



Олег УШАКОВ,
старший юрист,
АБ «Егоров, Пугинский,
Афанасьев и партнеры»



Мария КОНДРАЦКАЯ,
юрист, АБ «Егоров,
Пугинский, Афанасьев
и партнеры»

Программа жилищных облигаций с ипотечным покрытием: преимущества и риски

Программы жилищных облигаций с ипотечным покрытием — новый инструмент на российском рынке ценных бумаг. Выпуск жилищных облигаций в рамках программ позволяет сократить сроки эмиссии и упростить процесс подготовки эмиссионных документов. Первая сделка, в ходе которой зарегистрирована программа жилищных облигаций с ипотечным покрытием, была реализована в рамках проекта Агентства ипотечного жилищного кредитования «Фабрика ИЦБ». Использование программ предполагает размещение нескольких выпусков жилищных облигаций с баланса одного ипотечного агента, что связано с рисками кросс-дефолта. Рассмотрим некоторые способы минимизации данных рисков.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ПРОГРАММ ОБЛИГАЦИЙ

Возможность выпускать программы облигаций появилась относительно недавно — 2 августа 2014 года, когда вступил в силу Федеральный закон от 21.07.2014 № 218-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Учитывая новизну инструмента, первоначально было решено апробировать его на наиболее простых облигациях — документарных, с обязательным централизованным хранением, без залогового обеспечения, при условии, что они предоставляют владельцам бумаг только права на получение номинальной стоимости и купона или только номинальной стоимости в денежной форме.

Одна из основных целей введения программ — сократить сроки регистрации типовых выпусков облигаций.

Юридически это оформляется следующим образом. Права владельцев облигаций, как обычно, закрепляются в решении о выпуске ценных бумаг. Однако такое решение разбивается на две части. Первая часть решения о выпуске — это и есть программа облигаций. Она является общей для всех выпусков облигаций, которые планирует разместить эмитент. Согласно ФЗ «О рынке ценных бумаг», в первой части решения содержатся «определяемые общим образом права владельцев облигаций и иные общие условия для одного или нескольких выпусков облигаций» (пункт 8 статьи 17). В свою очередь, конкретные условия отдельного выпуска содержатся во второй части решения о выпуске облигаций.

Как программа облигаций в целом, так и отдельные условия выпуска облигаций подлежат государственной регистрации¹. Регистрация программы облигаций может сопровождаться регистрацией проспекта ценных бумаг. В этом случае эмитент не обязан будет регистрировать проспекты облигаций, выпускаемых в дальнейшем в рамках программы, что следует из подпункта 8 пункта 1 статьи 22 ФЗ «О рынке ценных бумаг». Однако данная норма не применяется, если эмитент не зарегистрировал проспект одновременно с программой. В этом случае правила о необходимости регистрации проспекта определяются на общих основаниях.

Следует также отметить, что выпуск облигаций, размещаемый в рамках программы, не может быть зарегистрирован одновременно с программой².

Таким образом, оптимальной является следующая процедура: сначала регистрируется программа облигаций вместе с проспектом ценных бумаг (нормативный срок регистрации составляет 30 дней); после этого регистрации подлежит вторая часть решения о выпуске (условия выпуска) об-

лигаций (нормативный срок — 10 рабочих дней). Конкретные условия выпусков облигаций могут быть зарегистрированы многократно (в пределах общих параметров, определенных программой).

ПРОГРАММЫ ЖИЛИЩНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ИПОТЕЧНЫМ ПОКРЫТИЕМ

Учитывая довольно успешное применение программ в отношении облигаций без залогового обеспечения, следующим шагом в развитии данного инструмента стало закрепление в российском законодательстве положений, позволяющих регистрировать программы жилищных облигаций с ипотечным покрытием.

Эта новелла была закреплена Федеральным законом от 30.12.2015 № 461-ФЗ «О внесении изменений в статью 17 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах», вступившим в силу 10 января 2016 года³. Как указывается в пояснительной записке к данному закону, применение программ «позволит повысить уровень стандартизации облигаций с ипотечным покрытием, что положительно отразится на ликвидности данных инструментов и в конечном итоге на стоимости ресурсов, привлекаемых в сферу ипотечного кредитования». Развитие ипотечного кредитования, в свою очередь, может привести к повышению доступности жилья для населения.

ФАБРИКА ИЦБ

Первой сделкой, при реализации которой была зарегистрирована программа жилищных облигаций с ипотечным покрытием, стал проект Агентства ипотечного жилищного кредитования (АИЖК) «Фабрика ИЦБ»⁴.

¹ Либо при соблюдении соответствующих условий им присваивается идентификационный номер.

² Данный вывод следует из формы титульного листа условия выпуска (дополнительного выпуска) облигаций в рамках программы облигаций, утвержденной в Приложении 13.2 Стандартов эмиссии.

³ Соответствующий законопроект разрабатывался при участии авторов настоящей статьи — <http://epam.ru/rus/news/view/komanda-ab-egorov-puginiskii-afanasev-i-partnery-vystupila-konsultantom-aizhk-po>

⁴ Авторы настоящей статьи входили в состав проектной команды АБ «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры», осуществлявшей юридическое сопровождение указанной сделки.

В рамках этой сделки с баланса ипотечного агента (дочернего общества АИЖК) были выпущены одностраншевые облигации с переменным купоном, обеспеченные поручительством АИЖК. Первый выпуск таких жилищных облигаций был размещен 28 декабря 2016 года, при этом в состав ипотечного покрытия вошли кредиты Банка Жилищного Финансирования.

