



Наталья Шатова

Начальник Управления депозитарных операций ОАО «БАЛТИНВЕСТБАНК»

АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ СОЗДАНИЯ ИПОТЕЧНЫХ ПАЕВЫХ ФОНДОВ

В ЭТОЙ СТАТЬЕ НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ ДЕПОЗИТАРНЫХ ОПЕРАЦИЙ БАЛТИНВЕСТБАНКА Наталья Шатова делится первым опытом формирования (совместно с управляющей компанией) закрытого ипотечного паевого фонда. В статье Н.Шатовой и комментариях к ней дается обзор вызванных юридическими коллизиями проблем, с которыми сталкиваются те, кто работает с ипотечными фондами.

Полтора года назад в рамках ОАО «БАЛТИНВЕСТБАНК» был создан специализированный депозитарий. Принять решение о его создании нам было тем легче, что на тот момент к банку уже обратилась с предложением о сотрудничестве молодая управляющая компания, у которой имелся не слишком радостный опыт общения с спецдепозитарием по поводу обслуживания своего первого фонда. Но я хочу поделиться с Вами не воспоминаниями о получении лицензии специализированного депозитария, а рассказать о первом опыте формирования совместно с управляющей компанией закрытого ипотечного паевого фонда. При этом банк выступал как специализированный депозитарий, ипотечный агент, первый приобретатель паев фонда — все в одном лице.

Не смею претендовать на оригинальность темы. Просматривая при подготовке этой статьи Интернет, я нашла публикацию от апреля 2005 г. о появлении в России первого ипотечного паевого фонда.

С тех пор ипотечные фонды росли как грибы. И не удивительно, ведь на текущем этапе развития ипотечного рынка паевые фонды выступают одним из наиболее удобных вариантов рефинансирования ипотечных кредитов российских банков. Остальные инструменты, такие как эмиссионные ипотечные ценные бумаги, перевод ипотечных кредитов на общие фонды банковского управления, по разным причинам не получили такого признания, а продажа пулов ипотечных кредитов АИЖК, достаточно популярная в настоящий момент, не решает всех проблем банков. Наш банк, как и многие бурно развивающиеся ипотечное кредитование банки, встал перед проблемой поиска новых путей рефинансирования, и ответ оказался под рукой.

Помимо преимуществ ипотечных фондов с точки зрения банков, этот инструмент привлекателен и для инвесторов, приобретающих паи фонда. Зная текущие ставки ипотечных кредитов, можно с уве-

ренностью говорить о стабильной доходности паев ипотечных фондов при малой доле риска. И действительно, на доходности паев этих фондов может отразиться только общая ситуация на рынке жилищного кредитования в стране, а в настоящий момент, несмотря на предпринимаемые правительством усилия, вернее, разговоры о снижении ставок кредитования, резких изменений не предвидится. С другой стороны, все ипотечные кредиты гарантированы недвижимостью, цены на которую падать не собираются, застрахованы, и в большинстве случаев ипотечный агент (а у нас — мой банк) берет на себя обязательства по замене просроченных кредитов. Таким образом, при стабильной доходности (против, возможно, большей, но не гарантированной по фондам акций и облигаций), держатель паев ипотечного фонда имеет гарантированную надежность своих вложений.

Интерес к созданию ипотечных паевых фондов, в состав активов которых



Интерес к созданию ипотечных паевых фондов, в состав активов которых включаются не только деньги и ценные бумаги, но и денежные требования по ипотечным кредитам, появился после вступления в силу Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов

включаются не только деньги и ценные бумаги, но и денежные требования по ипотечным кредитам, появился после того, как вступило в силу Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов, утвержденное Приказом ФСФР от марта 2005 г. Средства ипотечных фондов, в том числе фонда, созданного при участии моего банка, инвестируются большей частью:

- в залладные;
- в денежные требования по обеспеченным ипотекой обязательствам из кредитных договоров или договоров займа и права залогодержателя по договорам об ипотеке;
- в ипотечные кредиты под объекты долевого строительства, договора по которым заключены в соответствии с Федеральным законом «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и

иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации». Большинство строительных компаний, заключающих договоры долевого участия в строительстве их объектов, не спешат выполнять предписания вышеуказанного закона, поэтому доля ипотечных договоров, обеспеченных «первичным» жильем, которые можно включить в состав имущества фонда, ничтожно мала, и только за счет «первички» сформировать фонд мы не могли.

