



Наум Либкинд

андеррайтер «Национальной ипотечной компании»

ОПТИМАЛЬНОЕ СООТНОШЕНИЕ «РИСК—ДОХОД» ПРИ ИНВЕСТИРОВАНИИ В ОБЛИГАЦИИ С ИПОТЕЧНЫМ ПОКРЫТИЕМ

Ход рыночных преобразований в России приводит к появлению на финансовых рынках новых инструментов. Одним из них в обозримой перспективе станут ценные бумаги, обеспеченные залогом прав на недвижимое имущество, разновидностью которых являются облигации с ипотечным покрытием. В настоящей статье речь пойдет об особенностях, которые будут иметь место при определении потенциальным инвестором оптимального соотношения «риск—доход» для данного финансового актива.

В соответствии с федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах» от 11 ноября 2003 г. ипотечная ценная бумага — облигация с ипотечным покрытием и ипотечный сертификат участия. Рассмотрим особенности определения оптимального соотношения «риск—доход» облигаций с ипотечным покрытием (облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается залогом ипотечного покрытия). До настоящего времени в России не зарегистрировано ни одного выпуска облигаций с ипотечным покрытием. Исключением не стали и облигации, выпущенные Федеральным агентством по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК), которые, по сути, являются обычными облигациями, так как с формальной точки зрения не обеспечены ипотечным покрытием.

Облигация с ипотечным покрытием — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента номинальной стоимости облигации в предусмотренный срок; она обеспечивается ипотечным покрытием, а доходом являются процент и/или дисконт. Ипотечное покрытие могут составлять только обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными, и/или ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю их владельцев в праве общей собственности на другое ипотечное покрытие, денежные средства в валюте Российской Федерации или иностранной валюты, а также государственные ценные бумаги и недвижимое имущество

в случаях, предусмотренных федеральным законом.

Более низкий риск вложений в облигации с ипотечным покрытием перед «обычными» облигациями обусловлен следующими факторами:

- наличием обеспечения (в конкретной форме, в первую очередь в виде недвижимости, имеющей низкую степень амортизации);

- эмиссией облигаций с ипотечным покрытием, осуществляющейся только ипотечными агентами (предмет деятельности ипотечного агента — приобретение требований по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и/или закладных) и кредитными организациями;

- введением более жестких требований по соблюдению нормативов Центрального банка России к кредитным ор-

ганизациям, осуществляющим эмиссию облигаций с ипотечным покрытием;

- предполагаемой низкой корреляцией между динамикой обычных облигаций и облигаций с ипотечным покрытием;

- предполагаемой низкой волатильностью рынка облигаций с ипотечным покрытием.

Как известно, инвестиционный процесс, связанный с формированием портфеля ценных бумаг, состоит из нескольких этапов:

1. Выбор инвестиционной политики.

На этом этапе инвестор определяется с целями инвестирования, потенциальными объектами инвестирования (видами активов), объемом инвестируемого капитала и сроками инвестирования. Вероятно, инвесторами ипотечных ценных бумаг станут инвесторы корпоративных ценных бумаг, которые с целью диверсификации активов будут формировать долю низкорискованных вложений именно из облигаций с ипотечным покрытием.

2. Анализ рынка ценных бумаг. Цель анализа — оценка «истинной» стоимости и тенденций изменения курсов активов, относящихся к тем видам активов, которые были выделены на предыдущем этапе.

3. Описание или моделирование и предсказание изменений курсов активов.

4. Определение структуры портфеля.

5. Оценка эффективности и корректировка портфеля.

Проблема выбора оптимального соотношения «риск—доход» возникает на 4-м этапе инвестиционного процесса в рамках формирования портфеля активов на один период владения. Часто решение задачи установления оптимального соотношения «риск—доход» основано на вероятностной модели доходностей (курсов) активов и поведении рынка и его участников.

Традиционные построения вероятностной модели доходностей (определения желаемой степени риска) основаны на статистическом анализе за определенный период времени, причем чем больше рассматриваемый интервал, тем точнее расчеты. В отсутствие статистических данных при формировании портфелей облигаций с ипотечным покрытием на начальном этапе (в течение 10–15 лет) целесообразно использовать факторные модели. В подобных моделях используются, как правило, макроэкономические показатели и финансовые индексы, а отправной точкой в построении математических моделей следует считать определение конкретных показателей (динамика доходов населения, динамика цен на рынке недвижимости и др.). Базовая величина

риска облигаций с ипотечным покрытием представлена на рисунке.

Принято считать, что государственные ценные бумаги имеют минимальный уровень риска. Как видно на графике, ипотечные ценные бумаги располагаются на втором месте, после государственных ценных бумаг. Однако мировая практика показывает, что при осуществлении некоторых специальных мероприятий по улучшению инвестиционных свойств ипотечной облигации (кредитная поддержка, юридическая защита и др.) кредитный рейтинг облигации с ипотечным покрытием близок к рейтингу суверенного долга. Как правило, большая часть облигаций с ипотечным покрытием получает самый высокий кредитный рейтинг — AAA по версии кредитного агентства *Standard & Poor's*. При этом доходность по облигациям с ипотечным покрытием выше доходности по суверенным долговым бумагам примерно на 100 б. п. (1%). Однако такие рейтинги облигаций с ипотечным покрытием возможны только при соответствующем суверенном рейтинге России.

