

Ипотечное покрытие ипотечных сертификатов участия. Практическое использование в современных экономических реалиях.

Андрей Богданов. IMAC GROUP

Партнер. Аналитический блок

Некоторые предварительные замечания.

Ипотечное покрытие ипотечных сертификатов участия (далее в целях сокращения - «ИП ИСУ») – инструмент с «трудной судьбой». Изначально, еще в 2003 году, предусмотренный законодателем в качестве разновидности ипотечных ценных бумаг, свое первое практическое воплощение он обрел только спустя 10 лет, а пик создания ИП ИСУ пришелся на 2014 год, который в то же время ознаменовался целым рядом событий, критических для российской экономики в целом и финансового рынка в частности.

Рассуждать о перспективах использования ИП ИСУ в качестве инструмента классической секьюритизации в момент написания настоящей статьи видится несколько неблагодарной задачей, принимая во внимание, что ипотечные кредитные портфели, накопленные банками к текущему периоду, с точки зрения инвестирования в них, представляются весьма неоднозначным активом, учитывая размер ипотечной ставки (потенциальной доходности по инструменту) и будущее заемщиков, взявших кредиты под залог недвижимости в более «сытые» годы (потенциальный риск по инструменту).

Вместе с тем, хотелось бы отметить ряд моментов, относящихся скорее к области прогнозов, для того, чтобы содержание этой публикации обрело очертания полезности для ее читателей.

Во-первых, и это уже свершившийся факт, ставки по ипотечным кредитам для населения и бизнеса стали выше. Потенциальное снижение ключевой ставки Банка России возможно позволит снизиться текущим ставкам, однако, учитывая то обстоятельство, что ставка по банковскому кредиту определяется не только стоимостью денежной ликвидности, но рисками заемщиков, которые сейчас существенно возросли, ожидать отскока ставок до показателей даже первой половины 2014 года не приходится.

Во-вторых, отбор заемщиков в условиях финансовой нестабильности и кризисных явлений предполагает повышенное внимание к рискам и доступ к заемному финансированию только со стороны весьма качественных должников.

В-третьих, неустойчивое положение многих банков, имеющих и формирующих вместе с тем вполне качественные кредитные портфели, будет означать, что инвесторы, готовые инвестировать в надежные активы, будут стараться это делать, избегая принятия на себя рисков originатора (источника) этих активов.

В-четвертых, ограниченность банковской ликвидности будет означать, что поиск корпорациями инвестиционных средств будет производиться, с *одной стороны*, «в собственном кармане», а, с *другой стороны*, все большее внимание ищущих финансирование будет обращено в сторону институциональных инвестиционных структур, среди которых одно из первых мест по инвестиционным возможностям все еще продолжают занимать пенсионные фонды (не принимая во внимание суверенные финансовые институции).

Да и сами инвестиционные структуры (те же НПФ после акционирования и приобретения частного статуса, а значит естественной заинтересованности в своей прибыльности) в целях поиска доходности с приемлемым уровнем риска будут обращать внимание на реальный сектор.

И наконец, **в-пятых**, кризисы традиционно стимулируют бизнес искать более эффективные формы организации проектов, включая вопросы повышения финансовой и налоговой эффективности.

Таким образом, три первых замечания позволяют сохранить надежду на перспективы использования ИП ИСУ в сделках внутрироссийской классической внебалансовой секьюритизации, чему, кстати, вполне может способствовать и снижение активности иностранных инвесторов на российском рынке (вызванное известными причинами). При этом объектом секьюритизации скорее могут стать вновь выдаваемые кредиты, что хотя и означает сжатие самого рынка в объеме, но вместе с тем предполагает некоторое повышение качества базовых кредитных активов, за счет более тщательного их отбора, несмотря на возрастание рисков в российской экономике в целом.

Два последних замечания, с нашей точки зрения следует оценивать, как возможные причины «условно неклассического» использования ИП ИСУ – а именно в качестве инструмента финансирования самых разных проектов под залог недвижимости, источником инвестиционных средств для которых будут служить как собственные корпоративные сбережения (зачастую сконцентрированные за рубежом), так институциональные источники (в первую очередь пенсионные фонды).

