

УДК 69.003:368.

Є.Р. Зельцер

## РОСІЙСЬКИЙ ДОСВІД ВИРІШЕННЯ ПРОБЛЕМ ЛІКВІДНОСТІ ІПОТЕЧНИХ ОБЛІГАЦІЙ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЙОГО ЗАСТОСУВАННЯ В УКРАЇНІ

### АНОТАЦІЯ

*У статті проаналізовано механізми вирішення питання ліквідності іпотечних облигацій російського федерального «Агентства з іпотечного житлового кредитування». Вивчено можливості використання російського досвіду в Україні.*

**Ключові слова:** іпотека, іпотечні облигації, сек'юритизація.

### АННОТАЦИЯ

*В статье проанализирован механизм решения вопроса ликвидности ипотечных облигаций российского федерального «Агентства по ипотечному жилищному кредитованию». Изучены возможности использования российского опыта в Украине.*

**Ключевые слова:** ипотека, ипотечные облигации, секьюритизация.

### ANNOTATION

*The mechanism of arising mortgage bond liquidity of Russian federal «Agency for Housing Mortgage Lending» has been analyzed in the article. The possibility of using of the Russian experience in Ukraine has been studied.*

**Keywords:** mortgage, mortgage bonds, securitization.

Перший в історії України випуск іпотечних облигацій було здійснено на початку 2007 року. Тоді трирічні звичайні іпотечні облигації загальною номінальною вартістю 50 млн. грн. випустив «Укргазбанк». У червні 2008 року до випуску іпотечних облигацій загальною номінальною вартістю 70 млн. грн. також вдавався банк «Хрещатик», однак цей випуск було анульовано. Того ж року, у серпні 2008, було розпочато продаж іпотечних облигацій Державної іпотечної установи (ДІУ). На виконання своїх статутних завдань ДІУ, незважаючи на

фінансову кризу, що наближалася, та деяку недовіру інвесторів до нового фінансового інструмента, спромоглася реалізувати серед інвесторів – вітчизняних банків іпотечні облігації загальною номінальною вартістю 50 млн. грн. із загального обсягу 200 млн. грн., який було запропоновано до продажу. Весь трирічний термін обігу до свого успішного погашення у серпні 2011 року облігації ДІУ регулярно торгувалися на вторинному ринку цінних паперів, проте необізнаність широких кіл інвесторів щодо інвестиційних властивостей нового фінансового інструменту, не дала змогу іпотечним облігаціям ДІУ стати високоліквідним цінним папером.

У 2012 - 2013 роках практика випуску іпотечних облігацій продовжилася. Було випущено іпотечних облігацій на загальну номінальну вартість 1 млрд. грн., зокрема, ДІУ – на 500 млн. грн. Таким чином, значно зросла пропозиція іпотечних цінних паперів на фондовому ринку України. Проте і досі головним завданням, яке стоїть перед його учасниками, є зростання ліквідності іпотечних цінних паперів завдяки впровадженню сучасних фінансових технологій, що дозволяють максимально підвищити економічну ефективність угод сек'юритизації іпотечних активів.

У зв'язку з цим, вважається за доцільне вивчити досвід найбільш активного емітента іпотечних облігацій Росії – «Агентства з іпотечного житлового кредитування» (далі - АІЖК)

При цьому слід наголосити, що основний іпотечний інструмент АІЖК - облігації іпотечних агентів АІЖК істотно відрізняється від класичних боргових цінних паперів. Він більш складний для розрахунків і вимагає певних припущень при їх проведенні, але при цьому може запропонувати цікаві інвестиційні можливості за обмеженої кількості ризиків та прийнятних термінах інвестування. Очевидно, що у майбутньому цей ринок буде розширюватися. Однак, незважаючи на багатообіцяючі перспективи, існує проблема слабого розуміння і, як наслідок, низької ліквідності цього класу інструментів, на який припадає значна частка локального боргового ринку Росії.

Згідно стратегії, що прийнята російським урядом у 2012 році, частка іпотечних цінних паперів (далі - ІЦП) у загальному обсязі іпотеки повинна скласти близько 50% вже до 2015 року. Це є досить амбітною метою, зважаючи на те, що станом на кінець 2012 року частка іпотечних кредитів, що фінансується за рахунок сек'юритизації іпотеки, за оцінкою АІЖК, становить близько 4-5%.

На кінець 2012 року номінальний обсяг паперів з іпотечним покриттям, що перебувають в обігу, складає близько 139.5 млрд руб. Тобто на них припадає близько 3.4% всього ринку публічного корпоративного боргу. При цьому частка іпотечних агентів АІЖК становить приблизно 50% всього російського ринку ІЦП (всього в обігу знаходиться 20 випусків). Практично всі «старші» випуски облігацій іпотечних агентів включені в Ломбардний список Центробанку Росії. Проте більшість з них відрізняються низькою ліквідністю. Практично єдиним ліквідним випуском є випуск АІЖК, 21.

