Игорь КОЛОСИНСКИЙ,
независимый юрист (Киев)

Окончил Национальную академию внутренних дел. С 1998 года осуществляет адвокатскую практику. С 2005 по 2012 год работал в Государственном ипотечном учреждении (аналог российского ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию»), где принимал активное участие в рефинансировании ипотечных кредитов. В настоящее время проводит научно-правовые исследования на тему секьюритизации финансовых активов в Украине. Автор 22 статей в печатных СМИ, в том числе по вопросам юридического статуса специализированных ипотечных учреждений (украинских спецюрлиц), первичного и вторичного рынков ипотечного кредитования.

История ипотечного рынка и опыт секьюритизации в Украине

В Украине нет специального закона, посвященного секьюритизации финансовых активов, подобного тем, которые существуют в некоторых странах СНГ (например, закон Республики Казахстан «О секьюритизации» и закон Республики Армения «О секьюритизации активов и ценных бумагах, обеспеченных активами»). Термин «секьюритизация» в законодательстве также не используется. В Методических рекомендациях по организации и функционированию систем риск-менеджмента в банках Украины, утвержденных Национальным банком Украины, секьюритизация (активов) определена как перераспределение рисков путем трансформации активов банка (займов и других активов) в ценные бумаги для продажи инвесторам.

При этом банк эмитирует ценные бумаги от собственного имени или через дочерние учреждения, однако такие бумаги «привязываются» к конкретным активам банка: уплата дохода и погашение ценных бумаг зависит от получения банком дохода и основной суммы кредитов. Существует также достаточно много определений термина «секьюритизация» в украинской научной и справочной литературе экономического характера.

С точки зрения права классическую секьюритизацию можно определить как выпуск специально созданным юридическим лицом (в англоязычной литературе — SPV) долговых ценных бумаг, выполнение обязательств по которым осуществляется исключительно за счет доходов от активов, которые составляют обеспечение таких ценных бумаг.

Несмотря на отсутствие в законодательстве Украины специального закона о секьюритизации и самого термина «секьюритизация», основные положения классической (внебалансовой) и синтетической (балансовой) секьюритизации ипотечных активов содержатся в законах Украины «Об ипотечных облигациях» (2005 год) и «Об ипотечном кредитова-

нии, операциях с консолидированным ипотечным долгом и ипотечных сертификатах» (2003 год).

Первый закон содержит определение ипотечных облигаций, делит их на два вида (обычные и структурированные ипотечные облигации), регулирует отношения, связанные с формированием ипотечного покрытия ипотечных облигаций, ведением реестра ипотечного покрытия, выпуском и выполнением обязательств по облигациям, а также создание, деятельность и ликвидацию украинских SPV — специализированных ипотечных учреждений.

К достоинствам закона следует отнести создание конструкции спецюрлица и механизма защиты прав собственников структурированных ипотечных облигаций в виде наделения определенными полномочиями общего собрания собственников таких облигаций.

В целом правовое регулирование классической секьюритизации ипотечных активов следует признать несовершенным. Это подтверждается отсутствием факта создания специализированных ипотечных учреждений на Украине на протяжении восьми лет, которые прошли с момента опубликования Закона Украины «Об ипотечных облигациях», и осуществлением ПриватБанком в 2007 году транснациональной сделки секьюритизации ипотечных кредитов на сумму $180 млн по законодательству Великобритании. К основным недостаткам закона можно отнести предоставление специализированным ипотечным учреждениям статуса обычного финансового учреждения без надлежащего учета исключительного вида деятельности специализированных ипотечных учреждений, их неудачную организационную форму (а именно — учреждение), а также обычное налогообложение доходов от структурированных ипотечных облигаций.

Национальные правовые системы Украины и России принадлежат к одной правовой семье (романо-германской), поэтому представляет интерес вопрос о наличии общих признаков в правовых статусах украинских специализированных ипотечных учреждений (далее — учреждения) и российских ипотечных агентов (далее — агенты).

Закон Украины «Об ипотечных облигациях» и закон России «Об ипотечных ценных бумагах» регулируют такие вопросы создания и деятельности сравниваемых спецюрлиц, как предмет их деятельности, организационно-правовая форма, порядок формирования, состав и правовой режим имущества, обеспечивающего выполнение обязательств по выпускаемым спецюрлицами облигациям, особенности исполнения обязательств по таким облигациям, особенности прекращения сравниваемых спецюрлиц.