Соответственно, далее рассмотрим два этих направления использования ИП ИСУ: классическая секьюритизация и инвестиционное финансирование.

ИП ИСУ – как инструмент секьюритизации

Для начала напомним в двух словах о механизме функционирования ипотечного покрытия ипотечных сертификатов участия. Ипотечное покрытие представляет из себя имущественный пул денежных прав требования, вытекающих из договоров займа или кредита, обеспеченных ипотекой (залогом недвижимого имущества), в т.ч. удостоверенных закладными. Этот пул находится в доверительном управлении его управляющего (которым могут являться управляющие компании ПИФ/НПФ или собственно кредитные организации) и в общей долевой собственности инвесторов ипотечного покрытия – владельцев ипотечных сертификатов участия (т.е. ценных

бумаг, которые и удостоверяют участие инвестора в пуле и соответственно в тех доходах, которые он генерирует).

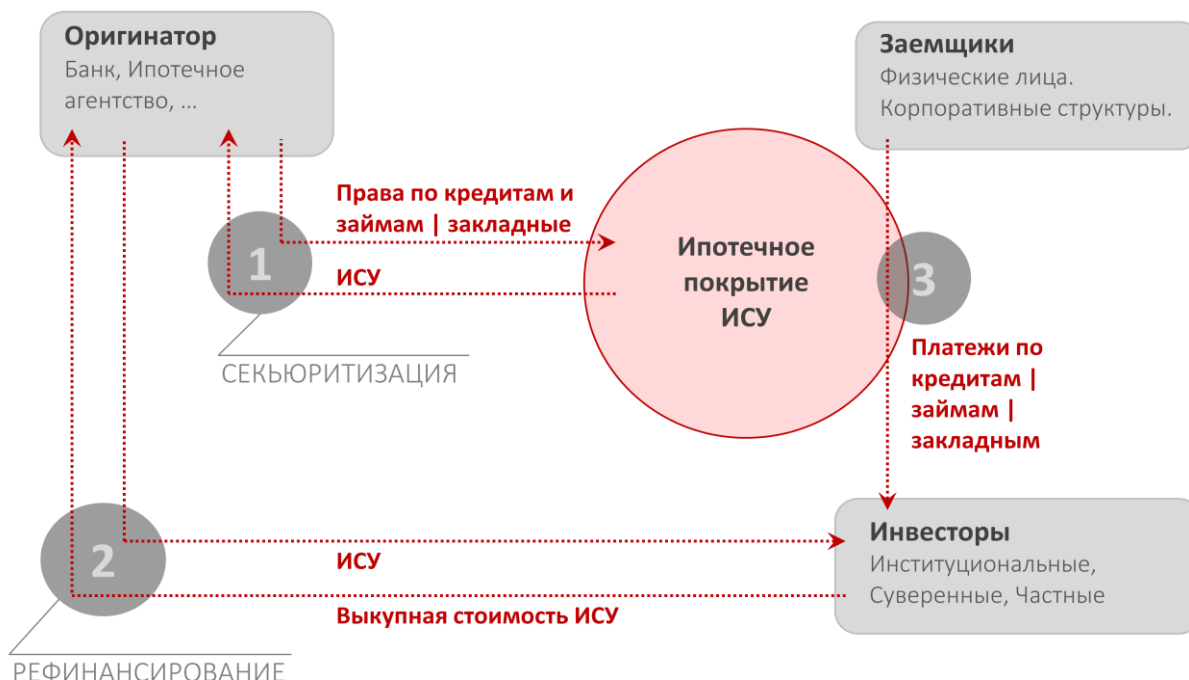
Права, составляющие ипотечное покрытие, обособлены от имущества его управляющего и от собственного имущества инвесторов, которые реализуют свой экономический и инвестиционный интерес через владение ИСУ как ценными бумагами. Важной особенностью ИП ИСУ в этом смысле является то, что все поступления в состав ипотечного покрытия по правам требования подлежат транзитному перечислению инвесторам – владельцам ИСУ.