На этапе принятия решения о формировании ипотечного фонда мы столкнулись и со следующим ограничением. Поскольку банк, помимо решения вопросов рефинансирования, приобретал доходный инструмент, который собирался котировать на вторичном рынке, то вопрос поддержания доходности являлся одним из первых, которые мы должны были решить. Приходилось отбирать еще на начальном этапе, до регистрации правил фонда, ипотечные кредиты с достаточно большой доходностью, длинные, отвечающие требованиям, предъявляемым ФСФР, к тому же, учитывая ограничения по составу имущества фонда, вся недвижи-



КОММЕНТАРИЙ СПЕЦИАЛИСТА

Алексей Мишин

Генеральный директор ООО «СЗФК», канд. экон. наук.

Начну с констатации того, что в Российской Федерации на настоящий момент существует крайне мало действительно работающих закрытых ипотечных фондов. Так, например, в базе ПИФ на сайте РБК приведено всего 10 ипотечных фондов. В то же время закрытых фондов недвижимости более 150, а только открытых фондов акций — более 100.

Поэтому функционирование и обслуживание ипотечных фондов, в связи с их редкостью, таит в себе ряд специфических проблем, часть из которых недостаточно освещена в данной статье.

Хотелось бы начать с очень важной, можно сказать, базисной проблемы.

Стоимость чистых активов для закрытого ипотечного фонда рассчитывается на основании формулы, приведенной в п. 17 Приказа ФСФР №05-21/пз-н.

Здесь в виде замечания, отмечу, что во многих источниках (в том числе и в базе данных Консультант-Плюс) данная формула приведена с ошибкой.

Однако самое интересное заключается в другом.

Данная формула расчета чистых активов является классической формулой дисконтирования будущих платежей и определения их настоящей стоимости, если используется эффективная ставка дисконтирования.

Сами же ипотечные кредиты в подавляющем большинстве случаев, выдаются банками в соответствии со стандартами процедуры выдачи, рефинансирования и сопровождения ипотечных кредитов АИЖК, где при расчетах ежемесячных платежей по кредиту используется номинальная процентная (учетная) ставка.

Такое несоответствие приводит к классической ситуации, описанной в любой книге по финансовой математике.

При проведении вычислений в соответствии с формулой, описанной в постановлении ФСФР № 05-21/пз-н (рассматриваем случай, когда ставка по кредиту и ставка дисконтирования равны), получаемая с ее помощью оценочная стоимость равна сумме остатка основного долга на момент вычисления только в ситуации, когда выплаты по обязательству происходят 1 раз в год. В наиболее часто встречающемся случае, когда погашение кредитного обязательства происходит 1 раз в месяц, ошибка в оценке остатка основного долга может достигать для долгосрочных кредитов 5–7%.

Такое несоответствие в методологии расчетов неизбежно приводит к существенному превышению стоимости пая над его реальным наполнением.

Поскольку данные вычисления используются для расчета стоимости пая, то вычисленная таким образом стоимость не позволяет адекватно оценить инвестиционные вложения пайщиков, сделать стоимость пая ориентиром для проведения сделок на вторичном рынке, размещать дополнительные выпуски паев, а также решить другие аналогичные проблемы.

Поскольку стандартом при кредитных расчетах в банках является использование именно номинальной кредитной (учетной) ставки, то и выход из данной ситуации возможен только путем изменения методологии расчета чистых активов для ипотечных фондов, что, по некоторым сведениям, и будет сделано Федеральной службой по финансовым рынкам в ближайшее время.



мость, под которую выдаются кредиты, может быть либо жилой, либо коммерческой, смешение их в одном фонде по непонятным для меня причинам ФСФР не допускает. Подбирая кредиты, мы должны были также учитывать, что сумма требований по одному кредитному договору не должна превышать 10% от общего размера фонда. В результате было принято решение, традиционное для большинства ипотечных фондов — формировать фонд в основном за счет закладных.

