КРЕДИТОВАНИЕ И СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР. ЯНВАРЬ 2007

Компания "РУСИПОТЕКА" рада представить Вашему вниманию первый выпуск нового информационного продукта, который будет выходить ежемесячно в формате аналитического обзора рынка ипотечного кредитования в России и секьюритизации ипотечных активов. В первом номере представлены новости участников рынка, комментарии к ключевым событиям прошедшего года от первого лица; новогодний опрос лидеров рынка ипотечного кредитования; анализ сделки по секьюритизации ипотечных активов Газпромбанка; новые законодательные инициативы в области секьюритизации.

Мы запускаем новый аналитический продукт в надежде на то, что он станет надежным помощником для всех участников рынка ипотечного кредитования. В дальнейшем мы планируем совершенствовать продукт, его качественное наполнение и внешний облик. Как и для любого начинания, для нас важна обратная связь с аудиторией. Направляйте Ваши предложения и пожелания по данному адресу: research@rusipoteka.ru

Традиционное вступительное слово для любого материала, предназначенного для чтения в начале года, как правило содержит информацию о том, как обстояли дела в анализируемой сфере в году минувшем. Не будем и мы отступать от сложившейся традиции. 2006 год по мнению абсолютного большинства профессиональных участников выдался удачным для российского рынка ипотечного кредитования. Безусловно, точными цифрами пока не располагает никто (разве только внутренние подразделения банков и агентств), публичной информации пока нет. Поэтому судить о том, как же все-таки развивалась ипотека в России, и был ли этот рост качественным или только количественным мы будем позже. На данный момент располагаем определенными фактами, которые могут быть подкреплены высказываниями собственно действующих лиц – представителей банков и агентств.

НОВОГОДНИЙ ОПРОС ЛИДЕРОВ РЫНКА

**Иван Анисимов, заместитель директора по работе с частными клиентами
Банк Сосьете Женераль Восток**

- Как Вы оцениваете развитие рынка ипотечного кредитования в России в 2006 году?

В 2006 году наблюдался достаточно стабильный рост объемов ипотечного кредитования в России. В крупных городах ипотечный портфель банков вырос в среднем более чем на 50% по сравнению с аналогичными показателями 2005 года. Если на конец 2005 года доля ипотечного кредитования в ВВП составляла 2,5%, то к концу 2006 года этот показатель увеличился до 5%. Помимо этого, очевиден интерес к региональному развитию, открывается все больше представительств для развития розничного кредитования. Например, Банк Сосьете Женераль Восток (BSGV) кроме Москвы по итогам 2006 года оперирует в таких городах, как Санкт Петербург, Нижний Новгород, Самара, Екатеринбург, Новосибирск, Владивосток.

В 2006 году в сфере ипотечного кредитования получили широкое распространение новые продукты, делающие ипотеку более доступной для широких слоев населения. Например, кредитование загородной недвижимости, различные вариации ипотечных кредитов под залог недвижимого имущества, в том числе и с залогом от третьих лиц, ломбардные кредиты с возможностью последующего увеличения суммы кредита и ипотечные кредиты с зачетом уже имеющегося в собственности недвижимого имущества. Активно развивается рефинансирование ипотечных кредитов, стали возможными схемы по продаже недвижимости из-под залога по облегченным процедурам.

Условия и параметры предоставления ипотечных кредитов так же претерпели изменения по сравнению с 2005 годом. Появились долгосрочные кредиты сроком до 20-30 лет. Первоначальный взнос при покупке недвижимости сократился до 10 %, а в редких случаях и до 0%. Процентные ставки по ипотечным кредитам стали более лояльными и снизились по отношению к 2005 году на 1-2% в среднем. Значительно изменился сам процесс получения ипотечного кредита в банках. Сокращены сроки рассмотрения заявления на ипотечный кредит, ускорены процедуры оформления документов во время проведения ипотечных сделок. Банки все больше придерживаются политики минимальных клиентских комиссий при выдаче кредитов и обслуживании своих клиентов.

- Какими представляются Вам перспективы секьюритизации российских ипотечных активов? Какую роль в развитии данного сегмента будут играть законодательные изменения?

По прогнозам участников рынка секьюритизация ипотечных кредитов станет одним из ключевых способов заимствований в следующем году, обеспечивающих привлечение дешевых долгосрочных денежных средств и снятие нагрузки с баланса банка. Также стимулирует банки к выпуску ипотечных бумаг понимание факта их востребованности, как со стороны зарубежных инвесторов, так и со стороны российских пенсионных фондов и страховых компаний, обусловленный тем, что доходность по ипотечным ценным бумагам, при аналогичном уровне риска, ожидается значительно выше доходности по другим финансовым инструментам и даже выше уровня инфляции.

Помимо этого, очевидно, что при существующем уровне нормативов более выгодно не держать кредиты на балансе (постоянно наращивая их объем) для получения процентного дохода, а секьюритизировать такие портфели, получая доход от комиссионных платежей по обслуживанию клиентов и направлять привлеченные средства на выдачу новых кредитов. Таким образом, секьюритизация может стимулировать понижение ставок по ипотечным кредитам, что сделает кредиты более доступными для населения.

Однако законодательство и в настоящий момент остается несовершенным и противоречивым, так, например, облигации с ипотечным покрытием не вписываются в существующую классификацию облигаций с обеспечением. Статья 27.2 закона о РЦБ предполагает определение облигации с обеспечением: «Облигациями с обеспечением признаются облигации, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом, поручительством, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией. Облигация с обеспечением предоставляет ее владельцу все права, возникающие из такого обеспечения. С переходом прав на облигацию с обеспечением к новому владельцу (приобретателю) переходят все права, вытекающие из такого обеспечения. ...». Одновременно статья 27.3. определяет, что «Предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением могут быть только ценные бумаги и недвижимое имущество». Однако фактически ипотечное покрытие состоит из требований, обеспеченных залогом имущества, а не прямым залогом имущества, очевидно определенное противоречие. Интересен также момент, что в размер ипотечного покрытия согласно закону могут входить только требования, основная сумма долга по которому не превышает 70% от рыночной стоимости такого имущества. Остается открытым вопрос об определении реальной рыночной стоимости, и что делать с кредитами с 0% первоначальным взносом. Еще одна проблема при управлении ипотечным покрытием - отсутствие фактической возможности замены требований обязательства, по которым уже исполнены. А процент досрочного погашения сейчас в сфере ипотечного кредитования достаточно велик. В связи с этим изменения в законодательстве, касающиеся этих и многих других проблем могут сыграть значительную роль в упрощении процесса секьюритизации.

- Ваш прогноз о развитии рынка ипотечного кредитования в 2007 году? Станет ли ипотека доступнее для широких слоев населения?

Безусловно, в 2007 году рынок ипотечного кредитования продолжит свое активное развитие. Несмотря на то, что доля ипотечных кредитов в ВВП составила на конец 2006 года около 5%, это далеко не предел. Так для Евросоюза этот показатель равен 30%, а для США –50%.

С увеличением конкуренции между коммерческими банками и с привлечением дешевых денежных средств на рынок ипотечного кредитования путем секьюритизации ипотечных портфелей, в течение 2007 года будет наблюдаться дальнейшее снижение ставок по ипотечным кредитам. По нашему мнению в 2007 году произойдет увеличение доли ипотечного кредитования загородной недвижимости в портфелях банков. Будет развиваться ипотечное кредитование первичного рынка недвижимости, и усовершенствоваться программы кредитования вторичного рынка жилья. Комплекс данных тенденций однозначно должен положительно сказаться на развитии ипотеки.

Однако нынешняя ситуация на рынке недвижимого имущества довольно критичная. Рост цен на рынке недвижимости хоть и замедлился, но цена за квадратный метр продолжает оставаться на очень высоком уровне. Все меньше и меньше людей способны взять ипотечный кредит того размера, который им необходим для приобретения жилья по текущей рыночной цене. Если эта ситуация на рынке недвижимости не изменится ипотечный кредит для широких слоев населения доступнее не станет. За последние месяцы количество объектов недвижимости, находящихся в гражданском обороте, явно сократилось. Строительство и ввод в эксплуатацию новых жилых домов идет крайне медленными темпами. Многие, кто раньше был готов продать или купить объект недвижимости, сейчас не спешат этого делать, наблюдая за дальнейшими ценовыми тенденциями на рынке недвижимости. Стоит отметить, что увеличение покупательной способности населения (за счет ипотечного кредитования) и тенденция снижения ставок по ипотечным кредитам не может компенсировать произошедший ценовой рост и заполнить нишу платежеспособного спроса при ценах на недвижимость такого уровня.

