

6. *Кирнос, В.М.* Организация строительства: учеб.пособие для студ. строит. спец. / В.М. Кирнос, В.Ф. Залунин, Л.Н. Дадиверина. — Д.: Пороги, 2005. — 310 с. — Библиогр.: с. 302-304.

7. *Державні будівельні норми України. Проектування. Склад, порядок розроблення, погодження та затвердження проектної документації для будівництва. ДБН А 2.2.-3-2004.* - Київ: Держбуд України, 2004. - 36 с.

Отримано: 30.05.2012

УДК 69.003:368.

Є.Р. Зельцер

РОСІЙСЬКИЙ ДОСВІД ВИПУСКУ ІПОТЕЧНИХ ОБЛІГАЦІЙ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЙОГО ЗАСТОСУВАННЯ В УКРАЇНІ

АНОТАЦІЯ

У статті проаналізовано випуск чотирьох серій іпотечних облігацій, який був ініційований російським «Агентством з іпотечного житлового кредитування». Вивчено можливості використання російського досвіду в Україні.

Ключові слова: іпотека, іпотечні облігації, сек'юритизація.

АННОТАЦИЯ

В статье проанализирован выпуск четырех серий ипотечных облигаций, инициированный российским федеральным «Агентством по ипотечному жилищному кредитованию». Изучены возможности использования российского опыта в Украине.

Ключевые слова: ипотека, ипотечные облигации, секьюритизация.

ANNOTATION

The four issues of mortgage bonds organized by Russian Open joint-stock company «The Agency for Housing Mortgage Lending» were analyzed in the article. The possibilities to use the Russian experience in Ukraine have been studied.

Keywords: mortgage, mortgage bonds, securitization.

Формування стійкої системи залучення довгострокових фінансових ресурсів, у тому числі розвиток ринку іпотечних цінних паперів, є запорукою розвитку українського іпотечного ринку. У теперішній час український ринок іпотечних цінних паперів знаходиться у стадії формування. Головними завданнями, які стоять перед його учасниками, є зростання ліквідності іпотечних цінних паперів та впровадження технологій, що дозволяють максимально підвищити економічну ефективність угод сек'юритизації іпотечних активів.

З метою вивчення можливості застосування російського досвіду в Україні було проаналізовано випуск чотирьох серій облігацій з іпотечними покриттям на загальну суму понад 38 млрд. руб. (біля 10 млрд. грн.), який відбувався у період з 2007 по 2010 роки та був ініційований російським «Агентством з іпотечного житлового кредитування» (АІЖК).

За результатами аналізу було визначено, що емітентами вказаних облігацій виступили спеціально створені іпотечні агенти. До іпотечного покриття облігацій було включено забезпечені іпотекою вимоги, деноміновані у російських рублях, засвідчені заставними та видані відповідно до стандартів АІЖК у понад ніж сімдесяти регіонах Російської Федерації.

Структура кожної угоди є унікальною. Емісія облігацій з іпотечним покриттям ЗАТ «Перший іпотечний агент АІЖК» була взагалі першою структурованою угодою сек'юритизації іпотечних активів на російському фінансовому ринку. Вона включає три випуски облігацій, забезпечених єдиним іпотечним покриттям: один старший, один мезонінний та один молодший випуск. Вони мають різну черговість по виплатах відсоткового доходу та погашенню номінальної вартості облігацій. Пріоритетність виплат знижується від старшого випуску до молодшого. По облігаціях мезонінного траншу передбачено відстрочений купон, тобто у разі недостатності коштів емітент має можливість відкласти сплату купону по облігаціях класу Б. Крім того, структура угоди включає у себе три види резервів: основний резерв, резерв на юридичні видатки та резерв на непередбачені видатки. Резерви сформовані повністю у грошовій формі та не амортизуються.

