
О ПРАВОВОЙ ПРИРОДЕ ИПОТЕЧНОГО КРИЗИСА В США

В.Ф. Понька

Кафедра земельного и экологического права
Российский университет дружбы народов
ул. Миклухо-Махляя, 6, Москва, Россия, 117198

В статье рассматриваются вопросы, связанные с исследованием сущности и причин возникновения ипотечного кризиса, а также правового положения ипотечных кредитных организаций в США: Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac. Помимо этого, рассматриваются вопросы, связанные с рассмотрением механизмов правового обеспечения ипотечных займов.

Ключевые слова: ипотечный кризис, ипотека, залог недвижимости, ипотечная кредитная организация, Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac.

Система ипотечного кредитования в США с момента своего создания прошла длительный путь, приведший к построению многоуровневой системы, основывающейся не на взаимоотношениях непосредственно между залогодателями, то есть приобретателями жилья, и кредитными организациями, выступающими в роли залогодержателей, но на сложных кредитных механизмах и различных финансово-кредитных инструментах. Для многих специалистов стал совершенно неожиданным тот эффект, который оказало нарушение системы ипотечного жилищного кредитования в США не только на экономику данной страны, но и на мировой финансовый рынок и мировую экономику в целом.

Сейчас необходимо комплексное рассмотрение становления и развития американской модели жилищной ипотеки, что позволит определить, какие же именно процессы и действия ее участников привели к тем неблагоприятным последствиям, которые мы наблюдаем во всем мире последние несколько лет.

На первоначальном этапе жилищное ипотечное кредитование в США основывалось на деятельности ссудо-сберегательных ассоциаций и кредитных организаций, которые предоставляли населению целевые займы для строительства или приобретения жилья за счет средств, находящихся на их депозитных счетах. Указанные организации были обязаны предоставлять регулирующим органам отчетность об осуществляемых ими операциях. Как кредиторы, именно они «порождали» соответствующие займы, входившие в их портфели, и они же несли весь комплекс сопряженных рисков, то есть риск невозврата кредита, колебаний процентной ставки и ликвидности. Последний возникал в связи с длительными сроками ипотечного субсидирования за счет относительно краткосрочных активов.

В целях привлечения дополнительного финансирования в формирующийся ипотечный сектор, а также для повышения уровня его ликвидности админист-

рацией Президента Ф. Рузвельта в рамках проводимой политики «Нового курса» в 1938 г. была учреждена Федеральная национальная ипотечная организация, известная как Fannie Mae. Организация была образована в форме государственной корпорации, и основной из декларированных целей было создание вторичного рынка ипотечного жилищного кредитования. Таким образом, производился выкуп ипотечных закладных у кредиторов, что позволяло последним «вернуть» наличные денежные средства. Более того, выкупленные обязательства попадали в инвесторский портфель Fannie Mae вместе с уже упоминавшимися рисками неплатежа по ссуде, колебания процентной ставки и ликвидности.

В то же время нельзя не отметить, что Fannie Mae не имела ограничений своей деятельности, в частности по территориальному признаку, и не подпадала под действие ряда правовых норм, обязательных для других кредитных институтов.

За счет значительной степени диверсификации инвестиционного портфеля, а также покупки исключительно кредитов, предоставленных благонадежным заемщикам, Fannie Mae получала возможность более эффективного управления рисками. Те критерии, в соответствии с которыми определялась благонадежность потенциального заемщика, в настоящее время положены в основу определения так называемых «первоклассных» ипотечных кредитов.

Однако, несмотря на высокую эффективность сложившейся системы, демонстрируемую на протяжении трех десятилетий, возникала одна проблема. Дело в том, что Fannie Mae функционировала за счет федерального бюджета, что увеличило правительственный долг на внушительную сумму.