**Олег Скворцов, заместитель председателя правления
Абсолют Банк**

- Как Вы оцениваете развитие рынка ипотечного кредитования в России в 2006 году?

К концу 2006 года объем российского рынка ипотечного кредитования превысил 145 млрд. руб. Тем не менее, объемы этого сегмента рынка по-прежнему остаются небольшими по сравнению со странами не только Западной, но и восточной Европы. Это, прежде всего, говорит о значительном потенциале роста рынка ипотечного кредитования. На сегодняшний день развитие ипотеки сдерживают медленные темпы строительства жилья и высокая динамика роста стоимости недвижимости, а темпы роста доходов населения пока еще отстают от динамики цен на жилье.

- Какими представляются Вам перспективы секьюритизации российских ипотечных активов? Какую роль в развитии данного сегмента будут играть законодательные изменения?

Скорее всего процесс секьюритизации в России будет происходить непросто. Наиболее вероятный путь развития этого направления предполагает использование западных технологий. Поскольку наш рынок специфичен, эти технологии потребуют соответствующей к нему адаптации. Западный рынок сегодня более перспективен для российских банков, так как там есть уже освоенные технологии проведения секьюритизации и инвесторы, заинтересованные в российских бумагах.

Ваш прогноз о развитии рынка ипотечного кредитования в 2007 году? Станет ли ипотека доступнее для широких слоев населения?

Мы прогнозируем активный рост рынка ипотеки в 2007 году. Серьезного снижения ставок по кредитам не прогнозируется, но рост доходов населения будет стимулировать спрос на недвижимость и востребованность ипотечного кредитования возрастет.

**Сергей Озеров, финансовый директор
DeltaCredit**

- Как Вы оцениваете развитие рынка ипотечного кредитования в России в 2006 году?

Согласно последним опросам, потенциальными клиентами ипотечных банков являются 12% россиян. Казалось бы, цифра не так велика, особенно если сравнивать с аналогичными показателями в странах

Европы и США, однако еще недавно в нашей стране процент людей, готовых воспользоваться ипотекой, был вдвое меньше. И потом, 12% россиян – это 5 млн. домохозяйств. Мы оцениваем развитие рынка ипотечного кредитования в России в уходящем году как отличное. Ипотечный банк DeltaCredit выдал почти 8 000 ипотечных кредитов на сумму более чем 390 миллионов долларов. В течение года DeltaCredit провел ряд усовершенствований своего сервиса, например, акция "Деньги в день сделки" - новый бизнес-процесс ипотечного рынка, при котором деньги клиенту выдаются сразу после подписания договора купли-продажи квартиры, а не после действующей сейчас на рынке государственной регистрации. В итоге расчеты между покупателем и продавцом сокращаются в среднем на 4-6 недель. Кроме того, расширен информационный интернет-банкинг WEBBY, он позволяет клиентам оперативно получать информацию об остатках на счетах, просмотреть выписку по счету, а также бесплатно получать информацию о движениях по кредитам.

- Какими представляются Вам перспективы секьюритизации российских ипотечных активов? Какую роль в развитии данного сегмента будут играть законодательные изменения?

Секьюритизация российских ипотечных активов может рассматриваться только как позитивный факт, при должном внимании организаторов к качеству выпуска, так как в перспективе на российских финансовых рынках не будет достаточно долговых инструментов для инвесторов. На Западе больше инвесторов, которые знакомы с секьюритизацией, и спрос на российские бумаги достаточно большой. А если спрос большой, значит стоимость ресурсов ниже. Мы планируем первое привлечение путём секьюритизации на Западе в первом полугодии 2007г.

- Ваш прогноз о развитии рынка ипотечного кредитования в 2007 году? Станет ли ипотека доступнее для широких слоев населения?

В этом году мы прогнозируем дальнейший рост рынка, а к 2009 году, согласно данным наших аналитиков, объем рынка ипотечного кредитования может достигнуть отметки в 30 млрд. долл. Для сравнения: в 2006 году объем рынка составил 6,5 млрд. долл. Особенно бурное развитие ждет ипотеку в регионах. Ипотека стала доступнее уже сейчас: DeltaCredit в декабре снизил ставки сразу по всем ипотечным программам для клиентов. В среднем по каждому продукту ставки снижены на 1,5%. Принимая данное решение, банк, прежде всего, руководствовался потребностями клиентов и необходимостью сделать ипотеку как можно более доступной на фоне постоянно растущих цен на недвижимость.

**Валерий Казейкин, первый вице-президент
Международная ассоциация фондов жилищного строительства и ипотечного кредитования**

- Как Вы оцениваете развитие рынка ипотечного кредитования в России в 2006 году?

Число ипотечных кредитов выросло в 2,5 раза и составило 200 тысяч, Это свидетельствует об успешном развитии рынка ипотечного кредитования в России.

- Какими представляются Вам перспективы секьюритизации российских ипотечных активов? Какую роль в развитии данного сегмента будут играть законодательные изменения?

Принятые летом поправки в закон «Об эмиссионных ипотечных ценных бумагах» позволили банку «Совфинтрейд» успешно провести секьюритизацию своих ипотечных активов и выпустить облигации, обеспеченные залогом, на три миллиарда рублей. В настоящее время готовится выпуск эмиссионных ипотечных ценных бумаг Агентством по ипотечному жилищному кредитованию и рядом коммерческих банков.

- Ваш прогноз о развитии рынка ипотечного кредитования в 2007 году? Станет ли ипотека доступнее для широких слоев населения?

В 2007 году рынок ипотечного кредитования будет и дальше развиваться. Число ипотечных кредитов может вырасти до 300 тысяч. Доступность ипотеки для населения будет зависеть от роста цен на жилье и роста доходов населения.

**Марина Ломакина, генеральный директор
ОАО "Наш дом – Приморье"**

- Как Вы оцениваете развитие рынка ипотечного кредитования в России в 2006 году?

Достаточно динамичное развитие, в Приморском крае ссудная задолженность за 2006 год по ипотечным кредитам удвоилась, а количество зарегистрированных ипотек выросло более чем в 2,3 раза.

- Какими представляются Вам перспективы секьюритизации российских ипотечных активов? Какую роль в развитии данного сегмента будут играть законодательные изменения?

Без секьюритизации говорить о достаточности финансирования долгосрочных кредитов на жилье нельзя, следовательно, с ростом спроса на ипотеку будет расти и потребность в секьюритизации.

- Ваш прогноз о развитии рынка ипотечного кредитования в 2007 году? Станет ли ипотека доступнее для широких слоев населения?

Дальнейший рост объемов ипотечного кредитования продолжится. Ставка будет снижаться из-за конкуренции банков и за счет целенаправленной политики государства по дальнейшему снижению ставок. Постепенно конкуренция усилится и среди застройщиков, что приведет к относительной стабилизации цен и на этом рынке. Снижение ставок и стабилизация цен на новое жилье при росте доходов населения повысит доступность жилья, по крайней мере, для работающего населения.

**Альберт Хисаметдинов, первый заместитель председателя правления
КБ Москоммерцбанк (ООО)**

- Как Вы оцениваете развитие рынка ипотечного кредитования в России в 2006 году?

Оцениваем очень высоко, спрос колоссальный. Активное развитие рынка ипотеки в уходящем году сопровождалось увеличением количества конкурирующих кредитных организаций, реализующих программы ипотечного кредитования.

- Какими представляются Вам перспективы секьюритизации российских ипотечных активов? Какую роль в развитии данного сегмента будут играть законодательные изменения?

Секьюритизация – это пожалуй важнейший источник рефинансирования ипотеки для наших банков, что при общей низкой капитализации Российской банковской системы очень актуально. Также это прямой инструмент для снижения процентных ставок для заемщиков за счет привлечения более дешевого фондирования. Необходимо развивать отечественную законодательную базу по аналогии с международной для упрощения процедуры продажи активов кредитных организаций.

- Ваш прогноз о развитии рынка ипотечного кредитования в 2007 году? Станет ли ипотека доступнее для широких слоев населения?

Безусловно, чтобы ипотека стала более доступна, необходимо в первую очередь решить общеэкономические проблемы – снизить инфляцию, повысить доходы населения, что приведет к снижению процентных ставок по ипотечным кредитам и т.д. В любом случае, не смотря на все существующие преграды развития ипотеки, видна тенденция качественного расширения рынка. На лицо усиление конкуренции среди кредитных организаций, что, безусловно, влечет за собой смягчение условий для заемщиков, а это в свою очередь ведет к более динамичному развитию рынка. Также, мы высоко оцениваем перспективы развития ипотеки в регионах.