При структуруванні першої угоди застосовувалися найбільш жорсткі стрес-сценарії, які були максимально песимістичні. Завдяки цьому, навіть після зниження у період кризи суверенного рейтингу Росії рейтинги облігацій з іпотечним покриттям ПІА АІЖК знижено не було та рейтинг облігацій класу А (зараз він на інвестиційному рівні А3 за версією рейтингового агентства Moody's Investors Service) виявився

вищим за рейтинг країни. Крім того, облігації класу А знаходяться у Котирувальному списку «А» першого рівня ЗАТ «ФБ ММВБ» та включені до ломбардного списку Банку Росії.

Слід додатково зазначити, що у ПІА АІЖК є право достроково погасити облігації класу Б та класу В після повного погашення паперів старшого випуску. При цьому за чотири роки, що минули з моменту випуску облігацій, загальна номінальна вартість облігацій класу А зменшилася з 2.9 млрд. руб. до 0.7 млрд. руб. (тобто понад ніж у чотири рази). Оскільки склад інфраструктури угоди включає у себе і фіксовані виплати, що не залежать від обсягу іпотечного покриття, можливість достроково погасити облігації дозволяє емітенту уникнути зайвих видатків.

Для серії випусків облігацій з іпотечним покриттям ЗАТ «Другий іпотечний агент АІЖК» опціон на дострокове погашення облігацій було вдосконалено. У емітента з'явилося право на дострокове погашення облігацій всіх трьох випусків (із дотриманням умов пріоритетності) у дату закінчення двадцять восьмого купонного періоду (приблизно через сім років) або після того, як сукупна номінальна вартість паперів трьох випусків складе менш ніж тринадцять відсотків від сукупної номінальної вартості облігацій на дату розміщення. При цьому слід зазначити, що на теперішній час, коли вже минула половина семирічного періоду, сукупна номінальна вартість паперів трьох випусків складає вже менш ніж п'ятдесят відсотків від сукупної номінальної вартості облігацій на дату розміщення. Тобто, цілком реальною є можливість появи у емітента права на дострокове погашення облігацій ще до дати закінчення двадцять восьмого купонного періоду. Необхідно звернути увагу на те, що у разі, якщо емітент правом на дострокове погашення облігацій не скористається, купонна ставка по облігаціях класів А та Б (з 8.5% та 9.5% річних відповідно) зростає на один відсоток річних. Оскільки умова про підвищення ставки буде стимулювати емітента провести дострокове погашення, у інвесторів з'являється більша впевненість відносно прогнозування терміну життя іпотечних облігацій.

Слід також звернути увагу і на те, що облігації ДІА АІЖК класу А мають досить високий рейтинг (Ваа1 за версією рейтингового агентства Moody's), а також знаходяться у Котирувальному списку «А» першого рівня ЗАТ «ФБ ММВБ» та включені до ломбардного списку Банку Росії. Проте облігації ДІА АІЖК класу Б, що мають ставку купону лише на один відсоток річних більше за облігації класу А, мають значно нижчий рейтинг (Ва3 за версією рейтингового агентства Moody's Investors Service), а також допущені до торгів у ЗАТ «ФБ ММВБ» без

проходження процедури лістингу та відсутні у ломбардному списку Банку Росії. Таким чином, інвестори мають вибір між більш прибутковими облігаціями класу Б та більш надійними облігаціями класу А.

Основними новаціями серії випусків облігацій з іпотечним покриттям ЗАТ «Іпотечний агент АІЖК 2008-1» є включення до складу кредитної підтримки фінансової допомоги емітенту з боку АІЖК, а також застосування механізму амортизації резерву.

Укладення договору про надання цільової фінансової допомоги між АІЖК та іпотечним агентом дозволяє не відволікати грошові кошти на формування резерву на етапі випуску та розміщення облігацій та, відповідно, значно покращує економічну ефективність угоди. Цільова допомога надається у наступних випадках:

- загроза дефолту по облігаціях у зв'язку із недостатністю грошових коштів іпотечного агента для здійснення передбачених рішенням про випуск обов'язкових виплат по облігаціях та (або) сплати передбачених рішенням про випуск видатків іпотечного агента;
- загрозі ініціювання процедури банкрутства іпотечного агента у зв'язку із зниженням вартості його чистих активів нижче мінімального статутного капіталу;
- істотного зниження розміру грошового резерву.

