Евгений БАРДАДИМ,
руководитель управления
долгового финансирования,
Азиатско-Тихоокеанский Банк

Михаил ПИЧУГИН,
начальник отдела
правового сопровождения
международных расчетов
и ценных бумаг,
Азиатско-Тихоокеанский Банк

Промежуточное финансирование ипотечного агента в секьюритизации: практические вопросы

Промежуточное финансирование ипотечных агентов, или warehouse, несмотря на явные преимущества, не нашло широкого распространения в сделках ипотечной секьюритизации в России. Данный инструмент фондирования был предусмотрен еще программами АИЖК по покупке ипотечных облигаций в многотраншевых выпусках, которые имели цель поддержать вторичный рынок ипотеки в России. Программы были очень востребованы участниками в 2010–2016 годах. По теории warehouse было множество общих публикаций, мы же постараемся кратко раскрыть основные практические аспекты на основе нашего опыта.

Промежуточное финансирование (Промфин) ипотечного агента (ИА) под залог закладных позволяет первичному кредитору (Оригинатор) продать часть активов до даты размещения жилищных облигаций с ипотечным покрытием (Облигации), причем без отсрочки в оплате покупной цены, которая в обычных условиях вызывает необходимость формирования дополнительных резервов на возможные потери. Таким образом, фактически положительный эффект от проекта может быть достигнут раньше даты размещения Облигаций, например уже на 2-й месяц, а не через 7–12 месяцев. Накопление пула происходит быстрее, что может сократить сроки реализации проекта, а значит, снизить расходы. Основным источником погашения Промфина при этом являются не собственные средства ипотечного агента или выручка в рамках текущей хозяйственной деятельности, а средства от размещения Облигаций.

В отличие от прямого кредитования первичного кредитора на осуществление текущей деятельности, Промфин имеет

четко ограниченное целевое назначение. Поэтому для оценки рисков это более прозрачный инструмент. Кредиты выдаются под залог уже имеющегося пула закладных на приобретение новых. Большим преимуществом является также то, что пул первоначально оценивается и отбирается самим кредитором на основе отчетов по портфелю по различным критериям (LLD, Vintage, Recovery rate), в том числе для того, чтобы определить соотношение Кредит/Залог (LTV) в рамках Промфина и окончательные условия финансирования. Проводится процедура проверки качества представленных в отчетах данных, изучаются паспорта продуктов. Разрабатывается модель денежных потоков по пулу с учетом прогноза скорости досрочного погашения и уровня дефолтов. Сопровождение закладных, которые будут обеспечивать задолженность ИА перед кредиторами, остается за Оригинатором, поэтому необходимо также изучить сложившийся порядок обслуживания. В отдельных известных нам проектах потребовалось создание резервных фондов на покрытие рисков уже на этапе финансирования до размещения ценных бумаг. Размер аналогичен фондам, создаваемым для покрытия рисков по старшим выпускам, то есть около 2.5–5.0%. Однако мы предпочитаем уделять большее внимание оценке рисков по пулу и отбору залога, не требуя при этом дополнительного фондирования от Оригинатора.

Целью Промфина фактически является оплата части покупной цены по договору купли-продажи закладных, заключенному между ИА и Оригинатором. Это значит, что у ИА к моменту возникновения обязательств по Промфину как минимум должны возникнуть права на закладные, передаваемые в залог. Таким образом, сначала 1) заключается договор купли-продажи закладных между ИА и Оригинатором, потом 2) происходит переход прав по закладным, далее 3) Оригинатор предоставляет кредитные средства, 4) основной кредитор предоставляет свою часть финансирования, 5) производится полная оплата покупной цены по договору купли-продажи закладных, 6) специализированный депозитарий фиксирует обременение закладных. Эталонная конструкция сделки предполагает получение основным кредитором в дату предоставления кредита подтверждений: 1) зачисления специализированным депозитарием закладных на счет депо ИА; 2) платежного поручения ИА о полной оплате покупной цены закладных; 3) фиксации специализированным депозитарием обременения закладных в пользу основного кредитора и их обездвижения (в случае документарных закладных). Вместе с тем российское законодательство позволяет достаточно гибко структурировать сделку и при необходимости определить иной график оплаты ИА покупной цены закладных за счет полученных целевых кредитных средств с учетом интересов всех сторон.

Оплата покупной цены производится за счет кредитных средств, полученных от Оригинатора и основного кредитора. При этом очень важно детально прописать, соотнести и согласовать между сторонами условия различных договоров и соглашений в одном проекте. Например, прописать порядок погашения задолженности перед Оригинатором и четко установить субординированность долга по отношению к долгу перед основным кредитором.