**Владимир Пономарев, генеральный директор
ОАО «Русская ипотечная акцептная компания» (RuMAC)**

- Как Вы оцениваете развитие рынка ипотечного кредитования в России в 2006 году?

Ипотечный рынок в России развивается весьма динамично, несмотря на огромный рост цен на жилье. Если на конец 2005 года объем ипотечных кредитов составлял около 65 млрд. рублей, то за 6 месяцев 2006 года он составил свыше 120 млрд. рублей, а за 9 месяцев 2006 года было выдано ипотечных кредитов свыше 156 млрд. рублей и прогнозируемый объем на конец 2006 года составляет 210-260 млрд. рублей.

В 2006 году произошли выдающиеся события, придавшие системе ипотечного жилищного кредитования в России законченный вид, а именно, были совершены первые сделки по секьюритизации Городским ипотечным банком, Внешторгбанком (трансграничная секьюритизация), а также банком Совфинтрейд (размещение ипотечных облигаций в России). Этому предшествовали сделки по секьюритизации автомобильных (банк «Союз») и строительных (Банк жилищного финансирования) кредитов.

Впервые в России создан частный ипотечный кондуит ОАО «Русская ипотечная акцептная компания» (RuMAC). Это специализированная компания для формирования пула закладных с их последующей секьюритизацией (выпуском и размещением ипотечных ценных бумаг). Менеджмент компании составляют специалисты, принимавшие активное участие практически во всех вышеупомянутых сделках.

- Какими представляются Вам перспективы секьюритизации российских ипотечных активов? Какую роль в развитии данного сегмента будут играть законодательные изменения?

В настоящее время не существует принципиальных законодательных ограничений на сделки по трансграничной секьюритизации. Что касается развития российской системы секьюритизации, то необходимо принятие либо специального закона о секьюритизации, либо внесение поправок в существующие законодательные акты.

- Ваш прогноз о развитии рынка ипотечного кредитования в 2007 году? Станет ли ипотека доступнее для широких слоев населения?

Тенденция устойчивого развития ипотечного рынка в России сохранится, поскольку его потенциал оценивается в 1300 млрд. рублей, несмотря на сохраняющийся рост цен. Именно рост цен, порожденный острой нехваткой предложений на рынке жилья, будет в последующие годы существенным тормозом на пути повышения доступности ипотечного кредитования.

ОТ ПЕРВОГО ЛИЦА

**Николай Шитов, президент
Городской Ипотечный Банк**

В настоящее время в нашей стране наблюдается качественный рост объемов рынка. По мнению экспертов рынка, объем ипотечных операций в 2006 году составил более 3 млрд. долларов, а ипотекой стали заниматься в том или ином виде более 600 российских банков. По моим оценкам, рынок в 2007 году вырастет более, чем на 80 % по сравнению с 2006 годом.

Позитивным для рынка ипотеки в 2006 году, безусловно, является рост объемов ипотечного кредитования, повышения уровня сервиса и технологичности ипотечных сделок, а приход на рынок новых игроков, расширение возможности привлечения средств, прежде всего, используя механизм рефинансирования и секьюритизации, стали толчком к так называемой доступной ипотеке.

Еще одна тенденция – динамичное развитие операций ипотечного кредитования в регионах. Прирост объемов ипотечного кредитования в регионах за 10 месяцев текущего года составил более 100%. И это закономерно: рынок в регионах формирует инфраструктуру, появляются новые участники и программы, и, как показывает опыт мировых лидеров, – они «идут из регионов». Если еще год назад до 80% сделок приходилось на Москву и Петербург, то по итогам 2006 г. вполне можно ожидать увеличения доли регионов в целом до 30-40%.

Также хотелось бы отметить еще один отличительный момент современного состояния рынка – его сегментация и появление специализации. Имеется в виду разделение риэлторской и консультационно-посреднических функций. С начала 2006 г. началось активное развитие услуг ипотечных брокеров. Процесс, в какой-то мере управляемый самими участниками рынка (прежде всего банкам и риэлторами). Ведь именно при их активном участии и формируется данный вид деятельности на рынке.

На фоне роста цен на недвижимость очень выгодными оказались потребительские ипотечные кредиты под залог имеющегося жилья: с повышением стоимости закладываемой недвижимости увеличивалась и максимальная сумма кредита. Это, по сути, новый кредитный продукт, который оценили многие клиенты и, воспользовавшись им, сумели выгодно совершить сделки.

Хотелось бы также обратить внимание, что сделки с использованием ипотечных кредитов пока составляют порядка 7 % от общего количества операций покупки недвижимости на рынке РФ. Поэтому увеличение объемов ипотеки никак не могло повлиять на столь галолирующий рост цен первые 9 месяцев 2006г. Произошло то, чего и следовало ожидать – сокращение нового строительства на фоне: роста реальных доходов населения, роста цен на энергоносители, увеличения денежной массы, при этом изменение курса валюты подвигло население направить свои сбережения в недвижимость, а ограниченное предложение и без того обострило ситуацию с ценами.

**Антон Карелин, Начальник отдела методологии и развития
КИТ Финанс Инвестиционный банк**

В следующем году рынок ипотечного кредитования ждет не меньший взлет, чем в этом. Поэтому закономерно и увеличение доли ипотечных сделок в общем объеме сделок с недвижимостью. На мой взгляд, число ипотечных сделок в общем объеме сделок с недвижимостью может достичь 20%. При этом мы не ожидаем появления новых ипотечных банков. Все новые игроки, которым интересно ипотечное кредитование, уже вышли на рынок, и ипотечное банковское сообщество уже сформировалось. В следующем году будет увеличиваться конкуренция внутри него и возможно произойдут какие-то перестановки в числе ведущих банков за счет активизации крупнейших игроков. Но от этого заемщики только выиграют.

Существенное снижение ставок мало вероятно, поскольку уже сейчас процентные ставки по кредитам практически приблизились к стоимости банковских пассивов. Максимальное снижение рублевых ставок, которое может произойти, не превысит 1% при благоприятной макроэкономической ситуации. Какое-либо изменение ставок по валютным кредитам вообще возможно только в сторону повышения. Но скорее всего, они останутся на прежнем уровне. Ипотечное кредитование без первоначального взноса очень рискованная для банков операция, поэтому, скорее всего, банки удержаться от соблазна выдавать кредит на 100% стоимости недвижимости. А кредитование на покупку комнат, наоборот, может стать все более популярным.

**Марина Малайчик, заместитель начальника Управления розничных операций
Банк "Возрождение"**

Текущее состояние ипотечного рынка сейчас характеризуется повышением доступности кредитов для населения - это и снижение процентных ставок, как в рублях, так и в валюте (только по программе АИЖК ставки в 2006 году снижались уже 3 раза с 14% годовых до 11% годовых), это снижение первоначального взноса (в некоторых случаях до нуля), увеличение срока кредитования. Развивается

кредитование на этапе строительства, что, наверное, в первую очередь, связано с "сумасшедшим" ростом цен на жилье и возможностью купить жилье подешевле на ранних стадиях строительства, во вторую, с ощущающимся недостатком предложения жилья на вторичном рынке, в третью, с нежеланием продавцов связываться с ипотекой при продаже своего жилья. Увеличилось число банков предоставляющих рублевые кредиты. Банки стали более гибко подходить к оценке платежеспособности заемщиков. Несмотря на такие проблемы, как дефицит жилья и рост цен на жилье (который в последнее время замедлился), низкая платежеспособность граждан и "серые" доходы населения, ипотека будет развиваться, если, конечно, не случится глобального, неожиданного кризиса в экономике. Этому способствуют многие факторы - повышение доступности кредитов, упрощение процедур кредитования, развитие кредитование на этапе строительства. Кроме того, обещается долгожданный выпуск ипотечных ценных бумаг, который должен привлечь на ипотечный рынок дополнительные финансовые средства (за этим выпуском надеемся последуют и другие выпуски ценных бумаг). Начали работать кредитные бюро, которые накопив достаточно сведений о потенциальных заемщиках, предоставят их кредитуемым организациям. Все это должно отразиться на стоимости ипотечных кредитов (на размере процентной ставки) и еще больше повысить доступность ипотеки для граждан.

Выход банков на российский рынок продолжается и будет продолжаться, т.к. рынок ипотеки в России только начал развиваться и за счет этого конечно представляет интерес не только для российских банков, но и для зарубежных. Во многих регионах ипотеки нет вообще, многие ипотечные программы еще не освоены или освоены не всеми банками, ниша пока есть для каждого и поэтому выход на рынок любого нового игрока пока не является каким-то запоминающимся событием, новый игрок сразу включается в работу и для остальных участников рынка его приход не сильно заметен. И такая благоприятная ситуация будет продолжаться еще некоторое время. Конечно есть регионы, где конкурентам уже тесно, например, Москва, но уже в Московской области выбор ипотечных программ не так высок, а что говорить в дальних регионах.