Цільова фінансова допомога надається безкоштовно та на безповоротній основі на вимогу іпотечного агента у разі виявлення вказаних вище обставин. З метою запобігання ризику визнання такої схеми даруванням між юридичними особами АІЖК придбало привілейовані акції ЗАТ «Іпотечний агент АІЖК 2008-1». Викуп саме привілейованих акцій дозволив АІЖК стати акціонером емітента, але при цьому не мати можливості впливати на його діяльність та зберегти режим «безвідкличного продажу» («true sale»).

Крім того, АІЖК 18 жовтня 2010 року виставила безвідкличну офертою 15 грудня 2014 року здійснити придбання облігацій класу А.

Завдяки цьому облігації ЗАТ «Іпотечний агент АІЖК 2008-1» класу А мають досить високий рейтинг (Baa1 за версією рейтингового агентства Moody's), допущені до торгів у ЗАТ «ФБ ММВБ» без проходження процедури лістингу та включені до ломбардного списку Банку Росії.

Амортизація резерву дозволяє забезпечити кореляцію між обсягом резерву та обсягом зобов'язань іпотечного агента по облігаціях, який знижується у зв'язку із частковим погашенням їх номінальної вартості, та крім того дає змогу не заморожувати на

рахунках іпотечного агентства грошові кошти без потреби. Так якщо по облігаціях ПІА АІЖК сума резерву з моменту випуску облігацій зросла вже у п'ять разів (при цьому обсяг зобов'язань впав у три рази), а по облігаціях ДІА АІЖК - у два рази (при цьому обсяг зобов'язань впав у два рази), та по облігаціях ЗАТ «Іпотечний агент АІЖК 2008-1» - лише у 1.6 рази (при цьому обсяг зобов'язань впав у 1.6 рази).

Структура угоди ЗАТ «Іпотечний агент АІЖК 2010-1» обумовлена, у першу чергу, бажанням забезпечити ринкове розміщення максимально можливої частки облігацій з іпотечним покриттям, що випускаються, та включає у себе два старші транші (А1 та А2) та один молодший транш (Б). Старші випуски мають рівні права щодо іпотечного покриття. Так, якщо у емітента недостатньо коштів для сплати купонного доходу по старшим випускам, наявні кошти будуть розподілені між інвесторами обох старших випусків пропорційно обсягу відповідних зобов'язань емітента перед ними. Виконання зобов'язань по молодшому випуску здійснюється лише після повного виконання зобов'язань по обох старших випусках. Старші випуски мають різну дюрацію, що відповідає вимогам різних груп інвесторів (папери з меншою дюрацією купують переважно банки, а з більшою – інституційні інвестори) та забезпечує додаткові можливості при розміщенні. При цьому менша дюрація обумовлена виставленою АІЖК 1 вересня 2010 року безвідкличною офертою 30 вересня 2013 року здійснити придбання облігацій класу А1.

Слід також звернути увагу і на те, що облігації ЗАТ «Іпотечний агент АІЖК 2010-1» класу А1 мають досить високий рейтинг (Ваа1 за версією рейтингового агентства Moody's), а також знаходяться у Котирувальному списку «А» першого рівня ЗАТ «ФБ ММВБ» та включені у ломбардний список Банку Росії. Облігації ЗАТ «Іпотечний агент АІЖК 2010-1» класу А2 мають дещо нижчий рейтинг (Ваа3 за версією рейтингового агентства Moody's Investors Service), а також допущені до торгів у ЗАТ «ФБ ММВБ» без проходження лістингу, але відсутні у ломбардному списку Банку Росії.