Теперь немного истории. Понятие «закладная» впервые появилось в российском законодательстве в 1998 г. С того момента прошло немало времени, объем закладных, находящихся только в портфеле АИЖК, приближается к 1 млрд долл., и, конечно же, давалось немало законодательных уточнений и разъяснений о природе закладных и возможностях работы с ними. Однако все они касались вторичного рынка обращения закладных. Позвольте остановиться на этом вопросе подробнее.

В соответствии с Законом «Об ипотеке», закладная является именной ценной бумагой. Однако передача прав по за-

кладной влечет последствия уступки прав требования. В связи с этим при реализации закладных возникают следующие проблемы.

Во-первых, реализация ценных бумаг не подлежит обложению НДС, а при реализации прав требования налоговая база по НДС определяется как «разница между доходами, поступающими от должника и (или) при последующей переуступке расходами на приобретение указанного права требования» (ст. 155 Федерального закона № 119-ФЗ). Сложившаяся практика, основанная на разъяснениях Минфина о том, что «операции по передаче закладной можно рассматривать как операции по реализации ценных бумаг», вступает в противоречие с положениями Центрального банка, согласно которым приобретенные закладные учитываются как приобретенные права требования. Таким образом, появляются дополнительные риски того, что при изменении позиции Минфина придется доначислять НДС по операциям реализации закладных.

Это одна из проблем, с которой сталкиваются все организации, работающие с закладными. Другая, с моей точки зре-

ния, более существенна и никак не отражена в законодательстве. Проблема заключается в следующем.

Все разъяснения, которые дает Минфин, касаются вторичного рынка обращения закладных. Но существует и первичный рынок, момент, когда банк, получивший закладную при оформлении ипотечного кредита, впервые выставляет ее на продажу. При этом, если рассматривать закладную как ценную бумагу, вся сумма, полученная от ее продажи, должна облагаться налогом в размере 24%, поскольку выданный банком кредит в нашем законодательстве не рассматривается как понесенный расход и, таким образом, налогооблагаемая база не уменьшается на сумму выданного кредита. Учитывая, что в основе договора ипотеки и закладной лежат одни и те же отношения — отношения займа, применять разные правила налогообложения, руководствуясь исключительно формальными основаниями (в рамках закладной договор займа приобретает статус ценной бумаги), представляется нецелесообразным. Проблема эта встает не только при формировании ипотечных фондов, но и при продажах пу-

Вторая не менее важная проблема связана уже непосредственно с работой специализированного депозитария. В соответствии со стандартами деятельности АИЖК (на которые в основном и опираются все участники рынка в своей деятельности) комплекты документов, которые передаются покупателю ипотеки, состоят из закладной, кредитного договора (договор займа), договора купли-продажи жилого помещения, договора об ипотеке жилого помещения (возможен смешанный договор купли-продажи и ипотеки), договора страхования имущества, жизни и трудоспособности заемщика, ну и других, по желанию банка.

Однако в соответствии с Законом «Об ипотеке (залоге недвижимости)» № 102-ФЗ именной ценной бумагой, подлежащей депозитарному хранению, является только закладная. При этом необходимо отметить, что для заемщика основанием для перечислений средств является именно кредитный договор с графиком платежей. Поэтому в классической схеме, описанной в стандартах деятельности АИЖК, имеются банки-агенты, которые и осуществляют сбор платежей с последующим перечислением собранного дохода владельцу закладных. На банки-агенты возлагается еще ряд специфических функций, правда, подробное обсуждение их деятельности явно выходит за рамки темы данной статьи.

К сожалению, на настоящий момент, нет никаких рекомендаций Федеральной службы по финансовым рынкам по методологии учета и перечня документов, которые должны храниться в специализированном депозитарии в случае обслуживания ипотечного фонда. Понятно, что закладная, как ценная бумага, должна находиться на хранении. А что делать с остальными документами (кредитный договор, страховые полисы (договоры) по страхованию объекта ипотеки, страхованию жизни и трудоспособности заемщика и т. д.), неясно.

Кроме того, не совсем понятно, как организовывать взаимодействие агентов по сбору дохода, специализированного депозитария и управляющей компании.