Что касается конкуренции со стороны зарубежных банков, то хочется отметить следующее: ни один из работающих на российском рынке зарубежных банков, предлагающих ипотечные кредиты в России, не начал серьезно демпинговать по ставкам. Условия, предлагаемые этими банками, практически не отличаются от других программ, а в некоторых случаях даже хуже. Например, еще ни один зарубежный банк не предложил срок кредита до 30 лет, в отличие от программы, которую реализует АИЖК, и по которой, кстати, работает и Банк "Возрождение". Но многие зарубежные банки выходят на российский рынок как специализированные ипотечные (розничные) банки и вся их работа нацелена именно на развитие розничных продуктов, а то и конкретно ипотечных продуктов, за счет этого принятие решений и внедрение новых продуктов в таких банках проходит быстрее, российские же банки, как правило, - "многоотаночники", у них и корпоративный бизнес и розничный, и все процессы проходят более медленно. Вот это и есть пока единственное преимущество зарубежных банков.

**Татьяна Кубасова, заместитель генерального директора
ОАО "Иркутское региональное ипотечное агентство" (ИРИА)**

- Как Вы оцениваете темпы развития ипотечного кредитования в Вашем регионе и потенциал этого рынка?

Согласно официальному письму ГУ Банка России по Иркутской области по данным на 01.10. 2006 г. задолженность физических лиц- заемщиков по Иркутской области по кредитам, взятым у кредитных организаций на покупку жилья составляет 4273 млн. рублей (в том числе ипотечные кредиты 2084 млн. рублей), что в 2,2 раза больше, чем по данным на 1.01.06 г. Причем по ипотеке этот показатель вырос в 3,8 раза, а относительно данных на 1.10 05 г. – в 6,6 раза.

Если брать показатель обеспеченности ипотечными кредитами, то по данным АИЖК в Москве, Московской области, Санкт – Петербурге и Тюменской области 1 из 500 семей улучшили жилье с помощью ипотеки, в Алтайском крае, Республики Башкортостан, Кемеровской области, Томской и Омской областях – каждая 150-я семья. В Иркутской области по расчетам ИРИА в 2006 г. (данные за 9 месяцев) – каждая 260 семья воспользовалась ипотечным кредитом. Потенциал ипотечного рынка к

2010 г специалистами ИРИА оценивается 12- 15% семей Иркутской области (5 млн. кв.м. нового жилья)

- Какие проблемы нужно решить для создания эффективной системы рефинансирования региональной ипотечной системы?

Если не касаться проблем строительства доступного жилья (рассматривая их априори), то для создания эффективной системы рефинансирования необходимо:

1. увеличение пропускной способности регистрации закладных в ФРС (электронная закладная, уменьшение сроков регистрации, профессиональная подготовка специалистов ФРС).
2. увеличение ликвидности закладных путем регистрации прав собственности в депозитарной системе (внесение изменений в Закон об ипотеке).
3. создание вторичного рынка (внебиржевого) продажи пула закладных (возможно использование площадки РТС, либо площадка типа СКРИН).
4. определение системы оценки качества пула закладных, рейтингование по инвестиционным качествам.
5. переход на рефинансирование через выпуск облигаций с ипотечным покрытием, а не через пулы закладных.

РЫНОК И ПРАВО

Законопроект о секьюритизации

Федеральная служба по финансовым рынкам подготовила законопроект, целью которого является развитие рынка секьюритизации активов в России. Законопроект предполагает внесение изменений в ряд существующих законов (Гражданский кодекс РФ, Закон о несостоятельности (банкротстве), Закон о рынке ценных бумаг, Закон о банковской деятельности, Налоговый кодекс и другие). Отдельный закон о секьюритизации создаваться не будет.

Предложенные изменения ориентированы на развитие секьюритизации различных активов, как во внутренних, так и в международных сделках, на создание благоприятной среды для инвесторов и заемщиков при осуществлении финансирования в России. Законопроект является первой серьезной попыткой создания нормативной базы по секьюритизации, в настоящее время он находится на рассмотрении в различных ведомствах.

Основные положения законопроекта

Специальное юридическое лицо (Special Purpose Vehicle)

Предлагается ввести новый вид юридического лица – специализированное финансовое общество (СФО), которое будет учреждаться в форме акционерного общества с целью приобретения активов и выпуска облигаций, обеспеченных такими активами. СФО вправе осуществлять вспомогательные виды деятельности: управление, консультационные услуги, заключение договоров на ведение бухгалтерского учета. Сделки СФО, выходящие за рамки разрешенных ему видов деятельности, не создают обязательств для сторон. СФО не может быть реорганизовано и подлежит ликвидации только после полного погашения эмитируемых облигаций. СФО не может иметь работников и должно управляться компанией, которая имеет лицензию ФСФР на управление инвестиционными и пенсионными фондами. Бухгалтерский учет СФО должна вести сторонняя организация (не управляющая компания).

Установленные требования к СФО предполагают, что в учредительных документах должно быть указано количество выпусков облигаций, для которых создается СФО. Номинальная стоимость облигаций не может превышать уставной капитал СФО более чем в 20 раз.

Действительная продажа

Согласно российскому законодательству права (требования) могут передаваться в порядке уступки или в порядке факторинга. Законопроектом предлагается внести изменения в главу Гражданского кодекса,

регулирующую факторинг, т.е. финансирование под уступку денежного требования, при этом не меняется регулирование уступки прав. Факторинг предусматривает более благоприятный для секьюритизации механизм передачи прав (требований), но в настоящее время факторинг может использоваться для передачи только ограниченного количества видов прав (требований), в которые не входят требования по кредитам. Законопроектом предлагается ввести государственную регистрацию договоров факторинга. Регистрация будет носить добровольный характер, но в случае конкурирующих уступок зарегистрированный договор факторинга будет иметь преимущество перед незарегистрированным.

Также предлагается внести изменения в законодательство о несостоятельности, положительно влияющие на "действительную продажу".

Залог прав (требований)

Законопроектом предлагается внести в ГК РФ новый параграф в главу о залоге, посвященный залогом прав (требований). Прямо устанавливается возможность залога будущих прав (требований), залог части права (требования), предусматривается возможность залога совокупности прав (требований) по одному договору. Залогодатель обязан будет уведомить должника в письменной форме о залоге прав в течение 7 дней с момента заключения договора, если иное не предусмотрено договором залога. В отличие от залога иного имущества, обращение взыскания на заложенные права (требования) может быть обращено путем уступки, а не путем продажи с публичных торгов. Закон РФ № 2872-1 "О залоге" должен утратить силу со вступлением в действие законопроекта.

Законопроектом вводятся два новых вида банковских счетов, которые могут использоваться при секьюритизации: залоговый счет и номинальный счет. Залоговый счет вводится специально для залога прав по договору банковского счета. Такой счет не может быть закрыт клиентом (залогодателем) в одностороннем порядке без согласия залогодержателя. Кредитор может обратиться взыскание на залог путем простого списания денежных средств с залогового счета для удовлетворения своих требований.

Номинальный счет является банковским счетом, который используется для операций со средствами, принадлежащими третьей стороне, не являющейся держателем счета. В договоре номинального счета должен быть указан выгодоприобретатель по такому счету, который может ограничивать права распоряжения средствами на счете. Средства на номинальном счете не могут включаться в конкурсную массу держателя счета. Это может помочь избежать рисков контроля над денежными средствами обслуживающей организации, которые существуют в настоящее время в российских сделках секьюритизации.

Законопроект предлагает внести изменения в Налоговый кодекс, которые окажут позитивное влияние на деятельность СФО и налоговый режим продажи прав (требований). Доход СФО, полученный в связи с его деятельностью, не облагается налогом на прибыль. Вводится процедура определения налоговой базы для расчета НДС при продаже прав (требований), которые не облагаются НДС. Согласно сложившейся практике, если требования продаются по их номинальной стоимости, сделка не облагается НДС.

Законопроектом вводится ряд изменений в закон о рынке ценных бумаг. Появляется возможность субординации различных выпусков облигаций, предлагаются новые концепции представителя держателей облигаций и общего собрания держателей облигаций. Вводится понятие квалифицированного инвестора (брокеры, дилеры, управляющие активами, банки, инвестиционные фонды, страховые компании и другие).