В 1968 г. ипотечный рынок, значительная часть которого основывалась на поддержке государства, подвергся реформированию. Результатом явилось появление нового институционального образования, а именно Государственной национальной ипотечной ассоциации, известной как Ginnie Mae. К ее ведению было отнесено регулирование гарантированных правительством ипотечных кредитов, предоставляемых определенным группам населения, в том числе ветеранам и малообеспеченным семьям, в рамках целевых федеральных программ. Оставшиеся активы были приватизированы, и под именем Fannie Mae стала официально действовать уже частная корпорация, сохраняющая, однако, определенную долю ипотек семей с низкими доходами.

С 1970 г. Ginnie Mae начала выпуск ценных бумаг, обеспеченных закладными на приобретенное по ипотеке жилье. Путем такой секьюритизации федеральный бюджет был избавлен от значительной задолженности, возникшей в связи с выделением средств на социально ориентированные жилищные программы. В то же время риски, связанные с колебаниями процентной ставки и ситуацией на рынке, переходили к инвесторам.

Если обратиться к механизму функционирования бумаг, обеспеченных ипотекой, то он основан на объединении в общий фонд схожих между собой ипотек и продаже ценных бумаг, содержащих права требования на выплаты по ипотекам, вошедшим в фонд. Благодаря такой системе выплаты поступают непосредственно к держателям ценных бумаг.

В том же 1970 г. была учреждена Федеральная национальная корпорация жилищного ипотечного кредита (Freddie Mac). Данная организация должна была конвертировать в ценные бумаги ипотечные закладные, а также создавать конкуренцию Fannie Mae в связи с преобразованием последней в частную компанию.

Постепенно механизмы функционирования Freddie Mac и Fannie Mae стали похожи, и на их деятельность приходилась огромная часть субсидирования жилищных кредитов в США, выражавшаяся в приобретении и включении в свой портфель ипотечных обязательств, отвечающих требованиям, а также в секьюритизации сравнимого по стоимости объема жилищных кредитов.

Покупка ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, может осуществляться как институциональными инвесторами, так и физическими лицами либо самими кредитными организациями. Такая система привела к созданию для кредитных учреждений ликвидных ссудных активов, позволила разделить риски, связанные с изменением рыночной конъюнктуры, и привлечь в ипотечную систему значительное по объемам дополнительное финансирование. Более того, значительно снизились риски не только для первоначальных ссудодателей, как, например, банки, но и для самих Freddie Mac и Fannie Mae. Кредитный риск был также в значительной степени нивелирован благодаря созданию долгосрочного субсидирования для ипотечного кредитования. Freddie Mac и Fannie Mae, выступая гарантами по ипотечным ссудам, справлялись также и с рисками невозврата кредитов и неплатежей по ним благодаря уже упоминавшейся диверсификации и крупным размерам.

Благодаря секьюритизации объединенные в единый фонд ипотеки становятся частью особого механизма, состоящего, по сути, в создании корпорации на территории, предоставляющей льготы по налогообложению. Такая корпорация осуществляет выпуск акций, дающих права на требования на выплаты по закладным. Они различаются по видам, от простых, где такие выплаты производятся непосредственно держателям бумаг, до более сложных и комплексных, разделяющих входящие в них ипотечные обязательства по степени риска.

Что касается организаций, непосредственно предоставляющих населению ипотечные кредиты, то они оказываются в достаточно выгодном положении. С одной стороны, они получают комиссию за услуги по оценке кредитоспособности заемщика, с другой стороны — избегают кредитных и рыночных рисков путем продажи ипотечных обязательств. В то же время они могут сами приобрести ипотечные ценные бумаги. Инвесторы приобретают ипотечные активы, которые можно без труда реализовать на рынке, что обуславливает приток средств в рынок ипотечного кредитования как таковой. Более того, описанная система позволяет организациям, обслуживающим участников ипотечного рынка, иметь комиссионные и процентные доходы, а Fannie Mae и Freddie Mac, за счет предоставления государственной поддержки, имеют вполне гарантированный доход по выпускаемым ими ценным бумагам.