В случае если все ипотечные кредиты выдаются в одном банке, он же является банком-агентом по сбору платежей и он же осуществляет хранение всех документов — здесь все так или иначе утрясается. Но ес-

ли управляющая компания начинает покупку закладных на территории всей страны, у разных банков, проблема хранения документов и перечисления дохода становится очень важной.

И последнее замечание, касающееся экономики ипотечного фонда. На настоящий момент большинство экспертов считают, что в Российской Федерации в долгосрочной перспективе ставка ипотечного кредитования будет стабильно падать. Поэтому любая продажа ипотечного кредита для банка — это ухудшение ситуации, поскольку новый кредит, выданный взамен проданного, будет иметь меньшую процентную ставку. Это, соответственно, приводит к тому, что банки стараются продавать ипотечные кредиты со значительной премией.

Кроме того, как было уже отмечено ранее, если ипотечные кредиты будут покупаться в нескольких банках (особенно региональных), резко возрастают расходы на агентов по сбору дохода, а соответственно, еще сильнее падает доходность.

Таким образом, покупка паев ипотечного фонда может быть интересна крайне ограниченному числу инвесторов, которые, во-первых, имеют очень долгосрочные ресурсы и, во-вторых, не сильно интересуются доходностью, поскольку реальные доходы, которыми могут похвастаться ипотечные фонды, по нынешним меркам не велики. К таким инвесторам во всем мире относятся пенсионные фонды и страховые компании, занимающиеся страхованием жизни, поскольку для них главное — это надежность. К сожалению, на настоящий момент, в Российской Федерации средние ставки доходности находятся на слишком низком уровне, чтобы ипотечные фонды были активно востребованы даже этой категорией инвесторов.

В заключение хотелось бы отметить, что описанные проблемы, а также многие другие, с которыми сталкиваются управляющие компании и специализированные депозитарии при работе с паевыми ипотечными фондами — это классические проблемы роста, и по мере распространения ипотеки эти проблемы будут решаться. Однако, учитывая важность и перспективность данной деятельности, хотелось бы ожидать более оперативного реагирования со стороны Федеральной службы по финансовым рынкам и наших законодателей.



лов ипотечных кредитов АИЖК. К сожалению, с 1998 г. в законодательстве никаких разъяснений о том, каким же образом при первичной продаже закладных учитывать размер выданного кредита, не появилось. Вопрос этот заинтересованными лицами-банками поднимался неоднократно, он существенен и актуален, но, к сожалению, воз и ныне там. Было бы интересно узнать мнение остальных участников рынка закладных, каким образом они решают эту проблему.

Вот с какими вопросами пришлось нам столкнуться при формировании ипотечного фонда. В результате, вместо того, чтобы проводить первичное формирование фонда закладными и денежными средствами, нам пришлось формировать его целиком за счет денежных средств,

а затем по окончании формирования управляющая компания выкупила закладные у банка. Кстати, при проведении предварительных консультаций с ФСФР выяснилось, что не существует практики формирования ипотечных фондов за счет имущества.

Немного статистики. Объем ипотечных кредитов на рынке США составляет около 7 трлн долл., или 60% ВВП. Не менее 70% этих кредитов, т. е. 4,9 трлн долл., секьюритизируются. Динамика ипотечного кредитования в России такова: по состоянию на 1 июля 2005 г. — 26 млрд руб., на 1 января 2006 г. — 52,5 млрд руб., а на конец 2006 г. суммарная величина выданных ипотечных кредитов приблизилась к 110 млрд руб. По мнению аналитиков, рынок ипотечного кредитования будет бурно развиваться в те-

чение ближайших 3—5 лет. К 2010 г. его объем достигнет 15 млрд долл. ипотечных кредитов для обеспечения россиян доступным жильем. Конечно, нам еще далеко до показателей США, однако, учитывая темпы роста выдачи ипотечных кредитов в нашей стране, все недоработки действующего законодательства могут обернуться существенными проблемами как в денежном выражении, так и при расчете рисков при создании ипотечных фондов и других видов ипотечных ценных бумаг. Ждать еще 9 лет, пока наконец наше законодательство догонит практику развивающегося рынка, невозможно. Спасение утопающих — дело рук самих утопающих. Призываю всех, кто уже столкнулся с перечисленными мной проблемами, обменяться мнениями и помощью. ■