Дмитрий Глазунов, управляющий партнер юридическая фирма «Линия права»

Разработка проекта федерального закона «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» в части регулирования секьюритизации финансовых активов предусмотрена пунктом 24 Плана действий Правительства Российской Федерации по реализации в 2006 году

положений Программы социально-экономического развития Российской Федерации на 2006 – 2008 годы. Основной целью проекта заявлено создание условий для осуществления секьюритизации финансовых активов на российском рынке капитала, то есть такого правового регулирования процесса секьюритизации, которое эффективно обеспечивало бы как привлечение в российскую экономику дополнительных финансовых ресурсов, так и расширение круга доступных для инвесторов ценных бумаг.

Законопроектом вносятся изменения в части первую и вторую Гражданского кодекса Российской Федерации, Федеральный закон «Об акционерных обществах», Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью», Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», Федеральный закон «Об инвестиционных фондах», Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах», Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)», Федеральный закон «Об исполнительном производстве», Федеральный закон «О банках и банковской деятельности», части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации. Подробнее хочется остановиться на некоторых из них.

Так, глава 23 части первой Гражданского кодекса Российской Федерации дополняется новыми параграфами - «Права как предмет залога» и «Залог прав по договору банковского счета (вклада)». Они призваны закрепить правовые нормы, позволяющие использовать в рамках обеспечения исполнения обязательств институт залога в отношении такого специфического объекта гражданского оборота как права (требования) вообще, и, в том числе, права, вытекающие из договора банковского счета (вклада).

Изменения, вносимые в Федеральный закон «Об акционерных обществах», направлены на устранение действующих ограничений в отношении осуществления акционерным обществом эмиссии облигаций, а именно: планируется исключить требование о запрете размещать облигации без обеспечения ранее третьего года существования акционерного общества и при условии надлежащего утверждения двух годовых балансов, а также требование, ограничивающее объем эмиссии облигаций размером уставного капитала акционерного общества либо величиной обеспечения, предоставленного ему в этих целях третьими лицами. Аналогичные изменения вносятся законопроектом и в Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью». Таким образом, по замыслу разработчиков законопроекта, не возникает препятствий для использования корпоративных облигаций для секьюритизации.

В свою очередь, правовое регулирование процесса секьюритизации финансовых активов посредством эмиссии облигаций вводится изменениями, вносимыми в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг». Этот закон дополняется новой главой, целиком посвященной регулированию деятельности специализированного финансового общества, в том числе осуществлению таким обществом эмиссии облигаций, обеспеченных залогом прав (требований) по денежным обязательствам (денежных требований), а также рядом статей, вводящих новые понятия и институты.

ЦЕННЫЕ БУМАГИ

В данном обзоре вниманию читателей предлагается анализ первого выпуска ипотечных облигаций по российскому законодательству, комментарии участников рынка по этому поводу, графические материалы и анализ поведения облигаций от ООО «АБС Финанс»

В соответствии с Федеральным законом РФ от 11.11.2003 №152-ФЗ облигациями с ипотечным покрытием являются долговые ценные бумагами, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом ипотечного покрытия. При этом ипотечное покрытие могут составлять только:

- обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и (или) об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными;
- ипотечные сертификаты участия;
- денежные средства в валюте Российской Федерации или иностранной валюте;

- государственные ценные бумаги и недвижимое имущество. Ипотечное покрытие облигаций ГПБ-Ипотеки составляют только обеспеченные ипотекой требования, удостоверенные закладными, и денежные средства в валюте Российской Федерации на счете ГПБ-Ипотеки в АБ «Газпромбанк» (ЗАО).

Эмитентом облигаций с ипотечным покрытием является ОАО «ИСО ГПБ-Ипотека» – ипотечная специализированная организация (ипотечный агент), созданная в мае 2006 года исключительно для целей осуществления данного выпуска облигаций с ипотечным покрытием. Уставной капитал Эмитента составляет 100 тыс. рублей, распределенных на 85 тыс. обыкновенных голосующих акций и 15 тыс. привилегированных неголосующих акций номинальной стоимостью 1 рубль каждая. Держателем 100% обыкновенных голосующих акций Эмитента является фонд Stichting GPB-Mortgage, зарегистрированный в Нидерландах. 100% привилегированных неголосующих акций ипотечного агента при их размещении были приобретены Совфинтрейдом. Собственные средства Эмитента в размере 516,085,000 рублей сформированы посредством привлечения Эмитентом 66,085,000 рублей от эмиссии акций, в том числе от размещения привилегированных акций с премией к номиналу, а также размещения Эмитентом облигаций с ипотечным покрытием с премией к номиналу в сумме 450 млн рублей при первичном размещении по закрытой подписке. В соответствии с Налоговым кодексом РФ доходы Эмитента от уставной деятельности, в том числе доходы по закладным, не облагаются налогом на прибыль.

В соответствии с требованиями российского законодательства Эмитент не имеет штата сотрудников, исполнение функций единоличного исполнительного органа передано управляющей компании ТМФ-Рус. Бухгалтерский и налоговый учет Эмитента ведет компания РМА-Сервис. Компании ТМФ-Рус и РМА-Сервис являются 100% дочерними компаниями TMF Group, входящей в число мировых лидеров на рынке услуг корпоративного администрирования. TMF Group, в частности, имеет значительный опыт работы на рынке сервисных услуг для сделок по структурированному финансированию и обладает высокой репутацией, что, в том числе, подтверждается ее участием в проекте по секьюритизации российских суверенных долгов для Федерального правительства Германии (облигации Aries). Особенности структуры капитала Эмитента Структура капитала Эмитента призвана обеспечить эффективное разделение контроля над деятельностью компании и возможности получения экономических выгод от ее деятельности между держателем обыкновенных акций (фондом Stichting GPB-Mortgage) и держателями привилегированных акций. Единоличный контроль над компанией осуществляет фонд Stichting GPB-Mortgage, созданный исключительно для держания и управления обыкновенными акциями Эмитента. Фонд, учрежденный компанией TMF Management B.V., голландской дочерней компанией TMF Group, не имеет участников и управляется двумя директорами: компанией TMF Management B.V. и физическим лицом - высокопоставленным сотрудником TMF Management B.V.

Портфель закладных, входящих в состав ипотечного покрытия, был приобретен эмитентом у Совфинтрейда. Данный портфель был сформирован Совфинтрейдом в ходе деятельности по рефинансированию обеспеченных ипотекой требований на вторичном рынке ипотечного кредитования в РФ. Совфинтрейд осуществляет свою деятельность на основе двухуровневой модели рефинансирования закладных. Ипотечные кредиты, обеспеченные залогом жилой недвижимости, выдаются первоначально региональными банками и по ним оформляются закладные. Далее закладные выкупаются у региональных банков специализированными организациями – региональными операторами. Региональные операторы формируют портфели закладных, готовые для дальнейшей продажи Совфинтрейду. Все участники используют стандарты выдачи, оформления и андеррайтинга ссуд, утвержденные Совфинтрейдом. Аналогичную модель рефинансирования ипотечных активов использует Агентство по ипотечному и жилищному кредитованию (АИЖК).

Параметры облигационного займа

Объем займа	Дата погашения	Ожидаемый срок до погашения*	Ожидаемая дюрация*
3 млрд рублей	29/12/2036	4.8 года	2.4 года
Ставка купона	8%		
Ориентир цены размещения**	102,18 – 102,78% от номинала		
Ориентир доходности**	7.29 – 7.68%		

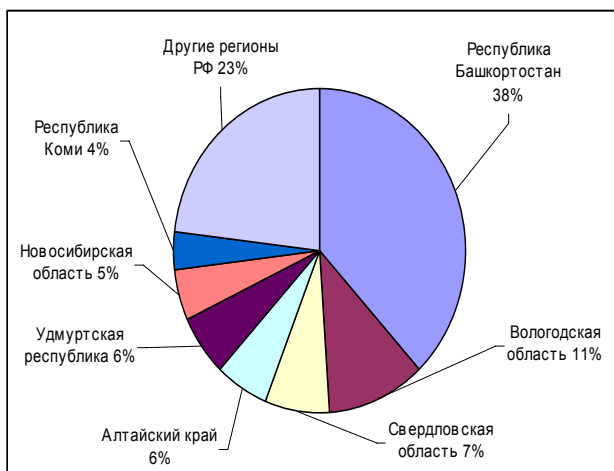
* Параметры облигаций рассчитаны с использованием ожидаемой нормы досрочных погашений (CPR) портфеля закладных на уровне 15% и в предположении об исполнении колл-опциона при снижении номинальной стоимости облигаций до 20% от объема выпуска.