Сделка секьюритизации и рефинансирования ипотечного кредитного портфеля, в самом простом виде, будет выглядеть как последовательность двух следующих действий.

1 - секьюритизация. Оригинатор прав требования (текущий кредитор) передает эти права в состав ипотечного покрытия, получая в обмен ипотечные сертификаты участия и становясь, соответственно, учредителем ИП ИСУ.

2 - рефинансирование. Далее учредитель ИП ИСУ (оригинатор) продает полученные ИСУ инвестору, получая в обмен денежные средства.

В итоге, доходность, генерируемая кредитными правами, после удержания инфраструктурных издержек (вознаграждений управляющего и специализированного депозитария, а также возможных расходов, связанных с управлением пулом, в первую очередь вознаграждений сервисных и платежных агентов) перечисляется инвесторам – владельцам ИСУ.



Среди ключевых особенностей сделки секьюритизации и рефинансирования ипотечных активов с использованием ИП ИСУ следует выделить следующие.

А. Секьюритизация с помощью ИП ИСУ носит внебалансовый характер. Технически это означает, что права требования списываются с баланса их originатора (источника), т.е. они отчуждаются в состав ипотечного покрытия. Важнейшим последствием такого списания является обособление рисков ипотечного пула (собственно объекта инвестирования) от рисков originатора. Риски, которые по сути несет инвестор – это риски только этого пула, определяемые качеством заемщиков (должников по ипотечным кредитам и займам).

В этой связи также следует отметить, что, в отличие от ипотечных облигаций, в ИП ИСУ отсутствует возможность субординации прав инвесторов – все инвесторы имеют равные права и претендуют как на доходы, так и на возможные убытки пула, пропорционально своему участию в ипотечном покрытии, определяемому количеством принадлежащих инвестору ипотечных сертификатов участия.

Б. Секьюритизация с помощью ИП ИСУ является сквозной. Как уже упоминалось, все поступления по ипотечным кредитам, включающие, в зависимости от характера секьюритизированных кредитов, как возврат «тела» долга, так и уплату процентов (а также потенциальной денежной ответственности), перечисляются владельцам ИСУ. Таким образом, доходность ИСУ будет напрямую определяться ставками по ипотечным кредитам, входящим в пул, скорректированным на инфраструктурные издержки и реализованный риск.

В. ИСУ – ипотечная ценная бумага. Это важная с точки зрения российского инвестиционного законодательства характеристика.

Здесь, для начала, следует отметить тот факт, что ИСУ относится к классу инвестиционных ценных бумаг, то есть ИСУ, удостоверяющие права на одно ипотечное покрытие, будут составлять единый выпуск с равными правами инвесторов внутри этого выпуска (что означает возможность портфельного инвестирования в ИСУ). При этом ИСУ свободно обращаются на рынке и могут быть не только допущены к обращению на бирже, но и включены в котировальные списки (пройти листинг), в том числе, высшего уровня.

На дату написания статьи по существу единственным требованием для включения ИСУ в биржевой список высшего уровня является лишь размер ипотечного покрытия (1 млрд. рублей). Впрочем в перспективе предполагается разделение ипотечных покрытий на две разновидности: с жилой ипотекой и с коммерческой. И если для «жилого ипотечного покрытия» критерием, определяющим его качество, будет помимо объема, также диверсификация рисков (выраженная в общем количестве прав требования в составе покрытия и доле в нем каждого из кредитов); то для «коммерческого ипотечного покрытия» ключевым планируется сделать мнение рейтинговых агентств, в первую очередь, из «большой тройки».