Что касается предмета деятельности сравниваемых спецюрлиц, то для

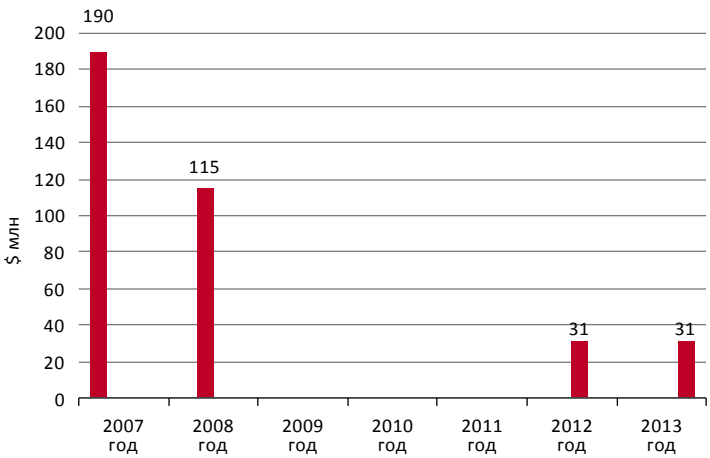

Рисунок 1
Динамика объемов активов, секьюритизированных украинскими оригинаторами

учреждений это приобретение ипотечных активов и выпуск структурированных ипотечных облигаций, а для агентов — приобретение права требования по кредитам (займам), обеспеченного ипотекой, и (или) закладных и эмиссия облигаций с ипотечным покрытием. Порядок формирования и состав имущества, обеспечивающего выполнение обязательств по облигациям сравниваемых спецюрлиц, также имеет много общего. Учреждения формируют такое имущество путем приобретения права требования по обеспеченным ипотекой денежным обязательствам должника в безотзывном порядке, то есть без права их замены, обратного выкупа или передачи, за исключением ситуаций, когда они не соответствуют установленным в проспекте эмиссии требованиям.

Ипотечные агенты же формируют имущество путем приобретения требований по кредитам (займам), обеспеченных ипотекой, и (или) закладных, в том числе путем оплаты уставного капитала (акций) агента таким имуществом, а также в результате универсального правопреемства. При этом замена ипотечного покрытия возможна лишь в отдельных случаях. Правовой режим имущества, обеспечивающего выполнение обязательств по облигациям, в обеих странах одинаков: это залог. Правда, в Украине залог ипотечного покрытия облигаций возникает с момента государственной регистрации выпуска структурированных ипотечных облигаций, в России — с момента возникновения прав на ипотечные облигации у их первого владельца. Обязательства по облигациям исполняются за счет имущества, которое называется ипотечным покрытием. Особенности прекращения деятельности сравниваемых спецюрлиц совпадают в части формирования ликвидационной массы в случае признания спецюрлиц банкротами. Так, ипотечное покрытие не включается в ликвидационную массу учреждения, а из агентского имущества, составляющего конкурсную массу, исключается ипотечное покрытие, залог которого обеспечивает выполнение обязательств по ипотечным облигациям.

Отличительным признаком статусов сравниваемых спецюрлиц является организационно-правовая форма. Эмитенты структурированных ипотечных облигаций могут создаваться только в организационно-правовой форме учреждения, а российские агенты могут создаваться только в форме акционерного общества.

У сравниваемых спецюрлиц также различаются статусы их органов. Законодательство Украины предусматривает приобретение учреждениями прав и обязанностей через свои органы и уполномоченных представителей, тогда как законодательство России обязывает полномочия единоличного исполнительного органа агента передать другой коммерческой организации.

Украинские структурированные ипотечные облигации и российские облигации с ипотечным покрытием имеют общие признаки. Они являются эмиссионными, процентными, долговыми ценными бумагами, исполнение обязательств по которым законодательно предусмотрено исключительно за счет их ипотечного покрытия.

Синтетическая секьюритизация ипотечных активов в законе Украины «Об ипотечных облигациях» регулируется более удачно, вследствие чего в Украине зарегистрировано пять выпусков обычных ипотечных облигаций. Эмитентами облигаций выступали: Укргазбанк в 2007 году, разместивший облигации на сумму $10 млн, Государственное ипотечное учреждение, в 2008 году выпустившее бумаги на сумму $2.5 млн, банк «Крещатик», в 2008 году разместивший облигации на $9 млн, Агентство по рефинансированию жилищных кредитов (далее — АРЖК), которое в 2012 году выпустило облигации серии А на суму $31 млн, а в 2013 году — облигации серии В на $31 млн. По состоянию на 01.12.2013 АРЖК разместило облигации серии В на сумму $12 млн. Всего в Украине выпущено обычных ипотечных облигаций на сумму $83.5 млн.

Закон Украины «Об ипотечном кредитовании, операциях с консолидированным ипотечным долгом и ипотечных сертификатах» предусматривает выпуск ипотечных сертификатов, которые могут быть двух видов: сертификаты с фиксированной доходностью и сертификаты участия. Закон также содержит положение о

том, что сертификаты выпускаются финансовыми учреждениями без списания с баланса активов, которые обеспечивают сертификаты, что позволяет отнести выпуск сертификатов к синтетической секьюритизации. В отличие от ипотечных облигаций, ипотечные сертификаты предусматривают доверительную собственность на их обеспечение, которое именуется ипотечными активами. Ипотечные сертификаты в Украине никогда не выпускались.