Папери іпотечних агентів АІЖК становлять найбільший інтерес для інвесторів. Це обумовлено не тільки великим числом випусків в обігу, а й тим, що у самого АІЖК сформована (незважаючи на часто невисоку ліквідність більшості випусків) власна крива прибутковості, яка, з урахуванням запланованих розміщень, продовжить формуватися і в перспективі ці ІЦП стануть ще більш затребуваним інструментом. Не варто забувати і про наявність всебічної підтримки АІЖК на федеральному рівні, високу соціальну і політичну значимість всього ринку іпотечного кредитування і облігацій, забезпечених пулами іпотечних кредитів, як одного з найважливіших інструментів його подальшого розвитку.

АІЖК в рамках своєї діяльності з розвитку ринку іпотечного кредитування у 2013 році продовжить викуп кредитів і їх подальшу сек'юритизацію. Пріоритет як і раніше буде віддаватися рублевим випускам на внутрішньому ринку. За даними агентства, очікуваний обсяг ринкових випусків ІЦП у 2013 році досягне близько 16 млрд руб. При цьому обсяг старших траншів орієнтовно складе 90%. У середньостроковій перспективі щорічні обсяги сек'юритизації будуть порівнянні з цифрами, запланованими на 2013 рік, з тенденцією до подальшого зростання. Крім того, АІЖК продовжить реалізацію програми викупу ІЦП, які дозволяють деяким організаторам здійснювати видачу іпотечних кредитів і випуск ІЦП за наявності гарантованого фінансування.

Основною проблемою для вторинного (а часто і первинного ринку) облігацій іпотечних агентів АІЖК є низька поінформованість інвесторів щодо структури та логіки даних інструментів. Крім того, немає чіткого розуміння, яким чином формуються грошові потоки за цінними паперами, що не дозволяє здійснювати розрахунок прибутковості та дюрації. Причому навіть біржа часто не може надати адекватний розрахунок. Наглядний приклад всьому цьому – біржові

ціни без вказівки відповідної прибутковості. Насправді є два підходи до розуміння таких активів. З одного боку, це досить складний ринковий інструмент, що й досі є рідкісним для внутрішнього ринку, його грошові потоки являють собою виплати по пулу іпотечних кредитів, який є забезпеченням за цінними паперами. Для моделювання інструменту необхідно використовувати історичні дані і робити деякі припущення. З іншого боку, це традиційні ринкові облігації з амортизацією. З точки зору сутності іпотечні облігації, що випускається через іпотечного агента, являють собою цінні папери, забезпечені пулом заставних, що входять до іпотечного покриття. Іпотечне покриття є основним джерелом коштів для виплати відсотків за облігаціями та погашення їх номінальної вартості. Фактично іпотечні облігації виступають похідним інструментом від пулу заставних, які входять до їх іпотечного покриття. Таким чином, купуючи іпотечні облігації, інвестор купує частину доходів та ризиків щодо іпотечного покриття.

Структуровані облігації з іпотечним покриттям призначені для зниження ризиків інвесторів у порівнянні з купівлею іпотечних портфельів. З цією метою використовується механізм траншування облігацій з іпотечним покриттям.

Стандартна структура випусків іпотечних облігацій в рамках угод АІЖК включає в себе три транші в рамках одного випуску облігацій, забезпечених одним іпотечним покриттям: два «старшого» траншу і один «молодшого». «Старші» транші мають рівні права відносно іпотечного покриття та пріоритет по всіх виплатах перед «молодшим». Це означає, що в разі нестачі надходжень щодо іпотечного покриття для здійснення необхідних виплат за облігаціями наявні грошові кошти спрямовуються у першу чергу на виплати за «старшими» траншами, а «молодший» обслуговується за залишковим принципом.

Таким чином, у разі дефолту по окремих заставних, що входять в іпотечне покриття, первинний ризик приймає власник «молодшого» траншу. Частка «молодшого» траншу в угодах АІЖК зазвичай становить 10% сукупного обсягу емісії. Це означає, що дефолт по 10% заставних, що входять в іпотечне покриття, жодним чином не вплине на власників «старших» траншів. Додатковими елементами кредитного посилення є грошовий резерв та фінансова допомога АІЖК. За даними АІЖК, разом з «молодшим» траншем загальний обсяг кредитного посилення перевищує 20%.