КОММЕНТАРИЙ СПЕЦИАЛИСТА

Дмитрий Зайцев

Советник Центра развития Фондового рынка, канд. экон. наук

Для начала немного статистических данных, рассчитанных по материалам портала *Investfunds.ru*. На текущий момент на российском фондовом рынке сформировано и действует 10 паевых ипотечных фондов. Это составляет менее 1,5% от общего количества российских ПИФов. В рейтинге ПИФов по совокупной стоимости чистых активов в первой сотне присутствует всего 4 ипотечных фонда, причем лучший из них занимает 30 место. В рейтинге доходности (при расчете которого учитывались показатели почти 300 паевых фондов) нет ни одного ипотечного фонда.

Даже этот незамысловатый анализ позволяет утверждать, что ипотечные фонды сегодня явно не относятся к числу популярных финансовых инструментов и пока вынуждены занимать более чем скромное место среди своих более успешных «собратьев» из большого семейства паевых фондов. И поэтому вряд ли можно согласиться с утверждением автора о том, что в последние 2 года «...ипотечные фонды росли, как грибы».

Автор справедливо подчеркивает, что ипотечные фонды являются для создающих их банков удобным и эффективным инструментом рефинансирования ипотечных кредитов и фактически могут рассматриваться как полноценный инструмент секьюритизации. Однако, с точки зрения потенциальных инвесторов, которые рассматривают вложения в ипотечные фонды «со своей колокольни», все не так просто и очевидно.

В чем же причина подобного положения дел? На мой взгляд, она заключается в том, что ипотечные фонды пока так и не смогли стать привлекательными для массового инвестора. Здесь стоит выделить два главных фактора: долгосрочный характер инвестиций в ипотечные фонды и относительно низкую доходность этих вложений.

В связи с тем, что паевые ипотечные фонды (наряду с такими категориями, как фонды недвижимости или фонды венчурных инвестиций) имеют относительно низкую ликвидность, было введено нормативное ограничение, что они могут быть только фондами закрытого типа. Это означает, что пайщик такого фонда не имеет возможности изъять свои деньги из фонда в любой момент времени и вынужден ждать момента прекращения деятельности фонда. Такое ожидание может занять не-

сколько месяцев, а то и лет. Далеко не каждый пайщик согласится столько ждать (причем, не вполне понятно, ради чего). Что же касается доходности, то и здесь ипотечные фонды проигрывают большинству своих конкурентов. И это касается не только фондов акций, многие из которых в 2005–2006 гг. обеспечили своим инвесторам доходность в 70–100% годовых, но и более консервативных категорий фондов, которые по уровню надежности вполне сопоставимы с ипотечными фондами. В качестве примера здесь можно привести фонды облигаций или смешанных инвестиций.

Кроме того, на мой взгляд, существенно тормозит развитие ипотечных фондов наличие довольно жестких нормативных ограничений по формированию инвестиционного портфеля. На сегодняшний день управляющие компании ипотечных фондов имеют право включать в состав активов государственные ценные бумаги РФ и ее субъектов, ипотечные бумаги и закладные, а также денежные требования по обеспеченным ипотекой обязательствам из кредитных договоров. Вполне возможно, что для повышения потенциальной доходности инвестирования в ипотечные фонды стоило бы разрешить управляющим включать в портфели фондов некоторое (пусть небольшое) количество более доходных инструментов, скажем, корпоративных акций.

Также скорейшего разрешения требует проблема разработки полноценной нормативной базы, регулирующей отношения, возникающие в процессе секьюритизации активов. Прежде всего, здесь стоит упомянуть режим налогообложения сделок секьюритизации. Сейчас этот острый вопрос практически никак не регулируется, что создает массу проблем, в том числе и в деятельности ипотечных фондов.

В начале 2007 г. экспертами ФСФР России были подготовлены предложения по развитию нормативно-правовой базы сделок секьюритизации, в том числе и в части налогообложения. Сейчас они находятся на рассмотрении в заинтересованных ведомствах и профильных комитетах органов Федерального собрания. Наверняка, если они будут приняты, это серьезно стимулирует развитие ипотечных фондов, которые наконец-то «выйдут из загона» и смогут составить реальную конкуренцию другим финансовым инструментам.