Высокая эффективность сочетания рыночных механизмов и правительственной поддержки не могла не быть замечена крупными финансовыми инсти-

тутами, занявшими выжидательную позицию. Ситуация, сложившаяся несколько лет назад в связи с неудовлетворением Fannie Mae и Freddie Mac требованиям, предъявляемым законом к предоставляемой бухгалтерской отчетности по производным ценным бумагам, послужило поводом для крупных компаний с Уолл-стрит потеснить еще недавно незыблемые позиции двух «гигантов» в сфере выпуска бумаг под закладные.

Согласно данным, приводимым аналитиками Inside Mortgage Finance, за время, прошедшее с 2003 по 2006 г., доля ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и выпускаемых организациями, имеющими государственную поддержку, сократилась с 76 до 43%. В то же время значительно усилили свои позиции частные компании, чья доля с 24% в 2003 г. поднялась до 57% в 2006 г. Среди таких компаний можно отметить как широко известные Wells Fargo, Lehman Brothers, Bear Stearns, JPMorgan, Goldman Sachs и Bank of America, так и специализирующиеся на предоставлении займов с высокими рисками не вполне благонадежным заемщикам Indymac, WAMU и Countrywide.

Наряду с отмеченными структурными изменениями стоит отметить и изменение стандартов оценки тех ипотечных кредитов, по которым проводилась секьюритизация. В то время как Fannie Mae и Freddie Mac по сложившейся традиции имели дело лишь с кредитами, выданными благонадежным заемщикам, частные фирмы имели менее строгие оценочные критерии платежеспособности и выпускали бумаги по более рисковому займам. Такая тенденция привела к появлению совершенно новой проблемы, не существовавшей ранее.

Действительно, каким образом должны были быть реализованы бумаги, выпущенные под столь рискованные обязательства, а, значит, имеющие низкий кредитный рейтинг?

Институциональные инвесторы, выступавшие основными держателями бумаг для первоклассных ипотек Fannie Mae и Freddie Mac, не могли вкладывать значительные суммы в бумаги с низким рейтингом из-за уставных ограничений по объему подобных операций. Согласно оценкам экспертов, инвесторы, готовые приобретать рискованные бумаги из-за их более высокой нормы дохода, могли выкупить, в лучшем случае, лишь половину объема бумаг, выпущенных под неблагонадежные ипотечные обязательства.

Очевидно, что возникла необходимость разделения рисков путем выделения в ипотечных пулах различных по уровню риска (и, соответственно, рейтингу бумаг) сегментов. В целях достижения данной цели финансисты с Уолл-стрит обратились к особому финансовому инструменту. Им стала облигация, обеспеченная ценными бумагами, выпущенными под закладную, впервые использованная компанией Drexel Burnham Lambert еще в 1987 г. В настоящее время данной компании уже не существует, а вот указанные бумаги использовались ею для выкупа контрольных пакетов компаний с привлечением кредитов и получили название «бросовых».

Итак, объединенные в пулы неблагонадежные ипотечные займы были обеспечены описанными выше облигациями. Благодаря этому в рамках пула

произошло разделение на несколько сегментов в зависимости от величины риска невозврата по кредиту. Фактически кредит продавался на вторичных рынках по частям. Если бы обязательства были разделены на три части, то механизм выглядел бы следующим образом.

В первую, «старшую» часть кредита, входили бы наиболее благонадежные обязательства конкретного пула. Как правило, они имели достаточно высокие кредитные рейтинги, и, соответственно, не столь высокую доходность. Требования по таким обязательствам погашались в первую очередь, что обуславливало их относительно высокую надежность.

Вторую часть, именуемую «бельэтажем» в трехуровневом пуле подобного рода, составляют обязательства с более высокими рисками неплатежа. Требования по ним выплачиваются в случае полного погашения требований по «первой» части. Как правило, такие ценные бумаги имели низкие кредитные рейтинги, но более высокую доходность.