Грошові потоки, що надходять за іпотечним покриттям, поділяються на процентні надходження і виплати в рахунок погашення

основного боргу за іпотечними кредитами. Процентні надходження спрямовуються на виплату купонів за облігаціями, а також оплату витрат на інфраструктуру угоди (спеціалізований депозитарій, управляюча компанія, сервісний агент і так далі). Надходження за основним боргом використовуються для амортизації номінальної вартості облігацій. Таким чином, швидкість амортизації безпосередньо залежить від швидкості погашення іпотечних кредитів, що складають іпотечне покриття.

Амортизація номінальної вартості облігацій в угодах АІЖК відбувається послідовно: перший старший транш, другий старший транш, а після повного їх погашення - молодший транш. Створення двох старших траншів, номінальна вартість яких погашається послідовно, дозволяє виділити старший транш А1 з коротшою дюрацією (порядку 1 року). Дюрація другого старшого траншу А2 на момент випуску становить близько 4 років, але оскільки на фондовому ринку він розміщується, як правило, через 1.5-2 роки після випуску, то на момент ринкового розміщення фактична дюрація стає коротшою.

Швидкість амортизації номіналу облігацій і, відповідно, дюрація залежить від двох основних змінних: CPR і рівня дефолту. CPR (conditional prepayment rate) - річна швидкість дострокового погашення кредитів в іпотечному покритті. Цей показник включає в себе планове погашення, часткове і повне дострокове погашення. Якщо CPR дорівнює 12%, це означає, що протягом року гаситься 12% сукупної заборгованості за кредитами, що входять до покриття.

Рівень дефолту впливає на темпи амортизації облігацій через механізм PDL. PDL (principal deficiency ledger) - механізм, що передбачає додаткове погашення номінальної вартості старших траншів облігацій на суму, що дорівнює залишку боргу по заставних, що стали дефолтними за звітний період. Кошти для такого додаткового погашення беруться з процентних надходжень, тим самим обумовлюючи зниження розміру купона по молодшому траншу.

Крім того, у разі якщо іпотечний кредит стає дефолтним, АІЖК може викупити його у іпотечного агента на свій баланс для відповідних дій по стягненню позикової заборгованості, тим самим перетворюючи актив з майбутніми грошовими потоками в фактичний грошовий актив. При цьому надходження від продажу іпотечним агентом закладних розподіляються в процентні надходження.

Таким чином, щоб самостійно визначити розрахункову швидкість амортизації облігацій, інвестору необхідно підсумовувати прогнозний CPR і прогнозний річний рівень дефолту (CDR).

Оскільки зазначені показники значною мірою залежать від стану економіки, існує ризик зміни швидкості дострокового погашення (за несприятливих тенденцій в економіці швидкість дострокового погашення закладних знижується, рівень дефолту зростає). Щоб виключити ризик значного збільшення терміну життя облігацій з іпотечним покриттям, АІЖК виставляє оферти при розміщенні старших траншів. Термін оферти настає після прогнозованого АІЖК терміну повного погашення номіналу облігацій. Таким чином, якщо прогноз не справджується і термін життя облігацій виявляється вищим, інвестор несе лише незначну частину цього ризику. Наприклад, якщо взяти випуск облігацій А1 ЗАТ «Іпотечний агент АІЖК 2012-1», то тут запланований термін погашення - початок 2015 року, а додатковий захист для інвестора у вигляді оферти виставлений лише через півроку від цієї дати - 23.11.2015.

Таким чином, ми бачимо, що папери іпотечних агентів АІЖК – дещо більш складні за звичайні фінансові інструменти, але від цього не втрачають своєї привабливості та ігноруються основною масою інвесторів незаслужено. Ці високоякісні облігації володіють рейтингом на рівні суверенного (зокрема, старші транші згідно з даними АІЖК), забезпечені державними гарантіями (пулом іпотек у разі випусків іпотечних агентів), включені в Ломбардний список Центробанку Росії, при цьому пропонують цікавий рівень прибутковості за прийнятною дюрацією випусків. Єдиним слабким місцем залишається низька ліквідність - проблема, цілком розв'язувана і залежна як від відкритості емітента, готового розкривати історичні дані по ринку іпотеки, необхідні для розрахунків, оперативно інформувати ринок про підготовлювані оферти і т.п., так і від активності організаторів випусків. АІЖК заявляє, що готове робити те, що від нього залежить, для формування більш сталого і прозорого ринку своїх облігацій.

Проте, проблема ліквідності зараз актуальна не тільки для ІЦП, вона характерна для російського ринку облігацій в цілому. Намагатися щось зробити у сфері іпотечних цінних паперів без вирішення проблеми загального оздоровлення фінансового ринку досить важко. Доцільно дочекатися позитивної динаміки на борговому ринку в цілому. Після цього можна буде говорити про те, що іпотечний сегмент теж чекають деякі поліпшення. Зрозуміло, що цьому треба допомогти. Основна

допомога на думку АІЖК повинна полягати в появі маркетмейкерів, які ставлять двосторонні котирування і дозволяють забезпечувати тим самим часткову підтримку ліквідності.