Вивчення можливості використання російського досвіду щодо сек'юритизації іпотечних активів показало, що цей напрямок є дуже перспективним і для України. Успішне розміщення чотирьох серій облігацій з іпотечними покриттям на загальну суму понад 38 млрд. руб. (біля 10 млрд. грн.), яке відбулося у період з 2007 по 2010 роки, довело вдалість підходу російського «Агентства з іпотечного житлового кредитування» до фінансового інжинірингу при структуруванні угод сек'юритизації іпотечних активів.

У першу чергу російський досвід може бути застосований Державною іпотечною установою (ДІУ) – єдиною іпотечною установою другого рівня, що працює в Україні. 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, сприяння подальшому розвитку ринку іпотечного кредитування в Україні, підвищення доступності житла широким верствам населення. Крім того, ДІУ вже має позитивний досвід розміщення, обслуговування та погашення першого у своїй історії випуску звичайних іпотечних облігацій у 2008-2011 роках.

Єдиною суттєвою перешкодою на шляху першого в історії України випуску структурованих іпотечних облігацій (СІО) є недосконалість Закону України «Про іпотечні облігації». Саме з причини цього в Україні відсутній досвід створення та діяльності спеціалізованих іпотечних установ, в той же час у Російській Федерації іпотечні агенти успішно діють. Якщо порівняти Закони України «Про іпотечні облігації» та Російської Федерації «Про іпотечні цінні папери», то можна знайти ряд суттєвих відмінностей у деталях навіть спільних ознак цивільно-правових статусів українських спеціалізованих іпотечних установ (СІУ) та російських іпотечних агентів (ІА), а саме: предметі діяльності; спеціальній правоздатності; порядку формування та складу майна, що забезпечує виконання зобов'язань за іпотечними облігаціями; правовому режимі майна, що забезпечує виконання зобов'язань за іпотечними облігаціями; особливості виконання зобов'язань за іпотечними облігаціями; особливості припинення діяльності. Також українські СІУ та російські ІА мають і відмінні ознаки їх цивільно-правових статусів, а саме у організаційно-правовій формі та статусі органів управління, зокрема, чинне законодавство України, на відміну від російського, не передбачає можливості передачі повноважень управління СІУ іншій особі, що підвищує ризик корпоративних конфліктів установи.

Треба також наголосити на тому, що Закон України «Про іпотечні облігації» передбачає прийняття Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) таких підзаконних нормативних актів: Порядку, який би регламентував здійснення емісії СІО (частина 2 статті 4 Закону); Порядку формування єдиного іпотечного покриття для здійснення кількох випусків СІО з різними умовами випуску (частина 1 статті 19 Закону); Порядку скликання, проведення та прийняття рішення

загальними зборами власників іпотечних облігацій (частина 7 статті 26 Закону). Такі нормативні акти за шість років так і не прийняті.

Дуже гостро постає і питання оподаткування СІУ. Якщо згідно податкового кодексу Російської Федерації доходи ІА від уставної діяльності, у тому числі по заставним, не обкладаються податком на прибуток аналогічно оподаткуванню українських інститутів спільного інвестування (ІСІ), то в Україні передбачено оподаткування доходу СІУ на загальних підставах. Це робить діяльність таких установ економічно неефективною.

Багато часу також знадобиться для придбання СІУ іпотечних активів. Зважаючи на те, що в Україні відсутній обіг заставних, придбання іпотечних активів можливе лише шляхом укладання договорів уступки права вимоги. Однак, затрати часу на перевірку кредитних та іпотечних договорів, підготовку та нотаріальне посвідчення договорів відступлення права вимоги будуть значними. У свою чергу російські ІА сформували іпотечне покриття шляхом придбання заставних лише за декілька місяців.

Зважаючи на те, що національні правові системи України та Росії належать до однієї сім'ї правових систем – романо-германської, вважаємо за доцільне внести зміни та доповнення до українського законодавства (зокрема, до Закону України «Про іпотечні облігації» та нормативних актів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку), з урахуванням позитивних моментів російського законодавства та відповідно відкрити шлях до появи спеціалізованих іпотечних установ в Україні і випуску перших в історії України структурованих іпотечних облігацій.

Список літератури:

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

Отримано: 30.05.2012