РИСК КРОСС-ДЕФОЛТА И СПОСОБЫ ЕГО МИНИМИЗАЦИИ

Секьюритизация активов с использованием программы облигаций предполагает эмиссию нескольких выпусков жилищных облигаций, обеспеченных самостоятельными ипотечными покрытиями, с баланса одного ипотечного агента.

До недавнего времени существовала практика, в соответствии с которой под каждую секьюритизационную сделку создавался отдельный ипотечный агент.

Это было связано с риском кросс-дефолта, который заключается в том, что кредитор ипотечного агента (в том числе владелец облигаций) может попытаться взыскать деньги, причитающиеся ему по одной сделке, за счет средств, относящихся к другой сделке данного ипотечного агента.

Одной из вариаций данного риска является возможность кредиторов ипотечного агента обратиться взыскание на ипотечное покрытие по «чужой» сделке в рамках ФЗ «Об исполнительном производстве» (с соблюдением предусмотренного законодательством РФ права залогодержателей¹).

Применительно к основным кредиторам ипотечного агента — владельцам облигаций — такой риск минимизируется за счет механизма, который в практике секьюритизационных сделок принято называть *limited recourse*. В сделке

¹ Пункт 8.1 Методических рекомендаций по вопросам действий судебного пристава-исполнителя при обращении взыскания на заложенное имущество, ут. Директором Федеральной службы судебных приставов — главным судебным приставом РФ А.О. Парфенчиковым 8 декабря 2015 года № 0014/14.

«Фабрика ИЦБ» он нашел отражение в следующем положении пункта 12.2 условий выпуска облигаций: «Требования владельцев облигаций, не удовлетворенные за счет средств, полученных от реализации ипотечного покрытия вследствие недостаточности таких средств, считаются погашенными».

Это положение закрепляется в документации на основании пункта 8 статьи 15.1 ФЗ «О рынке ценных бумаг»² и пункта 5 статьи 8 ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

Применение указанной нормы следует рассматривать в совокупности с пунктом 2 статьи 78 ФЗ «Об исполнительном производстве», который гласит, что если взыскание на имущество обращено для удовлетворения требований залогодержателя, то взыскание на заложенное имущество обращается в первую очередь независимо от наличия у должника другого имущества.

Исходя из этого, владельцы облигаций не смогут обратиться взыскание на «чужое» ипотечное покрытие, поскольку в первую очередь взыскание будет обращено на ипотечное покрытие по «своей» сделке, после чего их требования будут считаться погашенными.

Другой механизм, который используется для минимизации риска кросс-дефолта, — это запрет на предъявление требований о банкротстве ипотечного агента до наступления определенных обстоятельств (*non-petition*)³. Соответствующие положения отражены в пункте 7 условий выпуска облигаций ипотечного агента «Фабрика

² В ФЗ «О рынке ценных бумаг» закреплено, что «договором кредитора со специализированным обществом или условиями выпуска облигаций специализированного общества может быть предусмотрено, что требования кредитора или владельцев облигаций, не удовлетворенные за счет средств, полученных в результате реализации заложенных денежных требований при обращении на них взыскания, а в случае предоставления иного обеспечения — за счет такого обеспечения, считаются погашенными». В свою очередь, в ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» действие приведенной нормы распространено на ипотечных агентов.

³ Статьи 230.1 и 230.5 ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».

ИЦБ»¹, а также в ряде договоров по сделке АИЖК².

Тем не менее применение механизмов limited recourse и non-petition не позволяет «закрыть» риски ареста всех счетов ипотечного агента в качестве обеспечительной меры в арбитражном процессе³ или меры по обеспечению иска в гражданском судебном процессе⁴. В результате денежные средства могут не дойти до адресатов.

Помимо этого, на денежные средства ипотечного агента может быть обращено взыскание в ходе исполнительного производства.

В рамках проекта «Фабрика ИЦБ» данные риски в целом нивелируются в

отношении основных кредиторов — владельцев облигаций⁵ — за счет поручительства АИЖК, условия которого, в частности, предусматривают обязанность исполнить обязательства по выплате купона и/или номинальной стоимости (части номинальной стоимости) облигаций еще до возникновения оснований для досрочного погашения таких облигаций.

В случае регистрации программ жилищных облигаций, в рамках которых размещаемые выпуски облигаций должны будут получить рейтинговую оценку, необходимо проработать дополнительные способы минимизации данных рисков. В этом случае следует пересмотреть стандартные подходы, которые сложились в практике реализации сделок ипотечной секьюритизации, и проанализировать возможность применения новых инструментов, которые относительно недавно появились в российском законодательстве (залоговые счета, номинальные счета, соглашения кредиторов и проч.).

¹ Владельцы облигаций и/или представитель владельцев облигаций не имеют права предъявлять в суд (арбитражный суд) заявление о признании эмитента банкротом до даты реализации ипотечного покрытия вследствие обращения взыскания на данное ипотечное покрытие.

² По данным договорам контрагенты ипотечного агента не вправе подать в суд заявление о его банкротстве до даты погашения облигаций.

³ Пункт 1 части 1 статьи 91 Арбитражного процессуального кодекса РФ.

⁴ Пункт 1 части 1 статьи 140 Гражданского процессуального кодекса РФ.

⁵ В данном случае следует иметь в виду, что доля кредиторов ипотечного агента, не связанных с АИЖК, в сделке «Фабрики ИЦБ» крайне невелика. Речь идет прежде всего о сервисном агенте, специализированном депозитари, представителе владельцев облигаций.