Что особенно важно для секьюритизации и рефинансирования ипотечных портфелей с помощью ИП ИСУ, отнесение ИСУ к ипотечным ценным бумагам означает возможность инвестирования в них со стороны инвесторов такого высокого класса как НПФ (за счет средств пенсионных накоплений), а также ряда суверенных и квази-суверенных инвесторов (Пенсионный фонд РФ, средства «военной ипотеки», госкорпорации). Что конечно не исключает возможность инвестирования в ИСУ со стороны широкого круга иных инвесторов от профессиональных до частных.

Г. Налоговая нейтральность инструмента. Традиционно необходимое для инструментов секьюритизации свойство соблюдается и в ИП ИСУ: поступления в состав ИП ИСУ не облагаются налогом на прибыль/доходы. Более того, законодатель установил льготную налоговую ставку для прибыли инвесторов от ИСУ – 15%.

Вместе с тем следует отметить, что налоговое законодательство, несколько неудачно формулирует понятие дохода по ценным бумагам, которое применительно к ИСУ формирует риск обложения налогом у инвестора поступлений, включающих «тело» долга (т.е. по сути обложение возврата инвестиционного капитала). Решение этой задачи на текущий момент лежит в плоскости дополнительных усилий управляющего ИП ИСУ по «расшифровке» и идентификации тех перечислений, которые он совершает в адрес инвесторов – владельцев ИСУ.

Резюмируя вышесказанное, хочется выразить надежду на сохранение полезности такого де-факто нового инструмента на российском финансовом рынке, как ипотечное покрытие ипотечных сертификатов участия, для целей секьюритизации и рефинансирования ипотечных кредитных портфелей, позволяющего конвертировать обеспеченные ипотекой денежные требования в инвестиционную ценную бумагу, доступную различным классам инвесторов, в том числе институциональным.

ИП ИСУ – как инструмент инвестиционного финансирования

В предыдущей части мы остановились на механизме функционирования ипотечного покрытия ипотечных сертификатов участия. В этой мы попробуем оценить применимость этого механизма не только для целей секьюритизации ранее сформированных ипотечных портфелей, но и для текущего финансирования инвестиционных проектов.

В этом ключе хотелось бы остановиться на ряде определяющих такую возможность факторах.

А. ИП ИСУ является транзитной инвестиционной структурой, базовым активом которой является денежный долг. Это означает, следующее: любой денежный поток от инвестиционного проекта или действующего бизнеса, генерируемый в моменте или потенциально и (!) обеспеченный недвижимостью, потенциально может быть «проложен» через ипотечное покрытие и «преобразован» таким образом в выплаты по инвестиционной ценной бумаге (причем относящейся к разновидности ипотечных ценных бумаг) – по ипотечному сертификату участия.

Б. Через ИП ИСУ, могут финансироваться проекты самого разного характера, поскольку целевой характер денежных требований, входящих в состав ипотечного покрытия не предусмотрен.

Ключевыми условиями являются следующие:

- денежное требование носит правовую форму кредита или займа;
- денежное требование обеспечено ипотекой – залогом недвижимости (включая, земельные участки, здания, сооружения, отдельные помещения, а также иные активы, подпадающие под понятие недвижимости, предусмотренное гражданским законодательством);

- денежное требование соответствует критериям, предусмотренным законом об ипотечных ценных бумагах; среди них следует выделить: (а) «тело» долга - не более 80% от оценочной стоимости предмета ипотеки, (б) замена и отчуждение предмета ипотеки - только с согласия залогодержателя, (в) объект ипотеки застрахован от риска утраты или повреждения в пользу кредитора и страховая сумма - не менее размера «тела» долга.

В этой связи следует отметить также, что первоначальное требование (поток по которому от источника поступлений до инвестора, т.е. бенефициара, направляется через ИП ИСУ) может носить незаемный характер. Гражданское законодательство позволяет новировать в заемное обязательство любой долг (в качестве примера можно привести: лизинговые обязательства; обязательства по торговым поставкам; обязательства по оплате недвижимости; внутрикорпоративные обязательства; любая, как принято называть, «дебиторская задолженность»). И при обеспечении возникшего в результате новации заемного требования ипотекой, соответствующей обозначенным условиям, оно может быть передано в постав ипотечного покрытия.