Зрозумілим є те, що в цілому ліквідність цього інструменту ніколи не зрівняється з ринком корпоративних боргів в цілому. Тому що він розрахований на довгострокових портфельних інвесторів, які купують цінні папери і тримають їх до погашення. Але і для цих інвесторів важлива можливість в будь-який момент інструмент продати. АІЖК це завдання перед собою теж ставить та поступово вирішує. Так, наприклад, АІЖК викупує старші транші цінних паперів у рамках своїх програм, планує розвивати механізм виставлення двосторонніх котирувань, тобто стимулювати ці торги та, по суті, теж виступати таким собі маркетмейкером, але не в тому сенсі, в якому це зараз розуміється на біржі (тобто не як професійний учасник ринку цінних паперів). З цією метою АІЖК шукає шляхи співпраці з кількома банками в цій області, а саме з тими, хто теж зацікавлений у розвитку даного інструменту і відкриттю нового джерела фондування для себе.

Вивчення можливості використання в Україні російського досвіду вирішення проблеми ліквідності ІЦП підтвердило доцільність впровадження сучасних фінансових технологій, зокрема, при випуску структурованих іпотечних облігацій. Це дозволяє суттєво розширити коло потенційних інвесторів цього фінансового інструменту. Крім того, поєднання сучасних фінансових технологій при випуску ІЦП з активними діями їх емітента на вторинному ринку дозволяє суттєво наростити обсяги випуску. А це, зважаючи на невеликий розмір сучасного ринку ІЦП в Україні, який ще перебуває у стані свого формування, є дуже важливим. Таким чином, використання російського досвіду вирішення проблеми ліквідності ІЦП буде сприяти подальшому розвитку ринку ІЦП в Україні.

Також слід наголосити, що російський досвід в Україні може бути застосований у першу чергу Державною іпотечною установою. Особливо зважаючи на те, що по аналогії з АІЖК головною метою діяльності ДІУ є рефінансування іпотечних кредиторів (банків і небанківських фінансових установ, які провадять діяльність з надання забезпечених іпотекою кредитів) за рахунок коштів, що надійшли від розміщення цінних паперів (зокрема, ІЦП), сприяння подальшому розвитку ринку іпотечного кредитування в Україні, підвищення доступності житла широким верствам населення. Крім того, на сьогодні ДІУ є найбільшим емітентом іпотечних облігацій в Україні (загальний

обсяг випусків - 700 млн. грн. за номінальною вартістю) та вже має позитивний досвід розміщення, обслуговування та погашення першого у своїй історії випуску звичайних іпотечних облігацій у 2008 – 2011 роках.

#### Список літератури:

1. Закон України «Про іпотечні облігації» від 22.12.2005 №3273-IV.
2. Електронний ресурс/ Режим доступу - [www.ahml.ru](http://www.ahml.ru) .
3. Електронний ресурс/ Режим доступу - [www.cbonds.info](http://www.cbonds.info) .
4. Електронний ресурс/ Режим доступу - [www.ipoteka.gov.ua](http://www.ipoteka.gov.ua) .
5. Електронний ресурс/ Режим доступу - [www.unia.com.ua](http://www.unia.com.ua) .
6. Електронний ресурс/ Режим доступу - [www.securitisation.com.ua](http://www.securitisation.com.ua) .

Отримано: 28.03.2013

УДК 693.61:69.059.25

В. І. Терновий,  
О. С. Молодід,  
О. О. Молодід,  
І. М. Уманець

### ВПЛИВ ОБ'ЄМУ РОБІТ НА ЗАРПЛАТУ РІЗНИХ СКЛАДІВ ЛАНОК ПРИ ВЛАШТУВАННІ ЦЕМ'ЯНКОВОЇ ШТУКАТУРКИ

#### АНОТАЦІЯ

*В статті викладено результати досліджень залежностей заробітної плати штукатурів при влаштуванні 40, 100, 180 та 400 м<sup>2</sup> цем'янкової реставраційної штукатурки ланками, що складаються з 2, 3 та 4 штукатурів.*

**Ключові слова:** заробітна плата, ланка, штукатур.

#### АННОТАЦИЯ

*В статье изложены результаты исследований зависимостей заработной платы штукатуров при устройстве 40, 100, 180 и 400 м<sup>2</sup> цементночной реставрационной штукатурки звеньями, состоящими из 2, 3 и 4 штукатуров.*