Кроме уже существующих законов, которые регулируют секьюритизацию ипотечных активов, следует обратить внимание на разработанный Национальной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку Украины (НКЦБФР) законопроект «О внесении изменений в некоторые законы Украины касательно создания механизмов обеспечения безопасности финансовых активов». Он содержит определение выделенных активов, секьюритизации, договора секьюритизации, специализированого финансового учреждения, положение о праве выпускать облигации, выполнение обязательств по которым обеспечено выделенными активами, только специализированными финансовыми учреждениями, требования к проспекту эмиссии таких облигаций, положение об организационно-правовой форме специализированых финансовых учреждений (общество с ограниченной ответственностью), а также регулирует вопросы их создания и ликвидации, формирования и обслуживания выделенных активов, правового режима выделенных активов, порядка выполнения обязательств по выпущенным специализироваными финансовыми учреждениями облигациям.

К достоинствам законопроекта можно отнести попытку расширить круг активов, которые могут быть секьюритизированы, за счет неипотечных активов, а также ввести новую конструкцию банковского счета, который имеет признаки конструкции эскроу-счета в секьюритизации в странах англо-американского права.

Основным недостатком законопроекта можно считать (как и в случае со специализированными ипотечными учреждениями) предоставление специализированным финансовым учреждениям статуса обычного финансового учреждения без надлежащего учета исключительного вида деятельности специализированных финансовых учреждений. Этот подход выразился в установлении НКЦБФР требований к членам исполнительных органов СФУ. Это означает, что специализированные финансовые учреждения не смогут передать полномочия своего исполнительного органа другому юридическому лицу, как это происходит с российскими ипотечными агентами. Вместе с тем, наличие исполнительного органа в специализированном финансовом учреждении обусловит существование значительных рисков корпоративных и трудовых конфликтов. Это может привести к нарушению исполнения обязательств по облигациям, обеспеченным выделенными активами.

Вторым существенным недостатком законопроекта является обычное налогообложение доходов от выпускаемых специализированными финансовыми учреждениями облигаций, обеспеченных выделенными активами. К сожале-

Рисунок 2. Соотношение классической и синтетической секьюритизации в Украине

нию, разработчики законопроекта не учли положительный российский опыт налогообложения доходов по выпускаемым ипотечными агентами облигациям с ипотечным покрытием. В результате в законопроекте не предусмотрены соответствующие льготы для собственников облигаций, обеспеченных выделенными активами.

Следует также обратить внимание на то, что в законопроекте недостаточно правовых норм для урегулирования такого многоаспектного явления (юридических, финансовых, налоговых, организационных аспектов), как секьюритизация активов. Законопроект содержит всего пять статей и дополнительно девять абзацев. Для сравнения, секьюритизационное законодательство Казахстана содержит 16 статей, а аналогичный документ Армении содержит 43 статьи. Кроме того, в Украине уже создано государственное специализированное финансовое учреждение «Государственный фонд содействия молодежному жилищному строительству», которое занимается частичным субсидированием процентной ставки по льготным ипотечным кредитам для молодежи. Совпадение в названиях различных организаций не будет способствовать стабильности правоотношений в такой тонкой сфере, как секьюритизация активов.

Отсутствие в Украине законодательства о секьюритизации неипотечных активов вынудило ПриватБанк секьюритизировать автомобильные кредиты в 2008 году на сумму $104 млн по законодательству Великобритании. Всего украинские оригинаторы секьюритизировали активов на суму $367.5 млн.

Инфраструктура украинского вторичного рынка ипотечного кредитования развита слабо. Единственными рефинансирующими ипотечными учреждениями второго уровня являются Государственное ипотечное учреждение, созданное в 1995 году Кабинетом министров Украины (ГИУ), и Агентство по рефинансированию жилищных кредитов, созданное в феврале 2012 года четырьмя украинскими государственными банками (Ощадбанк, Укрэксимбанк, Укргазбанк и банк «Киев»).

Активность ГИУ на вторичном рынке ипотечных кредитов остается крайне низкой. В 2013 году ГИУ рефинансировало ипотечных кредитов на сумму около $10 млн. Сейчас ГИУ уделяет больше внимания финансированию строительства. До 2008 года на рынке существовали также ипотечные брокерские компании, которые после кризиса перестали публично предлагать свои услуги.

Все вышеизложенное позволяет сделать следующие выводы:

1. Законодательство о секьюритизации ипотечных активов в Украине создано, однако его недостатки не позволяют осуществлять классическую (внебалансовую) секьюритизацию, хотя закон дает возможность участникам рынка проводить сделки синтетической (балансовой) секьюритизации. Подготовленный НКЦБФР Украины законопроект о классической секьюритизации неипотечных активов содержит существенные недостатки.

2. Количество сделок секьюритизации на Украине незначительно, инфраструктура вторичного рынка ипотечного кредитования развита слабо.

Все это говорит о том, что рынок секьюритизации в Украине находится на стадии зарождения.