Таким образом, определить целевые соотношения «риск—доход» по облигациям с ипотечным покрытием можно двумя способами:

- сравнить основные качества и свойства ипотечной облигации с эталоном (го-

The image shows a screenshot of the Relline website. The header features the Relline logo and contact information for ЗАО "РЕЛЛАЙН" in Moscow. A navigation menu includes links for Home, Services, Subscribers, Request, External Channels, Partner Projects, and Contacts. The main content area is divided into two columns. The left column lists services: Access to stock exchanges (MMBB, SPFB), Internet access (fixed, ADSL, dial-up), Information resource placement (colocation, hosting), and Packet telephony. The right column contains a form titled "Для получения коммерческого предложения заполните форму" (Fill out the form to receive a commercial offer). The form fields are filled with the following information: Company name: ЗАО "Трейд"; Address: Новолесная улица, д. 1, корп. 4; Phone: 916-5191; Representative: Петров Игорь Николаевич; Contact phone/fax: 916-5143; Email: adm@trade.ru; Internet speed: 512k; Other services: checked for MMBB, unchecked for SPFB; Message: Нужны дополнительно 2 - 4 телефона. A "Отослать" (Send) button is at the bottom of the form. A footer navigation bar includes links for Home, Services, Subscribers, Request, Internet cards, Partner Projects, Archive, Contacts, and About the site.

сударственной ценной бумагой) либо сопоставить рейтинг ипотечной облигации с рейтингом другой ценной бумаги;

- построить специальные экономико-математические модели.

В условиях, когда участники рынка не заинтересованы в инвестировании в государственные ценные бумаги при текущих уровнях доходности, сегодняшнем состоянии государственных финансов и др., вряд ли сравнение с таким эталоном будет способствовать адекватной оценке рисков и доходов инвесторов ипотечных

1) отсутствие общенациональных стандартов оценки рисков, связанных с определением кредитоспособности заемщиков, обеспечением по кредитам, страховым покрытием;

2) проблема определения кредитного риска эмитента обусловлена прежде всего качеством сформированного эмитентом ипотечного покрытия. Необходимо проведение дополнительных исследований ипотечного покрытия, предоставленного эмитентом. Сегодня некоторые кредитные организации предоставляют кредиты на при-

6) отсутствие у большинства участников рынка ипотечного покрытия, соответствующего требованиям федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах»;

7) несоответствие большинства участников рынка требованиям, предъявляемым к эмитентам облигаций с ипотечным покрытием;

8) особенности регионального развития России, ставящие в неравное положение эмитента из бурно развивающегося региона и эмитента из региона, стагнирующего.

Количественные показатели компенсации данных факторов еще только предстоит разработать. И, несмотря на обилие нерешенных вопросов, достаточно скоро на рынке появятся эмитенты облигаций с ипотечным покрытием и инвесторы, принимающие решение об инвестировании средств с использованием обоснованных, взвешенных методик определения наилучшего соотношения «риск—доход».

Хочется надеяться, что и в дальнейшем на страницах журнала обсуждение затронутой темы продолжится, в результате чего будут разработаны математические модели, методики, позволяющие потенциальному инвестору принять обоснованное решение при инвестировании средств в облигации с ипотечным покрытием. ■

СООТНОШЕНИЕ «РИСК—ДОХОД» ДЛЯ РАЗЛИЧНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ



облигаций. В настоящее время из-за отсутствия в России действующего института ипотечного агента следует ожидать появления на рынке облигаций с ипотечным покрытием, эмитируемых кредитными организациями. В этом случае кредитный рейтинг облигаций с ипотечным покрытием не будет превышать кредитного рейтинга банка-эмитента. Как известно, подавляющее большинство российских коммерческих банков имеют рейтинг *CCC – BB* по шкале *S&P* (включая лидера по ипотечным кредитам «ДельтаКредит»). Большинство западных институциональных инвесторов такие облигации с ипотечным покрытием никогда не купят, потому что по уставу им запрещено инвестировать в бумаги ниже инвестиционного уровня (*BBB* по шкале *S&P*).

Таким образом, можно сделать следующий вывод: первые попытки оценить риски и доходности ипотечных облигаций осуществляются путем построения специальных экономико-математических моделей, которые будут учитывать факторы, влияющие на уровень риска по облигации с ипотечным покрытием и отражать адекватную компенсацию рисков инвестора премией за риск.

В заключение приведем факторы, влияющие на увеличение риска инвестора облигаций с ипотечным покрытием, требующие дополнительной компенсации в качестве повышенного дохода:

обретение жилья в соответствии с собственными программами, без целей дальнейшего рефинансирования, что, безусловно, сказывается на качестве формируемого ими кредитного портфеля. В отличие от них, например, Национальная ипотечная компания и Национальный Резервный Банк предъявляют жесткие требования к заемщикам и их платежной дисциплине, формируют прозрачный и понятный бизнес для будущих инвесторов;

3) в случае банкротства эмитента облигаций с ипотечным покрытием ипотечные активы обеспечения попадают в «третью очередь» конкурсной массы, вследствие чего по ним могут произойти потери. Это негативно скажется на рейтинге таких ипотечных облигаций;

4) вопросы регистрации прав залогодержателя: до сих пор (в течение уже 6 лет с момента принятия закона об ипотеке) государственный регистрирующий орган представляет собой местами удельные княжества отдельных самостоятельных регистрирующих органов, характеризующихся отсутствием стандартизации, унификации, противоречивыми требованиями, нередко выходящими за пределы действующего законодательства;

5) наличие многоуровневой линейной структуры обеспечения прав инвесторов облигаций с ипотечным покрытием, ведущая к значительным временным и финансовым затратам;