В. За счет того, что **ИСУ – это ипотечная ценная бумага**, потенциальными источниками финансирования проектов с помощью ИСУ и в итоге получателями потока от проекта или бизнеса могут выступать институциональные инвесторы.

Впрочем, следует помнить, что для институциональных инвесторов может быть недостаточно просто выпуска ИСУ на ипотечное покрытие. Как правило, ИСУ в этом случае должны будут удовлетворять ряду критериев, свидетельствующих об их инвестиционном качестве. В частности, для инвестирования в ИСУ средств НПФ (до 40% от пенсионных накоплений) ключевым условием будет включение ИСУ в высший котировальный список биржи (об особенностях такого включения мы упоминали выше). Альтернативой листингу может служить рейтинг выпуска, присвоенный агентством из «большой тройки».

Г. Применительно к данной форме использования ИСУ, отдельного внимания заслуживает использование ИП ИСУ в качестве инструмента инвестирования со стороны иностранных компаний и соответственно получения ими доходности от проектов и бизнесов в России.

Согласно большинству соглашений об избежании двойного налогообложения, заключенных РФ, доходы, выплачиваемые по ипотечным сертификатам участия, не подлежат налогообложению на территории России. В этой связи инвестиционный проект, имеющий форму долгового (заемного) финансирования, может быть организован через ИП ИСУ в качестве «транзитной структуры», позволяющей не только задействовать преимущества использования ценной бумаги в качестве инструмента инвестирования, но и сохранить специальный налоговый режим для иностранного заемного финансирования (а в отдельных случаях, в том числе, при внутрикорпоративном трансграничном инвестировании) даже улучшить его.

Сделка организации финансирования и последующего извлечения дохода от проекта или бизнеса через ИП ИСУ может выглядеть следующим образом.

1 этап. Образование заемного или кредитного денежного требования, обеспеченного ипотекой. Такое требование может возникнуть разными способами:

(а) потенциальному должнику может быть выдан бридж-кредит или внутрикорпоративный заем, обеспечиваемый залогом недвижимости, имеющейся в наличии как непосредственно у

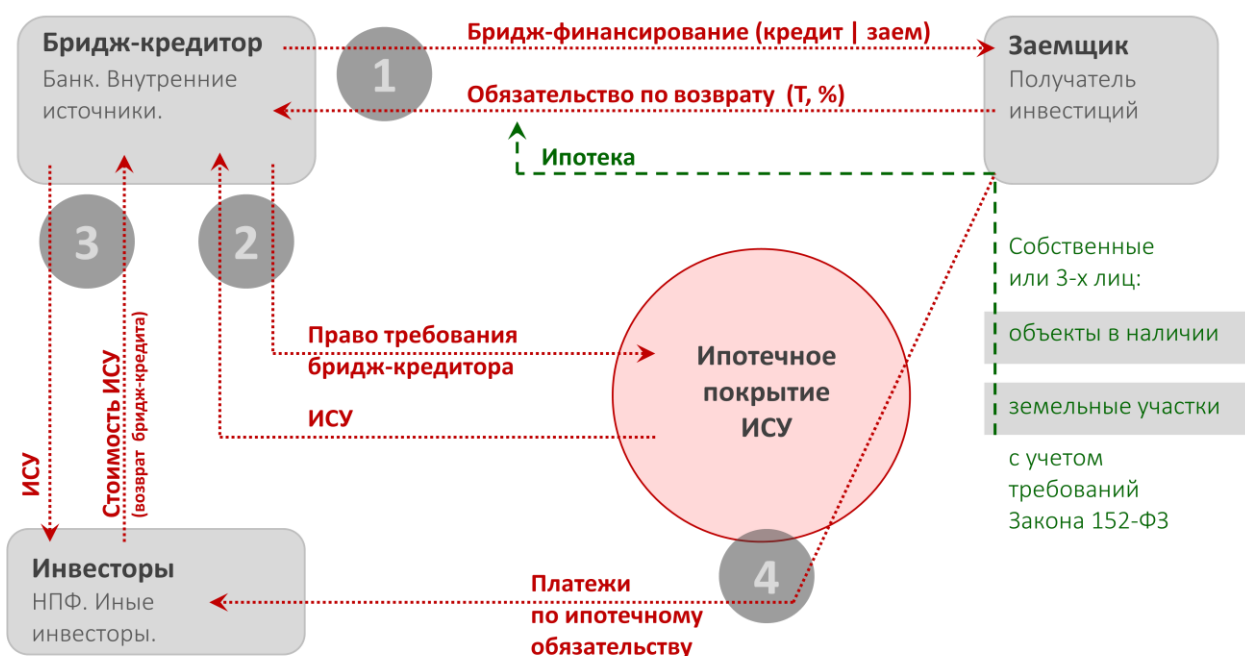
заемщика, так и у третьих лиц (полученные средства могут быть изначально направлены на цели приобретения недвижимости, передаваемой в залог, например, если финансируемый проект – это рентный бизнес);