Во всех известных нам сделках производится передача закладных на учет в депозитарий. По нашему мнению, без депозитарного учета на практике не обойтись. При обездвижении документарной закладной депозитарий, который осуществляет хранение данной закладной, обязан уведомить об этом орган регистрации прав и обязанное по данной документарной закладной лицо. При этом права владельца подтверждаются записью по счету депо в системе депозитарного учета, передача прав на закладную и совершение иных сделок с закладной может осуществляться только путем внесения соответствующих записей по счету депо. Таким образом, если документарная закладная передана в депозитарий для учета, то залог возникает с момента зачисления (перевода) закладных на залоговый раздел счета депо, принадлежащего ИА. Передача закладных на депозитарный учет освобождает Оригинатора от необходимости государственной регистрации залога отдельно по каждой закладной в Едином государственном реестре недвижимости (Росреестр)[1], так как фиксация

[1] Ст. 339.1 и 8.1 Гражданского кодекса Российской Федерации.

обременений будет осуществляться непосредственно специализированным депозитарием, что также снижает расходы. Кроме учета депозитарий (специализированный депозитарий) дополнительно осуществляет проверку закладных на предмет соответствия законодательству. Описанный подход может, конечно, несколько увеличить расходы Оригинатора, связанные с оплатой услуг депозитария, однако это существенно компенсируется снижением рисков недобросовестности и ошибок оформления.

Необходимо отметить, что недавние изменения в законодательстве[1] подтверждают приоритеты развития российского рынка ценных бумаг и их постепенного перехода из документарной в электронную форму. Так, с 1 января 2019 года уже действуют некоторые ограничения на оборот документарных закладных, среди которых, например, следующие: документарная закладная, выданная до 1 июля 2018 года, с 1 января 2019 года не может быть передана в депозитарий для временного депозитарного учета, а также в случае, если до 1 июля 2018 года документарная закладная передана в депозитарий для временного депозитарного учета и после 1 июля 2018 года владелец документарной закладной потребовал от депозитария прекращения хранения такой закладной и (или) учета прав на нее, последующая передача такой закладной в депозитарий для временного депозитарного учета не допускается. Такая закладная может быть передана в депозитарий для депозитарного учета, а также фиксации перехода прав на нее (в том числе залога и иных обременений и ограничений) только по правилам, установленным для бездокументарных ценных бумаг[2].

Обращаем внимание, что в рамках Промфина под полноценным залогом закладных мы понимаем не просто залог самих документарных ценных бумаг в соответствии со ст. 358.16 ГК РФ. В договоре залога (в рамках документации по Промфину) предусматривается обременение всех прав в совокупности с учетом ст. 49 Закона об ипотеке. Закладная не является спекулятивной ценной бумагой, содержащей высокие риски изменения рыночной цены. По сути, она удостоверяет права требования по обеспеченному ипотекой обязательству. Без полноценного обеспечения в виде прав требований по ипотеке источником кредитного риска в той или иной степени становится деятельность самого ИА как обычного хозяйствующего субъекта, к тому же ведущего финансово-посредническую деятельность[3]. У кредиторов анализ таких заемщиков всегда вызывает много вопросов. Классический же Промфин предполагает в первую очередь глубокий анализ структуры сделки, рисков пула ипотеки и срыва размещения Облигаций как основного источника погашения задолженности.

Если стороны изначально заинтересованы в размещении Облигаций в разумные сроки, а не в использовании ИА как долгосрочной платформы[4], то как для основного кредитора, так и для второстепенного (Оригинатор) важно обеспечить успешную реализацию проекта. Одним из условий предоставления финансирования является наличие возможности контролировать риск неразмещения Облигаций. Это обычно достигается путем получения основным кредитором мандата на услуги по организации размещения, а также путем андеррайтинга ценных бумаг. Требования для андеррайтинга или участия в качестве «якорного» инвестора могут быть разные, в том числе присвоение выпуску определенного уровня рейтинга. Детальный ана-