** Нижняя граница цены размещения и доходности рассчитана исходя из ожидаемой дюрации облигаций 2.4 года, верхняя граница – исходя из максимальной дюрации 5.2 года, что соответствует отсутствию досрочных погашений по портфелю закладных.

Основная информация

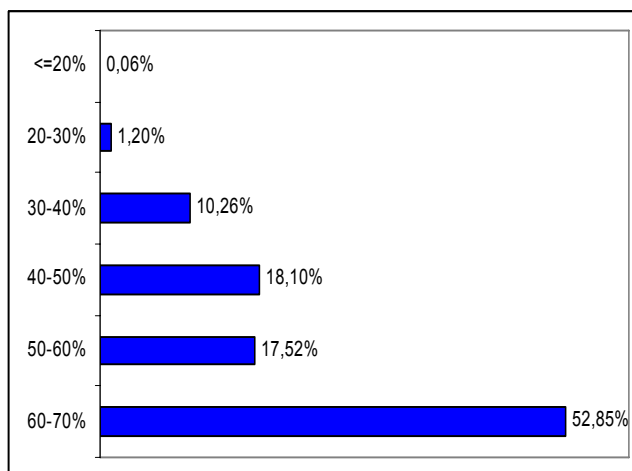
Эмитент:	ОАО «ИСО ГПБ-Ипотека»
Продавец закладных:	АКБ «СОВФИНТРЕЙД», ЗАО
Сервисный агент:	АБ «Газпромбанк» (ЗАО)
Специализированный депозитарий:	АБ «Газпромбанк» (ЗАО)
Обеспечение:	Залог ипотечного покрытия в пользу владельцев облигаций
Ипотечное покрытие:	Портфель рублевых закладных и денежные средства на счете Эмитента в АБ «Газпромбанк» (ЗАО)
Амортизация:	Эмитент осуществляет досрочное погашение облигаций в даты выплаты купонов за счет средств, получаемых в погашение основного долга по закладным, входящим в ипотечное покрытие, и сумм процентов, получаемых по ним, за вычетом купонных и административных расходов
Возможность досрочного полного погашения (колл-опцион):	При снижении непогашенной номинальной стоимости облигаций до 20% от первоначальной номинальной стоимости
Дата выплаты купонов:	29 декабря, 29 марта, 29 июня и 29 сентября каждого года
Дата выплаты первого купона:	29 декабря 2006 года

Распределение портфеля по регионам РФ



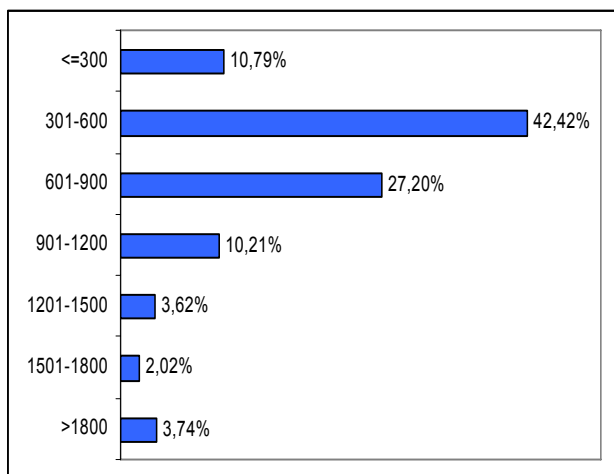
Источник: Совфинтрейд. Расчеты: Газпромбанк

Распределение портфеля по величине LTV



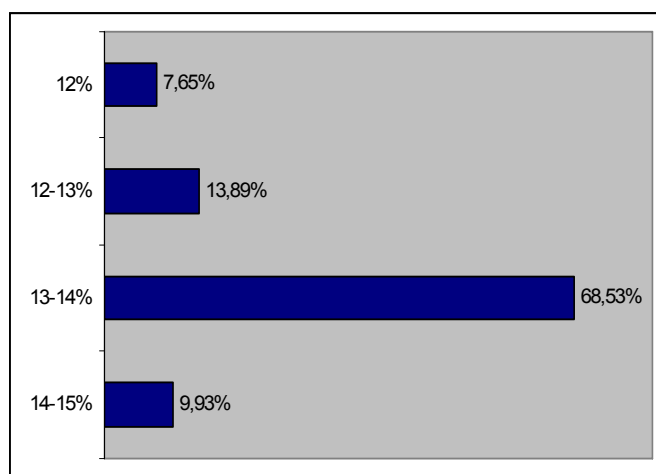
Источник: Совфинтрейд. Расчеты: Газпромбанк

Распределение портфеля по величине Остатка основного долга по закладным (тыс. руб.)



Источник: Совфинтрейд. Расчеты: Газпромбанк

Распределение портфеля по величине процентной ставки по закладным



Источник: Совфинтрейд. Расчеты: Газпромбанк

Николай Шитов, президент Городской Ипотечный Банк

- Как Вы оцениваете первую секьюритизацию ипотечных кредитов по российскому законодательству Газпромбанка? Что мешает другим банкам проводить такие сделки?

В настоящее время спрос со стороны российских инвесторов очень сложно предсказать. Важно, чтобы эти бумаги размещались на рыночных условиях, среди большого количества инвесторов. Надеемся, что первые сделки в рамках российского законодательства, например, сделка ГПБ-Ипотека подтвердят наличие такого спроса. Это было бы замечательным сигналом и предпосылкой для бурного развития рынка секьюритизации на российском рынке. На западе традиционно удобнее размещать бумаги, обеспеченные платежами/активами, номинированными в валюте. При росте объема активов,

номинированных в рублях, безусловно, встанет вопрос об их размещении в России. Хотя есть и иностранные инвесторы, заинтересованные в покупке рублевого риска.

Несмотря на существование нерешенных технологических и юридических вопросов, можно с уверенностью сказать (и целый ряд успешно проведенных сделок подтверждают это), что фундаментальных, непреодолимых препятствий для проведения сделок секьюритизации российских активов не существует.

Потенциальные покупатели ипотечных облигаций будут, также, уделять большое внимание следующим факторам, например, таким как:

- 1) соответствие определенным стандартам качества выдаваемых ипотечных кредитов;
- 2) качество залога, получаемого в обеспечение выдаваемых ипотечных кредитов;
- 3) кредитный рейтинг самого эмитента ипотечных облигаций.

В соответствии с этими факторами инвесторы сами определяют цену, по которой эти ипотечные бумаги будут куплены.

- Планирует ли Ваш банк сделки по секьюритизации на внутреннем рынке? Есть ли препятствия нормативно-правового характера для проведения подобных сделок?

Сейчас Городской ипотечный банк начал аккумулировать средства для проведения второй сделки, которую планируем завершить в первом квартале 2007 г. Это тоже будет трансграничная сделка и размещение ипотечных бумаг (RMBS) будет проходить в основном среди западных инвесторов. Потому что первая секьюритизация продемонстрировала колоссальный интерес к нашим ценным бумагам со стороны европейских и американских инвесторов. Они готовы были купить гораздо больший объем, чем мы смогли им предложить. Для западных инвесторов это очень понятный и привлекательный финансовый инструмент, особенно, когда он соответствует международным стандартам. Объем второй сделки будет заметно больше первой. Мы собираемся разместить ипотечные ценные бумаги на сумму порядка 200 млн. долларов США.

Но Городской ипотечный банк не отказывается от перспективы выйти с секьюритизацией на российский рынок. Правда, мы хотели бы посмотреть сначала хотя бы на одну такую состоявшуюся сделку. Нам важно понять, кто станет покупателем таких ипотечных ценных бумаг в России. Если первая сделка на нашем рынке пройдет на вполне рыночных условиях, тогда не только мы, но, скорее всего, и другие банки начнут проводить секьюритизацию внутри страны. Поскольку рубль официально стал твердой валютой, это становится возможным.

**Дмитрий Глазунов, управляющий партнер
юридическая фирма «Линия права»**

Сделка по секьюритизации ипотечных кредитов Газпромбанка значима именно потому, что она первая. В условиях отсутствия опыта внутренней секьюритизации у банков для участников рынка крайне важно, как будут восприняты инвесторами облигации с ипотечным покрытием «Совфинтрейда» («дочка» Газпромбанка). Такой же знаковой будет и сделка АИЖК по секьюритизации внутри страны. Абсолютных препятствий для проведения таких сделок другими банками после последних поправок к Закону «Об ипотечных ценных бумагах» нет, и дебютная сделка как раз это продемонстрировала. Конечно, остаются некоторые недочеты, устранение которых положительно скажется на совершенствовании нормативной базы и структуры будущих возможных сделок.