(б) имеющаяся в моменте задолженность потенциального должника (любого характера) может быть новирована в заемное обязательство и обеспечена ипотекой;

2 этап. Передача кредитором заемного требования в состав ИП ИСУ в обмен на ИСУ (учреждение ипотечного покрытия).

3 этап. Передача ИСУ кредитором, ставшим первоначальным учредителем ипотечного покрытия, инвестору (в форме любой сделки, которая может стать основанием для передачи ценных бумаг: от продажи до передачи в виде вклада в уставный капитала и т.п.).

В качестве визуального примера приведем один из возможных вариант сделки финансирования проекта через ИП ИСУ.



Следует отметить, что бридж-кредит может носить бланковый характер и быть предварительно обеспечен размещением средств инвестора на депозите в банке (бридж-кредиторе). Важно также учесть, что, если инвестиционным источником являются пенсионные накопления НПФ, то (помимо соблюдения требований инвестиционной декларации НПФ к ИП ИСУ), должны быть соблюдены нормативные требования к банку (предъявляемые для размещения средств пенсионных накоплений), в котором размещается депозит под выдачу бридж-кредита.

Таким образом, помимо рефинансирования кредитных портфелей на рынке ипотечного кредитования, ипотечное покрытие ипотечных сертификатов участия может быть вполне успешно использовано в качестве инструмента финансирования проектов, как за счет внутренних источников (в этом смысле наиболее полезными свойствами являются его налоговые особенности в разрезе дальнейшего получения прибыли), так и за счет средств институциональных инвесторов,

которые с одной стороны (в условиях сужения возможностей банковского кредитования) будут рассматриваться как источник инвестиционной ликвидности, а с другой стороны (в условиях повышенных рисков размещения средств в финансовых институтах и на фондовом рынке) возможно будут проявлять интерес к непосредственному инвестированию в проекты и бизнес при наличии обеспечения обязательств реальными активами и высоком качестве самого проекта и его организаторов.

Некоторые выводы

Обозначенные в настоящей публикации ориентиры на использование в качестве первоочередных источников фондирования бизнеса собственных средств (в т.ч. зарубежных накоплений) корпораций предполагают использование наиболее эффективных инвестиционных инструментов.

В этом смысле, деловому сообществу требуются инструменты, позволяющие организовывать инвестиционный процесс в наиболее экономичных формах. И в этой связи хотелось бы отметить не только экономичный налоговый режим ИП ИСУ (как внутри России, так и за рубежом), но и сравнительно невысокую стоимость организации выпуска данного инструмента.

С другой стороны, секьюритизационные характеристики ИП ИСУ (трансформация потоков в потенциально ликвидную ценную бумагу), универсальный базовый актив (заемное требование) и реальность обеспечения (недвижимость) позволяют говорить о возможности сформировать на основе ИСУ привлекательный финансовый актив, который потенциально может заинтересовать институциональные инвестиционные структуры, в том числе пенсионные фонды.