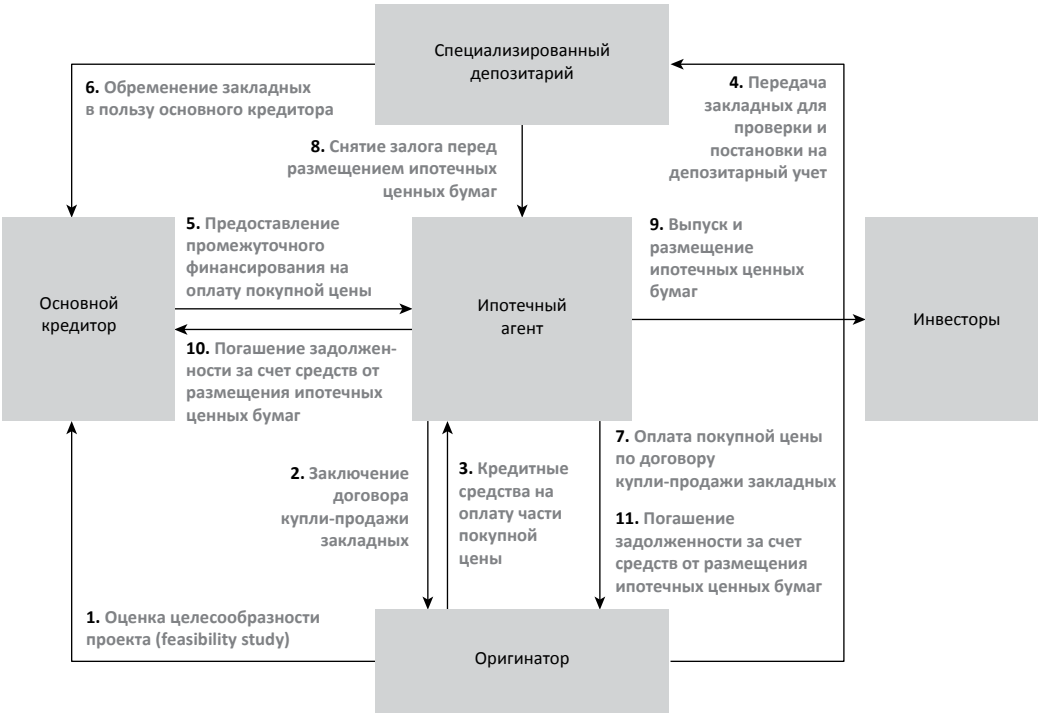
[1] Федеральный закон от 16.07.1998 N 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)».

[2] Федеральный закон от 25.11.2017 N 328-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "Об ипотеке (залоге недвижимости)" и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

[3] Кредиторам мы рекомендуем учесть особенности ипотечных агентов и разработать отдельную методику для оценки размера резервов на возможные потери по ссудам в соответствии с Положением Банка России № 590-П.

[4] Насколько мы понимаем, потенциально инфраструктура может быть использована и для долгосрочного накопления. Это позволяет перенести основные расходы по организации выпуска на будущее и увеличить объем. Однако необходимо учитывать возможные налоговые последствия для ипотечного агента и спонсора, основной целью деятельности которого должна являться покупка портфелей ипотеки и размещение ипотечных ценных бумаг.

Рисунок 1. Схема предоставления промежуточного финансирования ипотечному агенту в сделках секьюритизации



лиз рисков при предоставлении Промфина, а также роль организатора позволяют основному кредитору получить необходимую информацию для привлечения инвесторов и оценки эффективности возможного собственного участия в размещении бумаг.

Подходим к финальной стадии, а именно к погашению Промфина. После накопления за счет заемных средств Промфина и финансирования со стороны Оригинатора нужного объема пула организуется размещение Облигаций. В соответствии с Законом об ипотечных ценных бумагах № 152-ФЗ ипотечное покрытие на дату размещения бумаг не должно быть обременено иными правами. Это значит, что технически на 1–2 дня задолженность ипотечного агента перед участниками останется без обеспечения. Мы не видим в этом существенных рисков при условии добросовестности участников и грамотного планирования этапов работ.

В заключение хотелось бы отметить, что в ходе реализации проекта секьюритизации с привлечением промежуточного финансирования стороны сталкиваются с вопросами, неправильный ответ на которые может существенно снизить эффективность сделки. Такими могут быть как юридически несогласованные между собой формулировки документации, так и порядок осуществления платежей и даже просто счет, на который осуществляется зачисление кредитных средств с целью дальнейшей оплаты покупной цены в рамках купли-продажи. АТБ имеет практический опыт организации сделок, редкий в России опыт предоставления финансирования под залог закладных, а также при определенных условиях готов рассматривать возможность андеррайтинга облигаций с ипотечным покрытием[1]. Мы с удовольствием поделимся опытом успешной реализации таких проектов.

[1] Вопрос андеррайтинга или участия в качестве «якорного» инвестора рассматривается отдельно и подлежит дополнительному согласованию и утверждению сторонами.