Третья же часть, которую составляют так называемые «простые» бумаги, имеет риск столь высокий, что этим бумагам вообще не присваивается кредитный рейтинг. Разумеется, такой риск обуславливает крайне высокую норму прибыли. Требования по ипотечным кредитам, попавшим в «третью» часть пула, выплачиваются в последнюю очередь.

Если говорить о продаже на рынке подобных облигаций, то до 80% может быть реализовано, в том числе институциональным инвесторам, как «старшая» часть разделенного кредита ипотечного пула благодаря его высокому кредитному рейтингу. Что касается оставшихся бумаг, то они представляют интерес преимущественно для хеджевых фондов.

Если говорить подробнее о таких фондах, то нельзя не упомянуть, как еще в 2005 г. Fitch Ratings предостерегала, что «хеджевые фонды за короткий промежуток времени станут играть роль важного источника капитала для кредитного рынка», в то время как «вполне обоснованы опасения, что их деятельность может привести со временем к значительному увеличению рисков». Причина тому в самой сути хеджевых фондов, совершающих большую часть сделок за счет кредитов и не обязанных раскрывать ни своей финансовой отчетности, ни источников активов. Мало того, что они инвестируют в рискованные бумаги, так они еще и инвестируют, по преимуществу, заемные средства. В то же время аналитики Fitch Ratings особо отметили, что влияние хеджевых фондов на ситуацию на кредитном рынке намного сильнее, чем можно заключить из оценки стоимости их активов.

Согласно данным исследований, соотношение заемных средств таких фондов при покупке высокодоходных частей кредита ипотечного пула составляет до 500%.

В отличие от ценных бумаг, обращающихся на рынке, и биржевых фьючерсов облигации, обеспеченные ценными бумагами, выпущенными под зкладную, торгуются на внебиржевом рынке. Как известно, биржи строго контролируются специальными уполномоченными органами и предъявляют стро-

гие требования к участникам. Более того, они обязаны открывать всю информацию, касающуюся объемов сделок, и их стоимость. На внебиржевых рынках, где продавец и покупатель напрямую взаимодействуют между собой, наблюдается обратная ситуация. Процесс ценообразования совершенно непрозрачен, рынок не имеет должного контроля. Более того, на таком рынке отсутствуют постоянные участники, которые отвечали бы за обеспечение ликвидности. Таким образом, в случае сильных ценовых колебаний любые операции просто перестанут осуществляться.

Рассмотрим ситуацию, сложившуюся в августе 2007 г.

С возникновением дефицита ресурсов на кредитном рынке США резко упала ликвидность бумаг, выпущенных под «непервоклассные» ипотечные кредиты. Таким образом, хеджевые фонды оказались в убытке, а также столкнулись с требованиями о внесении дополнительных средств в связи с неблагоприятным изменением ситуации.

Как известно, фонды производят заем под свои активы, и в случае падения стоимости таких активов они обязаны внести дополнительные средства. Значительно осложнил ситуацию тот факт, что в связи с прекращением торгов на внебиржевых рынках невозможно было судить о стоимости активов, принадлежащих хеджевым фондам.

Прекращение торговли облигациями, обеспеченными залогом, привело, соответственно, к прекращению новых выпусков. А без покупателя на вторичном рынке не смогли реализовывать свои ссудные активы и организации, выдававшие такие ссуды не вполне благонадежным заемщикам. Так как большую часть ссудодателей представляли организации нерегулируемые, с недостаточно большим собственным капиталом, это привело не только к прекращению выдачи ипотечных ссуд, но и к ряду исков о признании банкротства. Более того, в связи с прекращением получения финансирования от банков такие организации не смогли предоставить часть ипотечных ссуд, которые на тот момент уже были оформлены. Результатом стало падение спроса на рынке жилья.

Как известно, наиболее высокая кредитоспособность присуща компаниям, покупающим корпоративные долговые расписки. В данной ситуации такие компании перестали приобретать доходные бумаги, обеспеченные активами. Причиной стало то, что такими активами выступали неблагонадежные кредиты по ипотеке. Если до этого момента высокие кредитные рейтинги «старших» частей кредитов по таким ипотекам несколько успокаивали инвесторов, то в сложившейся ситуации началась переоценка инвестиционных рисков.