Остается проблемой отсутствие в России законодательства по использованию escrow-счетов, позволяющих отделить секьюритизируемые потоки платежей по ипотечным кредитам от всех прочих денежных потоков эмитента и тем самым защитить инвестора. Такие счета защищены от притязаний любых лиц, не связанных со сделкой - например, налоговые органы не имеют права накладывать на них арест. Более того, до полного удовлетворения требований облигационеров даже сам эмитент (владелец счета) не вправе дать поручение банку на списание средств со счета по иному назначению, не связанному с исполнением обязательств по облигациям. В России же, даже если владелец счета

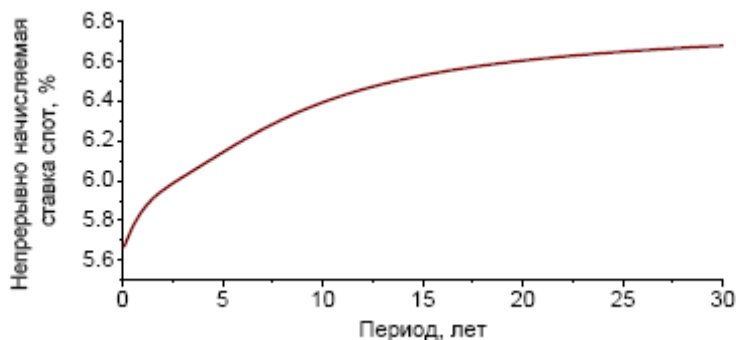
письменно откажется от своего права востребовать средства в любое время, такая сделка будет признана ничтожной. Необходимая законодательная база, которая обеспечивала бы работу подобного механизма для всего рынка в целом, только разрабатывается.

Анализ торгов облигаций ОАО «ИСО ГПБ-Ипотека»

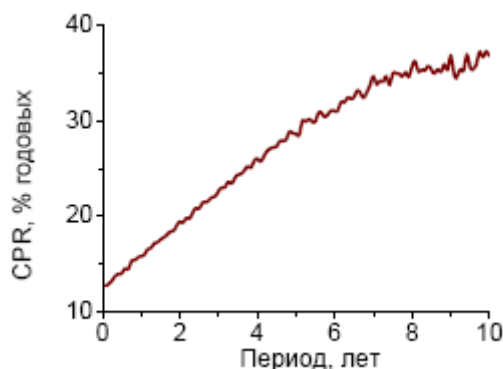
Итоги торгов по ИЦБ

Цена последней заявки на покупку: 102,20
Цена последней заявки на продажу: 102,85
Максимальная цена покупки за день: 102,20
Минимальная цена покупки за день: 102,18
Цена открытия (первая): 102,18
Максимальная цена дня: 102,18
Минимальная цена дня: 102,18
Цена последней сделки: 102,18
Средневзвешенная цена дня: 102,18

Итоги торгов по ОФЗ (суверенная кривая доходности)



Ипотечное покрытие Модель досрочного погашения



WAL ипотечного покрытия 3.47 года

Аналитика ИЦБ

Спрэд к суверенной кривой 0.98%
Доходность к погашению
с ежегодным начислением 7.28%
с непрерывным начислением 7.02%
WAL облигации 2.7 года
Дюрация облигации 2.04 года
(инвесторы дополнительно получают 0.4% в связи с разницей в налогообложении суверенных облигаций и ИЦБ, эмитированных до 01.01.2007)

Прогнозный график купонного дохода по облигации

Дата	Сумма на 1 облигацию, рублей
29.12.2006	10,74
29.03.2007	19,40
29.06.2007	18,45
29.09.2007	17,48
29.12.2007	16,51
29.03.2008	15,55
29.06.2008	14,59
29.09.2008	13,64
29.12.2008	12,72
29.03.2009	11,81
29.06.2009	10,92
29.09.2009	10,06
29.12.2009	9,23
29.03.2010	8,43
29.06.2010	7,67
29.09.2010	6,94
29.12.2010	6,25
29.03.2011	5,60
29.06.2011	4,98
29.09.2011	4,41

Прогнозный график погашения (амортизации) облигации

Дата	Сумма на 1 облигацию, рублей
29.12.2006	30,00
29.03.2007	47,75
29.06.2007	48,14
29.09.2007	48,46
29.12.2007	48,16
29.03.2008	48,07
29.06.2008	47,26
29.09.2008	46,33
29.12.2008	45,56
29.03.2009	44,16
29.06.2009	43,17
29.09.2009	41,39
29.12.2009	39,88
29.03.2010	38,10
29.06.2010	36,44
29.09.2010	34,55
29.12.2010	32,65
29.03.2011	30,82
29.06.2011	28,85
29.09.2011	220,27

Модель досрочного погашения ипотечного покрытия облигаций ОАО «ИСО ГПБ-Ипотека»

**Геннадий Суворов, президент
ООО «АБС Финанс»**

Ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) - новый для России долговой финансовый инструмент, платежи по которому обеспечиваются лежащим в его основе портфелем ипотечных кредитов (ипотечным покрытием). Платежи по ИЦБ существенным образом зависят от состояния ипотечного покрытия: процентные платежи привязаны к остатку основного долга по ипотечному портфелю, а амортизация облигации зависит как от плановой амортизации портфеля, так и от досрочного погашения по нему. Методики оценки справедливых стоимостей ИЦБ значительно отличаются от стандартных подходов долгового рынка в первую очередь тем, что основную роль здесь играет качество обеспечения ценной бумаги.

Для того чтобы оценить справедливую стоимость ИЦБ, необходимо предсказать поток будущих платежей по ней (как купонный доход, так и амортизацию номинальной стоимости), а значит необходимо предсказать поток платежей по ипотечному покрытию. Центральную роль в прогнозировании платежей по ипотечному покрытию играет оценка характера досрочного погашения по ипотечному портфелю, которая описывается моделью досрочного погашения. Действительно, если мы знаем факторы, которые влияют на скорость досрочного погашения и умеем количественно оценить это влияние, то мы можем построить доверительные интервалы для будущих платежей по ипотечному покрытию.

В основе модели досрочного погашения ипотечного портфеля лежит анализ его поведения в прошлом. Делаются предположения о том, что в будущем портфель будет генерировать досрочные платежи в соответствии с той же моделью, что генерировал и в прошлом. Движение же рынка учитывается посредством взаимосвязи ряда принципиальных факторов и досрочного погашения по кредитам. Такие взаимосвязи улавливаются на основе исторических данных.

Для того чтобы понимать механизм досрочного погашения по всему портфелю кредитов, необходимо построить модель поведения каждого кредита в составе портфеля. При этом модель состоит из следующих трех составляющих:

- вероятность полного досрочного погашения (и ее зависимость от принципиальных факторов)
- вероятность частичного досрочного погашения (и ее зависимость от принципиальных факторов)
- размер частичного досрочного погашения, в случае, если оно происходит (и его зависимость от принципиальных факторов)

В последствии, на основе такой вероятностной модели досрочного погашения для каждого кредита строится модель для всего портфеля ипотечных кредитов.

В основе анализа модели досрочного погашения лежат данные по историческому поведению кредитов, составляющих ипотечное покрытие. В качестве исторических данных использовалась открытая информация о реестре ипотечного покрытия (за несколько месяцев). С появлением новых статистических данных модель будет уточняться. В рамках описания ипотечной программы, по которым были выданы кредиты в составе анализируемого портфеля, использовалась следующая информация по кредитам:

- валюта кредита
- правило расчета ежемесячного платежа (формула)
- правило расчета платежей в особые периоды (как правило, в первый и последний)
- правило пересчета ежемесячного платежа в случае частичного досрочного погашения
- мораторий на досрочное погашение
- правило изменение процентной ставки (если предусмотрено) и правило пересчета ежемесячного платежа в случае изменения ставки.

Статическая информация по кредитам, использованная для анализа:

- размер кредита
- процентная ставка по кредиту
- срок, на который был выдан кредит
- стоимость залога
- регион выдачи кредита
- дата выдачи кредита

Также была использована динамическая информация:

- фактический остаток основного долга на начало периода.
- плановый платеж по кредиту в периоде (проценты и погашение долга)
- фактический платеж по кредиту в периоде (проценты и погашение долга)

Мы предполагаем, что поведение ипотечного кредита в будущем будет описываться той же моделью, что и в прошлом. Будущие изменения рынка можно учесть, только заложив возможность влияния на модель рыночных факторов. К рыночным факторам можно отнести ставки суверенной кривой доходности, ставки и условия выкупа АИЖК, спреда процентных ставок, кредитные рейтинги.

Безусловно, единожды построенная модель не может использоваться на всем промежутке жизни портфеля ипотечных кредитов. Необходима постоянная переоценка степени влияния факторов на модель досрочного погашения. Особенно это актуально для молодого российского рынка, когда статистических данных очень мало. Чем больше объясняющих факторов мы найдем для описания досрочного погашения, тем более качественная (корректная) модель будет построена.

Кроме рыночных факторов, на роль объясняющих факторов мы тестировали следующие переменные:

- Размер кредита
- Процентная ставка по кредиту
- Срок, на который был выдан кредит
- Стоимость залога
- Регион выдачи кредита
- Дата выдачи кредита
- Остаток основного долга на начало периода
- Плановый платеж по кредиту в периоде
- Дата текущего периода

Не все факторы были использованы в финальном варианте модели. Мы выбрали лишь те, которые действительно оказывают значительное статистическое влияние на модель досрочного погашения. Этот выбор мы сделали на основе исторических данных поведения портфеля: выбирали только те, которые существенным образом объясняли досрочные погашения в прошлом. Остальные факторы мы не учитывали в модели, так как они будут только искажать наиболее вероятную модель.

Конечно же, если в будущем мы заметим, что на досрочные погашения стали влиять и другие факторы (которые не использовались в базовой модели), то мы модернизируем модель. Влияние новых факторов не может появиться моментально, оно будет постепенно изменять поведение кредитов. Своевременный анализ может вовремя уловить этот сдвиг и дать сигнал к принятию соответствующих инвестиционных решений. Факторы мы будем выбирать для каждой из составляющих модели досрочного погашения.

Для дальнейшего анализа ипотечных ценных бумаг и принятия соответствующих инвестиционных решений, необходима четкая математическая модель поведения лежащего в основе актива – портфеля ипотечных кредитов. Поэтому важным этапом анализа портфеля является количественная оценка модели досрочного погашения.

Модель досрочного погашения существенным образом влияет как на продолжительность жизни портфеля кредитов (WAL, дюрация), так и на справедливую стоимость портфеля. Как правило, портфель кредитов (а значит и ипотечных ценных бумаг) погашается существенно быстрее срока, прописанного в кредитных договорах. В связи с этим, корректная оценка модели является необходимой для комплексного представления об инвестиционной стоимости как портфеля кредитов, так и ипотечных ценных бумаг (ИЦБ).

В мировой практике в модели досрочного погашения присутствует важный элемент – возможность заемщика рефинансировать кредит при изменении рыночных условий кредитования. Это привносит в модель серьезную зависимость досрочного погашения от уровня процентных ставок, что существенно изменяет инвестиционные параметры ИЦБ. На сегодняшний день на российском рынке мы не находим такой зависимости. Тем не менее, с ростом популярности у населения рефинансирования кредитов, процентная ставка будет существенным фактором в модели досрочного погашения.

На основе анализа исторического поведения ипотечного покрытия облигаций ОАО «ИСО ГПБ-Ипотека» сделаны выводы о существенном влиянии на скорость досрочного погашения следующих параметров:

1. Процентная ставка кредита.

Кредиты, выданные под ставку 15% годовых, имеют меньшую вероятность частичного досрочного погашения. Статистически значимого отличия в поведении кредитов с другими процентными ставками не обнаружено.

2. Срок, на который выдан кредит

Для кредитов, выданных на срок более 15 лет, наблюдается повышенная вероятность полного досрочного погашения. Однако средний размер частичного досрочного погашения для таких кредитов немного меньше, чем для основной массы.

3. Регион выдачи кредита

В составе ипотечного покрытия облигаций ОАО «ИСО ГПБ-Ипотека» находится значительный портфель кредитов, выданных на территории республики Башкортостан. Вероятность частичного досрочного погашения кредитов в Башкортостане меньше чем в среднем по России. К сожалению, малый размер выборок по другим регионам не дает возможности статистически значимо определить отличие в досрочном погашении по кредитам выданным там.

4. Размер города, в котором был выдан кредит.

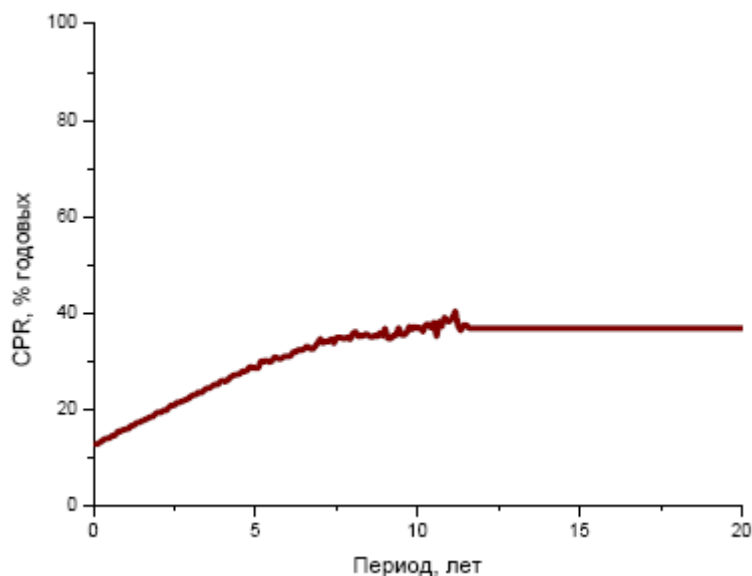
Тестировалось влияние факта выдачи кредита в областном центре на досрочное погашение по нему. По таким кредитам с большей вероятностью осуществляется частичное досрочное погашение.

Для реального портфеля ипотечного покрытия модель досрочного погашения выглядит следующим образом:

WAL 2.76

Стоимость ИЦБ (макс) 102.78

Стоимость ИЦБ (мин) 102.18



Совместный проект журнала «Рынок ценных бумаг» и компании «РУСИПОТЕКА»

«РЭНКИНГ УЧАСТНИКОВ ИПОТЕЧНОГО РЫНКА»

Журнал «Рынок ценных бумаг» и компания «РУСИПОТЕКА» начинают совместную работу по сбору и анализу данных о состоянии рынка ипотечного кредитования в России. Проект является продолжением работы по сбору информации об объемах ипотечного кредитования, которая ведется с 2003 года.

Два раза в год (по итогам полугодия и итогам года) мы будем осуществлять сбор и анализ информации, полученной как от непосредственных участников рынка, так и от официальных источников (Центральный банк, профильные министерства и органы региональной власти). На основании полученных данных будут составлены рейтинги банков, ипотечных агентств, рефинансирующих организаций, ипотечных ПИФов, других участников рынка.

Итоговые аналитические обзоры с комментариями, таблицами и графиками будут публиковаться в журнале «Рынок ценных бумаг» и в разделах «Рейтинги» и «Аналитика» портала «РУСИПОТЕКА» (www.rusipoteka.ru).

Цели проекта:

- систематизация данных об объемах и других показателях, характеризующих развитие рынка ипотечного кредитования;
- представление аудитории объективной аналитической картины о текущем состоянии рынка и его развитии;
- регулярное и своевременное обновление информации, создание таким образом единой доступной для широкого круга заинтересованных лиц базы аналитических и статистических материалов об отечественном рынке ипотечного кредитования.

Аудитория:

Для воспроизведения полной картины текущей ситуации на рынке и изменений различных показателей во времени собранная и системно обработанная информация заинтересует, прежде всего, непосредственных участников рынка с целью проведения сравнительного анализа для понимания своего позиционирования на рынке. Также, потребителями данной информации являются представители финансовых, юридических, аналитических, консалтинговых компаний, проводящих различного рода маркетинговые исследования на перспективном и быстро растущем рынке ипотечного кредитования.

Контактные лица:

Василенко Павел, тел. +7 (495) 785-81-00, e-mail: vasilenko@rcb.ru
Ипполитов Альберт, тел. +7 (916) 113-80-01, e-mail: project@rusipoteka.ru

Настоящий аналитический обзор предназначен исключительно для информационных целей и не может рассматриваться как предложение или побуждение осуществлять какие-либо операции с ценными бумагами и любыми другими финансовыми инструментами. Авторы данного продукта использовали источники информации, которые следует отнести к надежным, но точность и полнота предоставленной информации не гарантируется. Любые оценки и суждения в данном материале отражают точку зрения авторов на момент выпуска обзора и могут изменяться. Все права на аналитический обзор принадлежат ООО «РУСИПОТЕКА». Копирование, воспроизводство и распространение информации без письменного разрешения ООО «РУСИПОТЕКА» запрещено.