Негативное влияние оказала также уже отмечавшаяся непрозрачность внебиржевого рынка.

Проблемы начали возникать и за пределами США, в тех странах, банки которых инвестировали в высокодоходные рискованные американские ипотечные бумаги. Так, в Германии потребовалось вмешательство в деятельность банков, британский банк Northern Rock столкнулся с потоком вкладчиков, желающих срочно снять денежные средства со своих депозитов.

Сильнее всего кризис на рынке доходных бумаг, обеспеченных активами, коснулся Канады. Дело в том, что в Канаде обнаружилось значительное число пробелов и ошибок в кредитных договорах. Только вмешательство центрального банка, указавшего выполнять взятые на себя обязательства вне зависимости от договорных «разногласий», смогло урегулировать ситуацию.

Итак, целый комплекс проблем кредитной и ипотечной систем привел к тому, что незначительное (порядка 3%) увеличение просроченных ипотечных кредитов привело к глобальным негативным последствиям для экономики не только США, но и всего мира.

Если попытаться кратко воссоздать хронологию этих событий, то первым этапом можно назвать ситуацию, когда инвесторы, не обеспеченные собственным капиталом, приобрели значительное количество ссудных обязательств по «непервоклассным» ипотечным кредитам. В первую очередь это связано с отсутствием должных требований, предъявляемых законодателем к хеджевым фондам.

Очевидно, что несоответствие рисков и собственного капитала создает угрозу перерастания излишних рисков в банкротство организации, что делает финансово-кредитную систему более уязвимой. Усугубилась ситуация за счет того, что предоставлением населению ипотечных кредитов также занимались организации с недостаточным капиталом, не уделявшие должного внимания кредитной истории заемщиков.

Столкнувшись с невозможностью продажи выданных ссуд, они просто не могли дальше функционировать и выполнять обязательства по уже заключенным договорам. Ситуация на внебиржевых рынках в отсутствие контроля и требований по предоставлению информации о сделках и их участниках не позволяла выявить негативные тенденции еще на начальном этапе, а недолжное поведение участников и вовсе приводило к прекращению торгов.

На основе всего вышесказанного можно сделать некоторые выводы. Во-первых, представляется необходимым распространить требования и стандарты, принятые для «первоклассных» ипотечных бумаг и их обращения на бирже, к производным финансовым инструментам. Также стоит ужесточить требования к организациям вроде хеджевых фондов, обязав их раскрывать данные о собственном капитале или хотя бы об объемах сделок с бумагами, обеспеченными залоговыми активами.

В заключение отметим, что организации, предоставляющие жилищные кредиты, по сути, являются кредитными финансовыми институтами и должны подвергаться соответствующему контролю и надзору со стороны уполномоченных органов.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Black's Law Dictionary. — St. Paul, Minn.: West Publ. Co. Credit rating, 1997.

- [2] FASB Statement No. 140. «Accounting for Transfers and servicing of financial assets and extinguishing of liabilities — a replacement of FASB Statement No. 125 (September 2000)».
- [3] *Jason H.P. Kravitt*. *Securitization of Financial Assets*. 2nd ed. — N.Y.: Aspen Publishers, 2005.

ABOUT THE LEGAL NATURE OF HYPOTHECARY CRISIS IN THE USA

V.F. Ponka

The Department of Land and Ecology Law
Peoples' Friendship University of Russia
6, *Miklukho-Maklaya st., Moscow, Russia, 117198*

The article discussed issues related of essence and the reasons of genesis of hypothecary crisis are considered, and also to the study of the legal status of motgage lending institutions in the USA: Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac. In addition, addresses issues related to the consideration of the legal mechanisms for mortgage loans.

Key words: Hypothecary crisis, mortgages, mortgage, loan, property law, mortgage credit institution, Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac.