З А Т В Е Р Д Ж Е Н О

рішенням Національної комісії з

цінних паперів та фондового ринку

від 14.02.2023 № 139

|  |
| --- |
|  |
|  | **Концепція** **ЗАПРОВАДЖЕННЯ Законодавчої БАЗИ щодо облігацій з покриттям ТА СЕК’ЮРИТИЗАЦІЇ В УКРАЇНІ**  |  |

**Зміст**

[1 Резюме 5](#_Toc95480962)

[2 Вступ 8](#_Toc95480963)

[2.1 Потенційні вигоди від запровадження сек’юритизації та облігацій з покриттям в Україні 8](#_Toc95480964)

[2.2 Сфера застосування та роль концепції 9](#_Toc95480965)

[2.3 Мета концепції 9](#_Toc95480966)

[2.4 Загальний опис процесу 10](#_Toc95480967)

[3 Опис 11](#_Toc95480968)

[3.1 Порівняння сек’юритизації та облігацій з покриттям 11](#_Toc95480969)

[3.2 Відмінність між облігаціями з покриттям, що дають подвійне право вимоги, та сек’юритизацією, що за характером є “передачею ризиків” 15](#_Toc95480970)

[3.2.1 Оригінатор 15](#_Toc95480971)

[3.2.2 Інвестор 16](#_Toc95480972)

[3.2.3 Клієнти, чия заборгованість включена до складу пулу 16](#_Toc95480973)

[3.3 Альтернативні форми сек’юритизації 16](#_Toc95480974)

[3.3.1 Синтетичні сек’юритизації 17](#_Toc95480975)

[3.3.2 Сек’юритизація майбутніх надходжень 17](#_Toc95480976)

[3.4 Альтернативні форми облігацій з покриттям 18](#_Toc95480977)

[3.5 Історичні міркування 19](#_Toc95480978)

[3.5.1 Облігації з покриттям 19](#_Toc95480979)

[3.5.2 Сек’юритизація 19](#_Toc95480980)

[3.6 Потенційні переваги 20](#_Toc95480981)

[3.7 Потенційні ризики 22](#_Toc95480982)

[3.8 Механізми захисту 23](#_Toc95480983)

[4 Структурні складові 24](#_Toc95480984)

[4.1 Структурні складові ринку сек’юритизації 24](#_Toc95480985)

[4.1.1 Компанія спеціального призначення 24](#_Toc95480986)

[4.1.2 Передача активів 25](#_Toc95480987)

[4.1.3 Створення забезпечення 26](#_Toc95480988)

[4.1.4 Зниження кредитного ризику 26](#_Toc95480989)

[4.1.5 Створення облігацій 27](#_Toc95480990)

[4.1.6 Податковий нейтралітет 27](#_Toc95480991)

[4.1.7 Інші структурні елементи 28](#_Toc95480992)

[4.2 Створення ринку сек’юритизації в Україні 29](#_Toc95480993)

[4.2.1 Компанія спеціального призначення 30](#_Toc95480994)

[4.2.2 Передача активів 33](#_Toc95480995)

[4.2.3 Створення забезпечення 33](#_Toc95480996)

[4.2.4 Зниження кредитного ризику 34](#_Toc95480997)

[4.2.5 Податковий нейтралітет 34](#_Toc95480998)

[4.3 Структурні елементи ринку облігацій з покриттям 35](#_Toc95480999)

[4.3.1 Запропонована структура облігацій з покриттям 36](#_Toc95481000)

[4.3.2 Визначення активів 37](#_Toc95481001)

[4.3.3 Передача активів, що входять до пулу покриття, на користь компанії спеціального призначення 38](#_Toc95481002)

[4.3.4 Обов'язок здійснити викуп 39](#_Toc95481003)

[4.3.5 Захист інвестора 39](#_Toc95481004)

[4.3.6 Наслідки відокремлення емітента облігацій та власника активів 39](#_Toc95481005)

[4.3.7 Режим пулу покриття у разі неплатоспроможності 40](#_Toc95481006)

[4.3.8 Режим нагляду 41](#_Toc95481007)

[4.4 Створення ринку облігацій з покриттям в Україні 41](#_Toc95481008)

[4.4.1 Визначення активів 41](#_Toc95481009)

[4.4.2 Зобов'язання здійснити викуп 42](#_Toc95481010)

[4.4.3 Наслідки відокремлення емітента облігацій та власника активів 43](#_Toc95481012)

[4.4.4 Режим пулу покриття у разі неплатоспроможності 43](#_Toc95481013)

[4.4.5 Режим нагляду 44](#_Toc95481014)

[4.5 Вимоги до інфраструктури та регуляторних органів 44](#_Toc95481015)

[4.5.1 Елементи інфраструктури……….](#_Toc95481016) 44

[4.5.2 Режим контролю 46](#_Toc95481017)

[4.5.3 Рейтинги та розподіл капіталу 47](#_Toc95481018)

[4.6 Використання інструментів 49](#_Toc95481019)

[4.6.1 Прийнятні активи – облігації з покриттям 49](#_Toc95481020)

[4.6.2 Прийнятні емітенти – облігації з покриттям 49](#_Toc95481021)

[4.6.3 Прийнятні активи – сек'юритизація 50](#_Toc95481022)

[4.6.4 Очікування щодо випуску в Україні облігацій з покриттям та здійснення сек’юритизації…  50](#_Toc95481023)

[5 Наступні кроки та перспективи сек'юритизації та облігацій з покриттям в Україні 51](#_Toc95481024)

[5.1.1 Розвиток в інших країнах 51](#_Toc95481025)

[5.1.2 Передумови для успішної сек'юритизації та облігацій з покриттям 52](#_Toc95481026)

[5.1.3 Перспективи сек'юритизації та облігацій з покриттям в Україні на думку учасників ринку …………… 53](#_Toc95481027)

[5.1.4 Останні зміни в нормативно-правових актах ЄС, які слід враховувати 56](#_Toc95481028)

[Висновок 56](#_Toc95481029)

[Додаток 1: Рекомендації Європейської служби банківського нагляду (EBA) щодо найкращих практик у сфері облігацій з покриттям 57](#_Toc95481030)

[Додаток 2: Глосарій термінів 59](#_Toc95481031)

[Додаток 3: Законодавчий процес у ЄС 64](#_Toc95481032)

[Додаток 4: Альтернативні структури облігацій з покриттям 66](#_Toc95481033)

[Модель активів на балансі 66](#_Toc95481034)

[Порівняння моделей 67](#_Toc95481035)

[Додаток 5: Законодавство та найкращі практики ЄС 70](#_Toc95481036)

# Резюме

Метою цієї Концепції є визначення концептуальних питань для подальшої розробки законодавчого регулювання впровадження облігацій з покриттям та сек'юритизації в Україні. Ця Концепція структурована наступним чином. Розділ 2 “Вступ” описує переваги використання облігацій з покриттям та сек’юритизації для української економіки на основі досвіду інших країн з перехідною економікою, які вже впровадили ці механізми, а саме, що і сек’юритизація, і облігації з покриттям є способами використання забезпечення, створеного за рахунок активів, для зниження кредитного ризику, а відтак і для зменшення вартості фінансування цих активів. Обсяг і мета цієї Концепції, а також огляд процесу, який необхідно буде завершити для запровадження облігацій з покриттям та сек'юритизації, також стисло викладені у Розділі 2. Робота над цим проєктом розпочалась ще до початку повномасштабної російської агресії проти України в лютому 2022 року, але до Концепції також було включено коротке висвітлення того, як нові інструменти можуть бути використані для допомоги у відбудові України після війни.

Розділ 3 “Опис” має інформаційний характер, у ньому наведені стислі роз’яснення структур, описаних у цьому документі. Пояснюється, що облігації з покриттям можуть використовуватися для зниження кредитного ризику, а отже для зменшення вартості фінансування за рахунок певних високоякісних класів активів, із повним правом вимоги до емітента, який повинен бути банком (або іншою прийнятною кредитною установою), та при підвищених вимогах нагляду з боку державного регулятора. При сек'юритизації ж дозволяється використання ширшого кола класів активів, які включаються в пул; оригінаторами, які здійснюють сек’юритизацію, можуть бути юридичні особи (а не лише банки або інші кредитні установи); для сек’юритизації не передбачені спеціальні процедури нагляду. Разом з цим певні додаткові особливі правила нагляду можуть застосовуватись, якщо сек’юритизація має статус “простої, прозорої та стандартизованої” сек'юритизації згідно з Регламентом STS. Крім того, у власників облігацій в рамках сек’юритизації відсутнє право вимоги до оригінатора у випадку, коли активи, включені до пулу сек’юритизації, стають проблемними. З цієї причини сек'юритизація може використовуватися для передачі ризику за активами від оригінатора третім особам (власникам облігацій). Для забезпечення всебічного розуміння питання у документі представлені основні відмінності між класичною сек'юритизацією та структурами з використанням облігацій з покриттям з трьох різних точок зору – оригінатора, інвестора та клієнта оригінатора (позичальника).

У Розділі 3 також описані найпоширеніші альтернативні форми сек'юритизації та облігацій з покриттям, а саме: синтетична сек'юритизація (передача ризику за активами без залучення фінансування) та сек'юритизація майбутніх надходжень (використання активів, права за якими ще не виникли). Для повноти розуміння Розділ 3 описує показники облігацій з покриттям та сек’юритизації у минулому та визначає потенційні вигоди від використання цих комплексних структур, наприклад: зменшення вартості, збільшення надійності та строків фінансування для українських оригінаторів, підвищення фінансової стабільності та прозорості у фінансовому секторі. Також представлено аналіз потенційних вигод та ризиків, притаманних як сек'юритизації, так і облігаціям з покриттям, і механізмів захисту, необхідних для недопущення надмірної субординації вимог інших кредиторів оригінаторів перед вимогами власників облігацій з покриттям або облігацій випущених в ході сек’юритизації, а також для унеможливлення негативних наслідків трансакцій для клієнтів.

Детальна інформація про те, як слід структурувати облігації з покриттям та сек'юритизацію, викладена у Розділі 4 “Структурні складові”. У Розділі 4.1 роз’яснюються основні структурні елементи, задіяні у сек'юритизації активів, а саме: створення нової компанії під конкретну трансакцію (компанії спеціального призначення, SPV), передача пулу активів цій компанії та фінансування придбання активів за рахунок випуску облігацій. У Розділі 4.2 пояснюється, які зміни слід внести в українське законодавство для впровадження основних елементів сек'юритизації. Зокрема, зазначається, що в Україні наразі не існує організаційно-правової форми та режиму діяльності юридичної особи, яка б повною мірою відповідала функціоналу компанії спеціального призначення. У зв’язку з цим було розглянуто, серед іншого, такі організаційно-правові форми, у яких може бути створена компанія спеціального призначення: інвестиційний фонд, установа та непідприємницьке товариство. З проведеного аналізу видається, що найбільш оптимальним варіантом було б створення компанії спеціального призначення як особливого виду непідприємницького товариства. Крім того, передача пулу активів повинна бути структурована як відступлення прав вимоги. У зв’язку із цим необхідно внести зміни до норм про надання фінансових послуг, які забезпечуватимуть, щоб така передача не ставала об’єктом регулювання законодавства про фінансові послуги, з-поміж іншого, норм про факторинг, а компанія спеціального призначення не повинна була отримувати статус фінансової установи для придбання пулу активів або отримання виплат відсотків за ними тощо. Також потрібно буде внести певні зміни до норм щодо емісії цінних паперів з метою врахування особливостей облігацій з покриттям та сек’юритизації. І, нарешті, необхідно буде забезпечити, щоб положення Закону про ринки капіталу, яке обмежує основну суму корпоративних облігацій, емісію яких може здійснювати компанія, не застосовується до облігацій з покриттям та облігацій, емісія яких здійснюється в рамках сек’юритизації.

У Розділі 4.3 обговорюються основні структурні елементи, які необхідні для емісії облігацій з покриттям. Зокрема, зазначається про можливість різного структурування облігацій з покриттям. Пропонується запровадити в Україні структуру, при якій активи переходять до компанії спеціального призначення (як при сек'юритизації), а компанія спеціального призначення гарантує[[1]](#footnote-2) виконання зобов’язань за облігаціями, випущеними банком (або іншою прийнятною кредитною установою). Обрання такої структури продиктовано тим, що вона мінімізує необхідність розробляти окремі правові концепції в Україні та забезпечує інвесторам максимальну визначеність, яка має істотне значення для привабливості облігацій для інвесторів. На практиці при інших структурах облігацій з покриттям часто виникають проблеми достатнього відокремлення активів. Як правило, це не є великою проблемою для країн з усталеними правовими традиціями щодо відокремлення активів в межах єдиного балансу, де всі учасники ринку розуміють цю модель. Однак для країн, у яких традиції облігацій з покриттям лише формуються, компанія спеціального призначення є більш безпечним варіантом. Це також простіший варіант, оскільки для інших структур облігацій з покриттям зазвичай необхідні істотні та комплексні зміни до режиму неплатоспроможності, які можуть виявитися складними для розуміння для тих, хто не займається питаннями ринків капіталу на постійній основі.

Оцінка того, чи можуть та як саме можуть працювати в Україні основні структурні елементи, які необхідні для випуску облігацій з покриттям, представлена у Розділі 4.4. Деякі обговорювані проблеми є спільними для облігацій з покриттям та сек’юритизації (наприклад, відсутність відповідної організаційно-правової форми для компанії спеціального призначення), а інші стосуються конкретно облігацій з покриттям (наприклад, режим нагляду).

Питання захисту інвесторів та внесення змін до законів про неплатоспроможність також обговорюються у Розділі 4.4. А саме, обґрунтовується необхідність запровадження спеціальних норм до законодавства про банкрутство, що стосуються сек’юритизації та облігацій з покриттям. Такі норми повинні включати, серед іншого, запровадження можливості поділу облігацій на транші (розподіл облігацій на кілька траншів з різним пріоритетом виплат), договори між кредиторами (контракти між двома або більше кредиторами, що регулюють, відповідно, їхні права та черговість задоволення їхніх вимог), захист компанії спеціального призначення від банкрутства, сегрегацію активів (захист та відокремлення різних пулів активів для недопущення впливу дефолту за облігаціями, гарантованими одним пулом, на інший пул), обмеження застосування норм про примусову конвертацію прав вимоги у капітал у випадку неплатоспроможності (bail-in), а також про визнання недійсними правочинів, що передували банкрутству тощо.

Окрім елементів, притаманних сек’юритизації та трансакціям з облігаціями з покриттям, для успішного впровадження обох цих інструментів необхідно запровадити спеціальну інфраструктуру та режим нагляду. Вони детально обговорюються у Розділі 4.5. У Розділі 4.6 представлені деякі вимоги щодо типів активів, які можуть використовуватись в пулах облігацій з покриттям та сек’юритизації в Україні, та оригінаторів, які, як очікується, братимуть участь у таких трансакціях в Україні.

У Розділі 5 стисло окреслені подальші кроки, необхідні для успішного впровадження облігацій з покриттям та сек’юритизації в Україні. Розглянуті кроки включають підвищення поінформованості представників державних органів та інших зацікавлених сторін щодо змісту та переваг сек’юритизації та облігацій з покриттям з метою запобігання упередженого сприйняття; впровадження певних додаткових правил, які повинні залишатися гнучкими, у формі підзаконних актів; визначення та врахування зауважень іноземних інвесторів. Ці кроки ґрунтуються на досвіді деяких інших юрисдикцій, в яких не так давно відбулися подібні реформи. В Україні також необхідно буде враховувати пріоритети післявоєнного періоду.

Для одержання більш детальної інформації з питань, викладених у цьому документі, у тому числі переліку актів законодавства ЄС та кращого досвіду держав ЄС, стислого опису процесу законотворчості у ЄС, огляду рекомендацій Європейської служби банківського нагляду (EBA) та альтернативних моделей трансакцій з облігаціями з покриттям див. додатки до цього документа.

# Вступ

## Потенційні вигоди від запровадження сек’юритизації та облігацій з покриттям в Україні

Як свідчить досвід країн, що розвиваються, запровадження сек’юритизації та облігацій з покриттям може бути корисним для вирішення низки питань, з якими, як правило, стикаються такі країни.

Наприклад, вартість капіталу в Україні, як і в інших країнах, що розвиваються, була досить високою, а доступність фінансування – досить низькою, зокрема, через негативний історичний досвід, що стосується судової системи та правосуддя, інфляції, політичної нестабільності та різких коливань курсу національної валюти. Крім того, оскільки до початку повномасштабного російського вторгнення суверенний кредитний рейтинг України був спекулятивним, кількість потенційних інвесторів в українську економіку залишалася обмеженою.[[2]](#footnote-3) На цьому тлі сек’юритизація та випуск облігацій з покриттям можуть стати альтернативним способом залучення фінансування. Завдяки їхній структурі, що включає компанію спеціального призначення, режим функціонування якої передбачає мінімізацію ризику банкрутства, та відокремлений пул активів, обидва інструменти потенційно можуть допомогти оригінаторам підвищити кредитний рейтинг, що призначається відповідному інструменту (особливо, якщо в структурі використовуються додаткові механізми зниження кредитного ризику), що, в свою чергу, може знизити вартість запозичень.

Крім того, структуроване фінансування може допомогти залучити більшу кількість зовнішніх інвесторів, у тому числі потенційно тих, які зазвичай не інвестують в економіку країн, що розвиваються. Наразі обмежена кількість українських приватних компаній мають доступ до іноземних ринків капіталу, і навіть у цих випадках іноземні інвестори здебільшого представлені спеціалізованими фондами, що інвестують у країни, що розвиваються. І сек'юритизація, і облігації з покриттям можуть сприяти диверсифікації закордонного фінансування, залученню категорій інвесторів, інших ніж ті, що спеціалізуються на інвестуванні у країни, що розвиваються (наприклад, інвесторів саме в облігації з покриттям), а отже, потенційно збільшити обсяг закордонного фінансування та покращити його доступність.

Як сек’юритизація, так і облігації з покриттям, дають оригінаторам можливість зменшити вартість рефінансування довгострокових активів, покращити відповідність між строками активів та зобов’язань в балансі (таким чином усуваючи відповідні ризики) та забезпечує відносну незалежність від кредитного рейтингу оригінатора.

Випуски облігацій з покриттям з високими показниками кредитної якості та ліквідності здатні диверсифікувати спектр інструментів для інвестиції та сприяти розвитку ринків капіталу в Україні. Зокрема, більші можливості щодо диверсифікації кредитного ризику можуть бути цікавими як для інституційних, так і для індивідуальних інвесторів.

Ще однією перевагою, пов'язаною тільки з сек'юритизацією (а не з облігаціями з покриттям), є те, що при сек’юритизації ризик за активами, включеними до пулу, переходить від оригінатора до власників облігацій, а отже це може використовуватися для зменшення тиску на капітал за рахунок сек'юритизованих активів. Сек’юритизація може бути актуальною також і для небанківських організацій, які не мають доступу до фінансування через залучення депозитів або з боку центрального банку, і змушені покладатися на фінансування від комерційних банків. Сек’юритизація надає таким організаціям доступ до альтернативного фінансування з використанням ринків капіталу.

Деякі механізми підвищення кредитної якості, які будуть введені у законодавство у зв'язку із сек’юритизацією (наприклад, розподіл облігацій на транші), можуть бути сприятливими у більш широкому контексті розвитку українського фінансового ринку, якщо українські контрагенти зможуть використовувати їх в інших типах трансакцій на ринках капіталу.

Висока якість активів, що входять до пулу покриття, та підвищені вимоги у системі нагляду, що зазвичай запроваджуються щодо облігацій з покриттям, сприяють формуванню більш відповідальних політик і практик кредитування та підвищують прозорість завдяки застосуванню стандартних критеріїв розкриття інформації, що використовуються для облігацій з покриттям. Сек’юритизація, що відповідає вимогам "простої, прозорої та стандартизованої" сек’юритизації (simple, transparent and standardised або STS), також стимулює подібну практику та прозорість.

Додаткова перевага облігацій з покриттям полягає в тому, що їх відносно просто структурувати та виконати, адже вони передбачають вимогу до емітента, і відповідно емітент може управляти грошовим потоком, що надходить від боргових зобов’язань, для погашення таких облігацій, що дозволяє їм бути інструментами з фіксованим строком погашення.

Нарешті, у деяких юрисдикціях сек'юритизація застосовувалася для вирішення проблеми великої кількості непрацюючих кредитів на балансах банків або для покращення доступу до фінансування для підприємств, що надають комунальні послуги (наприклад, підприємств-теплопостачальників). Ці питання будуть особливо актуальними для України після війни через значне падіння економічної активності та руйнування інфраструктури внаслідок російських атак. Хоча запровадження законодавчої бази щодо сек'юритизації недостатньо для їх вирішення (оскільки такі питання вимагають значної правової роботи на рівні відповідної галузі та відповідних активів), вона може бути корисною у випадку, якщо українські органи влади намагатимуться вирішити ці питання за допомогою інструментів структурованого фінансування.

## Сфера застосування та роль Концепції

Цей документ підготовлений Саєнко Харенко та Richard Kemmish Consulting Limited у рамках проєкту, здійснюваного Європейським банком реконструкції та розвитку (далі – “ЄБРР”), та фінансованого Спеціальними фондами акціонерів, якими управляє ЄБРР (далі – “команда ЄБРР з сек'юритизації”), метою реалізації якого є надання рекомендацій та підтримки Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – “НКЦПФР”) та Національному банку України (далі - “НБУ”) у процесі розвитку ринків сек'юритизації та облігацій з покриттям. Зокрема, це включає, серед іншого:

* аналіз чинного релевантного законодавства;
* рекомендації щодо змін до законодавства, необхідних для сприяння розвитку цих ринків;
* обговорення з усіма учасниками проєкту ризиків та переваг запропонованих інструментів та, за результатами таких обговорень, визначення необхідних механізмів захисту;
* іншу необхідну підтримку.

## Мета Концепції

Мета цього документу полягає у визначенні питань, які було б доцільно вирішити для запровадження облігацій з покриттям та сек'юритизації в Україні, описі заходів, які мають бути запроваджені в ході законодавчого процесу, та отримання підтримки для початку роботи над підготовкою законопроєкту.

## Загальний опис процесу

На основі рекомендацій, викладених в цьому документі, які досягнуті шляхом консенсусу між зацікавленими сторонами з широкого кола питань, буде здійснюватися розробка законопроєкту.

Зазначений законопроєкт (серед іншого):

* дасть визначення облігаціям з покриттям та сек’юритизації та визначить їх загальні параметри;
* передбачатиме внесення змін до деяких інших законів;
* визначить необхідний обсяг питань для підзаконних нормативно-правових актів;
* визначить необхідні стандарти захисту інвесторів.

За результатами законодавчого врегулювання питань емісії облігацій з покриттям та сек’юритизації мають бути розроблені проєкти підзаконних нормативно-правових актів для більш детального врегулювання відповідних відносин.

# Опис

## Порівняння сек’юритизації та облігацій з покриттям

Облігації з покриттям та сек'юритизація – це механізми випуску облігацій, платежі за якими забезпечуються пулом фінансових активів. Ці продукти мають як певні схожі риси, зокрема, з юридичної точки зору, так і відмінності, зокрема, з економічної точки зору.

Однією з ключових відмінностей є те, що облігації з покриттям надають інвесторам право вимоги як до емітента облігацій, так і на надходження від належним чином відокремленого пулу високоякісних активів (які також підлягають моніторингу на предмет відповідності встановленим критеріям та заміні протягом строку обігу облігацій); інструмент сек’юритизації має на меті передачу інвесторам як прав, так і ризиків щодо визначеного пулу активів, який є відокремленим від кредитного ризику особи, яка виступає оригінатором цих активів, при цьому інвестори не мають права вимоги до самого оригінатора щодо платежів за облігаціями в рамках сек’юритизації.

Облігації з покриттям може випускати лише банк або інша прийнятна кредитна установа, вони дають право вимоги до емітента, є об’єктом “спеціального державного нагляду” і можуть забезпечуватися лише певними конкретними видами активів. Ці визначальні риси сформульовані на основі текстів правових актів Європейського Союзу (таких як "Регламент простої, прозорої та стандартизованої сек'юритизації" (*Simple, Transparent and Standardised (“STS”) Securitisation Regulation*), Директива щодо облігацій з покриттям (*Covered Bond Directivе*), Директива UCITS (*UCITS Directive*), Директива про санацію та ліквідацію банків (*Bank Recovery and Resolution Directive*), Директива про платоспроможність ІІ (*Solvency II Directive*), Директива про вимоги до капіталу IV (*Capital Requirements Directive IV*) та Регламент про вимоги до капіталу (*Capital Requirements Regulation*), які, фактично, стали світовими стандартами для цього інструменту. Повні назви цих законодавчих актів ЄС (разом з посиланнями на офіційні тексти) та детальна інформація про них наведені у Додатку 5.

Сек’юритизацію можуть проводити також інші небанківські установи, права вимоги інвесторів щодо платежів обмежено тільки активами, які входять в пул сек’юритизації, вимога щодо спеціального державного нагляду відсутня, а пул активів в рамках сек’юритизації може бути сформований за рахунок будь-яких активів, які мають прийнятний рівень ризику і можуть бути належним чином юридично відокремлені від інших активів оригінатора. На відміну від облігацій з покриттям, визначення сек'юритизації базується насамперед на ринковій практиці США, але також на визначенні, закріпленому у законодавстві ЄС.

Нижче представлена більш детальна інформація про відмінності між цими інструментами.

|  | **Облігації з покриттям** | **Сек’юритизація** |
| --- | --- | --- |
| **Юридична особа-емітент/ оригінатор** | Відповідно до Статті 3 Директиви про облігації з покриттям Емітент повинен бути кредитною установою, за визначенням цього терміну у Статті 4(1) Регламенту про вимоги до капіталу. | Зазвичай це банк, але взагалі оригінатором може бути будь-яка юридична особа.[[3]](#footnote-4) |
| **Прийнятні активи** | Іпотека, дебіторська заборгованість організацій публічного сектору, кредити, забезпечені заставою морських суден, а також “технічні” активи, у тому числі права на забезпечення щодо активів-замінників та деривативні фінансові інструменти - визначено Директивою про облігації з покриттям та Регламентом про вимоги до капіталу.[[4]](#footnote-5)Зазвичай перелік прийнятних активів у національних законодавствах є вужчим. | Законодавчі обмеження відсутні.Будь-які активи, які можуть бути належним чином виокремлені та відчужені компанії спеціального призначення, і які рейтингові агентства та інвестори вважають достатньої кредитної якості. На практиці найчастішим активом є іпотечні кредити та споживчі кредити, але в якості активів, щодо яких здійснюється сек’юритизація також можуть виступати права вимоги за заборгованістю у сфері аграрної діяльності, права вимоги за договорами лізингу, комунальні платежі, непрацюючі кредити тощо. |
| **Державний нагляд** | Розділ ІІІ "Державний нагляд у сфері облігацій з покриттям" Директиви про облігації з покриттям, Стаття 52(4) “Особливий режим нагляду для захисту інтересів держателів іпотечних облігацій” Директиви UCITS.Стандартні вимоги у сфері банківського нагляду та випуску облігацій (наприклад, Регламент про проспект емісії цінних паперів). | Законодавчі особливості відсутні. При цьому застосовується законодавство у сфері нагляду, що стосується банків-оригінаторів, а також правила, що регулюють випуск облігацій, проспектів тощо.Певні додаткові особливі правила нагляду можуть застосовуватись, якщо сек’юритизація має статус “простої, прозорої та стандартизованої” сек'юритизації згідно з Регламентом STS[[5]](#footnote-6)  |
| **Національне законодавство** | Зазвичай включає:* закон про облігації з покриттям;
* підзаконні нормативно-правові акти, видані відповідними органами нагляду;
* зміни та доповнення до інших актів законодавства;
* правила щодо захисту інвесторів у цінні папери, що зазвичай відповідають нормам Директив ЄС.
 | Особливості законодавства залежать від конкретної юрисдикції.В одних країнах це Закон “Про сек’юритизацію”, в інших – окремі особливості в законодавстві, призначені полегшити сек’юритизацію (наприклад, особливі положення податкового кодексу), а в деяких країнах необхідність у суттєвих особливих положеннях у законодавстві відсутня. Законодавство у сфері договірних зобов’язань зазвичай є основою для структурування. |
| **Законодавство ЄС** | Виняток з застосування норм про примусову конвертацію прав вимоги у капітал у випадку неплатоспроможності банку (bail-in), передбачених Директивою про санацію та ліквідацію банків.[[6]](#footnote-7)Сприятливий для інвесторів у цінні папери режим відповідно до Директиви щодо облігацій з покриттям та інших директив та регламентів.Очікується, що у найближчому майбутньому законодавство країн, що не є членами ЄС, що стосується облігацій з покриттям і відповідає стандартам ЄС, отримає статус “еквівалентного” для інвесторів з ЄС. | Виняток з застосування норм про примусову конвертацію прав вимоги у капітал у випадку неплатоспроможності банку (bail-in), передбачених Директивою про санацію та ліквідацію банків.[[7]](#footnote-8)Менш сприятливий для інвесторів у цінні папери режим відповідно до директив.Регламент STS стосовно “простих, прозорих та стандартизованих сек’юритизацій” прийнято як частину законодавства ЄС у січні 2018 року. |
| **Режим для інвесторів** | Нижчий коефіцієнт кредитного ризику для банків-інвесторів відповідно до Директиви про вимоги до капіталу IV.Нижчий коефіцієнт кредитного ризику для інвесторів-страхових компаній, звільнення від необхідності дотримання деяких показників концентрації відповідно до Директиви про платоспроможність II.Звільнення від необхідності дотримання деяких показників концентрації для інвестиційних фондів відповідно до Директиви UCITS.[[8]](#footnote-9)Прийнятність у якості різних рівнів забезпечення відповідно до правил, що стосуються Коефіцієнту короткострокової ліквідності.Прийнятність у якості забезпечення для операцій Європейського центрального банку на відкритому ринку (ЄЦБ). Прийнятність у якості активів за програмою ЄЦБ з викупу облігацій з покриттям (за умови дотримання додаткових критеріїв). | Пруденційні нормативи для сек’юритизації, які відповідають Регламенту STS, є вигіднішими ніж ті що не відповідають характеристиці STS. Прийнятність у якості забезпечення для операцій Європейського центрального банку на відкритому ринку.Прийнятність у якості активів за програмою ЄЦБ з викупу облігацій, забезпечених активами (за умови дотримання додаткових критеріїв). |
| **Типові ставки та строки** | Фіксована ставка.3 – 20 років. | Плаваюча ставка.1 – 5 років. |
| **Структура залежно від графіку погашення** | Погашення в кінці строку.У разі дефолту емітента можливе подовження строків для деяких форм облігацій з покриттям (“облігації з гнучким графіком погашення” або “облігації, графік погашення яких залежить від отримання надходжень від покриття”). Ці особливості все частіше з’являються у новіших програмах. На практиці строк погашення облігацій з покриттям ніколи не подовжувався. У разі порушень платежів у пулі покриття **та** дефолту емітента можливе дострокове погашення деяких облігацій з покриттям для уникнення фактичної субординації окремих траншів з пізнішим терміном погашення. Цього також ніколи не траплялося на практиці.  | Зазвичай це облігації, графік погашення яких залежить від отримання надходжень від відповідного пулу активів – облігації амортизуються паралельно з активами, включеними до пулу. Облігації з вищим пріоритетом (класу A), як правило, амортизуються в першу чергу, і лише після цього транші з нижчим пріоритетом (класу B), хоча облігації вищого пріоритету також можуть бути поділені на транші за чергою погашення (наприклад, погашення облігацій класу A-1 відбувається до погашення облігацій класу A-2, але облігації обох класів у всіх відношеннях є рівними і мають пріоритет щодо траншу В у частині умов кредитування).  |
| **Ефективність в умовах глобальної фінансової кризи – погашення** | Відсутність дефолтів.Зниження кредитного рейтингу зазвичай відбувається через зниження суверенних кредитних рейтингів. | Змішана.За сек’юритизації, забезпеченими “першокласними” активами, у Європі були високі показники виконання зобов’язань. |
| **Ефективність в умовах глобальної фінансової кризи – ліквідність**  | Дуже добра. Здебільшого через наявність бази інвесторів з власним інвестиційним капіталом. | Погана.Багато інвесторів, які використовують залучені кошти, були змушені кардинально зменшити залучення цього класу активів. |
| **Вплив на капітал емітента (оригінатора)** | Не впливає на показники капіталу. | Тиск на регулятивний капітал зі сторони активів, що передаються до пулу, може бути зменшений в тій мірі, в якій ризик за такими активами передається третій стороні (інвесторам). |
| **Співвідношення між кредиторами** | Зазвичай протягом строку дії однієї програми випускаються різні облігації з покриттям з рівними умовами, забезпечені одним і тим саме пулом активів.Усі облігації з покриттям мають однаковий рейтинг. В угодах між кредиторами передбачаються заходи, що гарантують відсутність ризику “підпорядкування за строками” (коли облігації з довшими строками погашення є фактично субординованими по відношенню до облігацій з коротшими строками погашення). | Облігації зазвичай поділяються на транші за черговістю погашення (облігації класу А мають вищий пріоритет, ніж облігації класу В та ніж облігації класу С). За траншами з нижчим пріоритетом сплачується більший купонний дохід; вони мають нижчий кредитний рейтинг та довші строки погашення.  |

## Відмінність між облігаціями з покриттям, що дають подвійне право вимоги, та сек’юритизацією, що за характером є “передачею ризиків”

Ключова відмінність між продуктами, на якій слід акцентувати увагу, полягає у тому, що облігації з покриттям на відміну від сек’юритизації не передбачають передачу ризику активів з балансу оригінатора. Це має наслідки з точки зору оригінатора, інвестора та клієнтів, чия заборгованість входить до складу пулу.

### Оригінатор

Передача частини (з урахуванням вимог щодо збереження ризику) кредитного ризику активів дозволяє використовувати сек'юритизацію як інструмент управління ризиками[[9]](#footnote-10), наприклад, для зменшення показників кредитного ризику на окремого позичальника або для зменшення вимог до капіталу. Якщо передача ризику відповідає вимогам, оригінатор матиме право зменшити тиск на регулятивний капітал, який відповідає переданим активам.

Передача всіх ризиків, пов’язаних з активами, може виявитися проблематичною з точки зору пруденційного регулювання, оскільки це зменшить стимули для належного управління ризиками при створенні активів (початковій видачі кредитів), що будуть предметом сек’юритизації. У більшості випадків законодавство обмежує ризик, який може бути переданий, вимагаючи від оригінатора зберігати ризик за як мінімум 5% включених до забезпечення активів, при чому в найбільш субординованому транші.[[10]](#footnote-11)

### Інвестор

Хоча залежно від структурування та застосовних запобіжників облігації, випущені внаслідок сек’юритизації, можуть бути такі ж безпечні, як і облігації з покриттям, відсутність передачі ризику за облігаціями з покриттям, зазвичай, роблять цей інструмент безпечнішим, ніж сек'юритизація. Це, як правило, відображається у меншій дохідності облігацій з покриттям, кращому пруденційному статусі облігацій з покриттям для інвесторів, які є регульованими фінансовими установами, та ширшому колі інвесторів, готових інвестувати в облігації з покриттям.

Перевірка, що проводиться окремим інвестором щодо активів, які входять до пулу покриття, як правило, менша за обсягом при облігаціях з покриттям через те, що ризик за активами в пулі не передається на інвестора. У структурах сек’юритизації інвестори зазвичай проводять більш поглиблене кредитне моделювання сек'юритизованих активів та аналіз минулих показників класу активів, зважаючи на те, що їм передається ризик та відсутнє право вимоги до оригінатора.[[11]](#footnote-12)

### Клієнти, чия заборгованість включена до складу пулу

У випадку облігацій з покриттям активи, які включені до пулу покриття та згодом потрапляють до категорії простроченої заборгованості (або стають непридатними для включення до пулу за іншими критеріями), як правило, вилучаються з пулу та замінюються альтернативними, працюючими та придатними активами. Оскільки такі виключені кредити повертаються до емітента, який в подальшому використовує свої звичайні практики та стандарти, як і до інших активів з простроченою заборгованістю, це на практиці забезпечує однакове ставлення до цих позичальників та до позичальників, заборгованість яких не була включена до пулу покриття. Натомість при сек'юритизації, оскільки відбулася передача кредитного ризику за активом та прострочення платежів за активом не спричиняє його заміну, такий актив залишається в пулі, при управлінні яким враховуються економічні інтереси інвесторів в облігації[[12]](#footnote-13). З урахуванням цього необхідними є механізми, які забезпечуватимуть те, що позиція позичальників, включених до пулу сек’юритизованих активів, не погіршуватиметься у порівнянні з позицією позичальників, заборгованість яких не була включена до пулу.

## Альтернативні форми сек’юритизації

Усі вищезазначені коментарі стосуються “традиційних” сек'юритизацій, при яких активи переходять до компанії спеціального призначення, яка оплачує ці активи за рахунок здійснення емісії облігацій. Подібну технологію мають деякі споріднені структури, з яких варто окремо зазначити дві. З цих двох структур найближчим часом в Україні не буде значної зацікавленості в застосуванні синтетичної сек’юритизації, натомість певний потенційний економічний інтерес до сек’юритизації майбутніх надходжень вже було виявлено, наприклад, коли йдеться про фінансування підприємств, що надають комунальні послуги, та надходжень у сфері аграрної діяльності. Оскільки сек’юритизація майбутніх надходжень історично використовувалася для фінансування інфраструктури, цей інструмент може бути особливо актуальним для післявоєнної України.

### Синтетичні сек’юритизації

Метою синтетичної сек'юритизації є лише передача ризику, пов'язаного з активами. Синтетична сек'юритизація не передбачає залучення коштів для власника активів.

Як правило, при синтетичній сек'юритизації кредитний ризик, пов’язаний з активами, переходить до інвесторів через компанію спеціального призначення. Синтетична сек'юритизація, зазвичай, передбачає договір про кредитний дефолтний своп, за яким контрагент за свопом погоджується покрити збитки, понесені власником активів, що включені до пулу сек’юритизації (як правило, оригінатором), якщо відбулось невиконання кредитних зобов’язань (як правило, нездійснення платежу) щодо активів, включених до пулу сек’юритизації. У свою чергу власник активів погоджується виплачувати премію контрагенту за свопом, орієнтуючись на прогнозовану ймовірність випадків невиконання кредитних зобов’язань. [[13]](#footnote-14) Синтетична сек’юритизація може використовувати також інші інструменти передачі ризику, включаючи гарантії та участь у передачі ризику (“*risk participation*”).

Найчастіше компанія спеціального призначення компенсує ризик шляхом здійснення емісії облігацій серед інвесторів-третіх осіб, номінальна вартість яких списується у разі виникнення збитків за пулом активів. Надалі компанія спеціального призначення використовує кошти від випуску цих облігацій для придбання високоякісних цінних паперів, які вона продасть, якщо їй знадобиться здійснити платіж оригінатору за кредитним дефолтним свопом (або іншим інструментом, застосовним для передачі кредитного ризику інвесторам-третім особам). Дохід інвесторів, як правило, базується на попередньо узгоджених виплатах за кредитний ризик, які оригінатор сплачує через компанію спеціального призначення.

Синтетичні сек’юритизації регулюються договорами між сторонами, що спираються на законодавство про деривативні фінансові інструменти, а не на закон про сек’юритизацію. Крім того, вони використовуються лише для зменшення рівня необхідного капіталу або арбітражу (фінансових спекуляцій), а не для залучення фінансування. Тому вони були виключені з периметру цього проєкту.

### Сек’юритизація майбутніх надходжень

При сек’юритизації майбутніх надходжень, як і при традиційній сек’юритизації, активи використовуються для забезпечення платежів за облігаціями. Однак, на відміну від традиційної сек’юритизації, дії, внаслідок яких виникає дебіторська заборгованість (наприклад, надання кредиту клієнту), на момент сек’юритизації ще не здійснювалися.

Сек’юритизація майбутніх надходжень є прийнятною у випадках, коли ймовірність виникнення дебіторської заборгованості вища за рейтинг, який був би присвоєний емітенту у процесі звичайної фінансово-господарської діяльності. Приклади таких надходжень включають:

**Іноземна дебіторська заборгованість**

Якщо рейтинг країни, резидентом якої є оригінатор, обмежує його власний кредитний рейтинг (наприклад, через ризик введення валютного контролю), і якщо оригінатор має достатні грошові надходження за межами країни (що не будуть об’єктом валютного контролю), кредитний рейтинг щодо трансакції може бути більш високим, ніж суверенний кредитний рейтинг самої країни. Наприклад, турецькі банки здійснювали сек’юритизацію щодо майбутніх надходжень, які їх філії або дочірні компанії отримують в Європейському Союзі від роздрібних клієнтів.

**Дебіторська заборгованість, що продовжує генеруватись після неплатоспроможності**

Деякі види дебіторської заборгованості в силу дії закону не залежать від подальшого існування оригінатора. Наприклад, частина витрат, включених до плати за комунальні послуги, у деяких юрисдикціях стосується структурних витрат галузі, а саме таких, як витрати на забезпечення відповідності новому законодавству або погашення платежів, недоотриманих за попередній роки, а не послуг, наданих підприємством, що надає комунальні послуги. У такому випадку виникає право на дебіторську заборгованість, яка продовжує існувати після визнання підприємства, яке надає комунальні послуги, неплатоспроможним, і яка може бути продана компанії спеціального призначення як основа для фінансування. У разі неплатоспроможності підприємства, яке надає комунальні послуги, таке право продовжує існувати, а платежі стягуватиме підприємство, яке надає комунальні послуги, що замінює підприємство-банкрута. У деяких країнах, зокрема, у США, Іспанії та Португалії, ця частина тарифу була сек'юритизована.

**Безпечніша дебіторська заборгованість при меншій кредитоспроможності суб’єктів господарювання**

У деяких випадках цілі підприємства, що входять до складу великих компаній, мають значно стабільніші грошові потоки і, при можливості їх відокремлення від ризиків решти підприємств, можуть стати основою для сек'юритизації, яку іноді називають “сек’юритизацією цілого підприємства”. Типовим прикладом такої сек’юритизації може бути відокремлення регульованих частин підприємства, що надає комунальні послуги, від нерегульованих.

## Альтернативні форми облігацій з покриттям

Європейська комісія наразі вивчає можливість запровадження законодавства щодо “Європейських забезпечених облігацій”- цінних паперів, що застосовують технологію облігацій з покриттям до інших класів активів, таких як позики малим та середнім підприємствам та банківські кредити на фінансування інфраструктури. [[14]](#footnote-15) Крім того, у галузі облігацій з покриттям ведеться робота над визначенням комплексу стандартів для такого інструменту.

Як свідчить практика, існує незначна кількість операцій, в яких використовується технологія облігацій з покриттям для вказаних вище додаткових класів активів, але жодні з них не визнавалася законодавством ЄС як облігації з покриттям. На сьогодні єдиною країною, яка дозволила такий розширений інструмент відповідно до свого національного законодавства, є Туреччина, де позики малим та середнім підприємствам вважаються прийнятними активами за законом про облігації з покриттям.

Альтернативні активи для облігацій з покриттям у рамках цього проєкту не розглядаються. Однак вони можуть бути включені у структуру сек'юритизації.

## Історичні міркування

### Облігації з покриттям

Облігації з покриттям існують вже двісті п'ятдесят років у Німеччині і досить тривалий час у багатьох інших країнах. На сьогодні не зафіксовано жодного прикладу дефолту за ними. Як наслідок, ринок облігацій з покриттям добре інтегрувався у фінансові системи країн, у яких він сформований, з точки зору обізнаності інвесторів та населення в цілому, інтеграції у законодавство про неплатоспроможність та визнання ієрархії кредиторів і фінансового регулювання. Крім того, можна сказати, що ринок характеризується високим ступенем консерватизму та несхильністю до ризиків.

Під час світової фінансової кризи кредитні показники за облігаціями з покриттям були винятком навіть у найбільш стресових сценаріях як емітентів - понад двадцять емітентів облігацій з покриттям стали неплатоспроможними під час кризи, але це не вплинуло негативно на їхні випуски облігацій з покриттям – так і загальних ринкових умов; пули покриття у таких країнах як Ірландія, Греція та Іспанія (що всі пережили небувалий спад на своїх ринках нерухомості) продовжували ефективно працювати. Зниження рейтингу облігацій з покриттям було обмеженим і, як правило, спричинене такими проблемами як зниження рейтингу країн, в яких вони випущені, а не слабкими сторонами самих облігацій.

Внаслідок цього спостерігалися такі три основних посткризових явища.

По-перше, численні зміни до фінансового регулювання внаслідок кризи, які виявилися дуже сприятливими для облігацій з покриттям. На відміну від сек'юритизації, вдосконалився пруденційний режим цього інструменту; наприклад, тепер дозволено вважати облігації з покриттям прийнятними активами для буферу ліквідності банків.

По-друге, країни, у яких відсутній ринок облігацій з покриттям, вдалися до заходів із запровадження необхідного законодавства для його створення, щоб посилити фінансову стабільність як шляхом покращення доступу банків до стабільного фінансування, так і шляхом диверсифікації пулу високоякісних ліквідних активів, доступних для інвесторів.

І, нарешті, облігації з покриттям стали центральною частиною програм придбання активів центральними банками, зокрема, Європейським центральним банком у рамках здійснюваної ним програми кількісного пом'якшення.

### Сек’юритизація

Сек'юритизація – це сучасніше нововведення аніж облігації з покриттям, що, як вважається, виникло у 80-х роках в Америці (хоча є деякі продукти-попередники) і поширилося на Європу (і меншою мірою Азію) у 90-х роках.

Під час світової фінансової кризи сек'юритизація дала неоднозначні результати. Сек’юритизації у США, які забезпечувалися неякісними активами, мали дуже погані результати, тоді як сек’юритизації у Європі, забезпечені більш стандартними активами, такими як житлові іпотечні кредити, як правило, показували гарні результати. Однак ліквідність на вторинному ринку була дуже низькою, і багато інвесторів у цей продукт, що використовували залучені кошти, зазнали краху в цей період, що на довгі роки погіршило здатність ринку відновлюватися.

У результаті кризи було запроваджено кілька обмежень, які мали усунути найгірші з виявлених недоліків цієї структури; зокрема, були введені жорсткіші правила на рівні ЄС щодо складності структури[[15]](#footnote-16), критеріїв вибору активів[[16]](#footnote-17), збереження оригінатором частини ризику за активами[[17]](#footnote-18) та розкриття інформації[[18]](#footnote-19). Наразі ці правила повністю впроваджуються в Європі, а обсяги сек’юритизації залишаються значно меншими, ніж до фінансової кризи.

## Потенційні переваги

Впровадження в Україні сучасного та дієвого законодавства про сек'юритизацію та облігації з покриттям, що враховує досвід інших країн, зокрема, прийняті у 2017 та 2019 роках акти Європейського Союзу[[19]](#footnote-20) щодо обох продуктів, має багато потенційних переваг, зокрема:

**Зменшення вартості фінансування**

Через зниження кредитного ризику за випущеними облігаціями, порівняно з кредитним ризиком при альтернативних джерелах фінансування, таких як незабезпечені облігації, відсоткова ставка, під яку інвестори будуть готові надавати фінансування, може значно знизитись. Перевагу від цього отримають позичальники-учасники пулу, такі як позичальники за іпотекою.

На закордонному ринку існує потенціал для того, щоб рейтинг, присвоєний облігаціям міжнародними рейтинговими агентствами, був вищим за рейтинг самої країни, а вартість запозичень - значно нижчою. Що стосується облігацій з покриттям, зокрема, під час фінансової кризи, то банки мали змогу випускати облігації з відсотковою ставкою, суттєво нижчою за ту, що вимагалася інвесторами щодо державних облігацій у таких країнах як Італія, Іспанія та Греція. Хоча це досить традиційно для Єврозони, у країнах, що не входять в Єврозону, це явище зустрічається рідше. Наразі незрозуміло, чи можна буде цього досягти в рамках емісії облігацій з покриттям в Україні.

Аргумент щодо вартості фінансування особливо актуальний для емітентів-небанківських установ, які не мають доступу до дешевих депозитів, короткострокових кредитів або кредитів центральних банків, якими зазвичай можуть користуватися банки (за відповідності кваліфікаційним критеріям).

**Доступ до фінансування**

Облігації з покриттям довели свою “кризостійкість”, оскільки часто саме вони забезпечують фінансування банкам в умовах недоступності ринку інших облігацій в часи нестабільності на ринку. Крім того, можливість доступу до закордонного фінансування через сек'юритизацію або облігації з покриттям зменшить ризик для українських емітентів при нестабільності внутрішнього фінансування.

**Строки**

Як облігації з покриттям, так і сек'юритизації часто забезпечують фінансування банкам та іншим оригінаторам на довші строки, що краще відповідають строкам погашення за активами, що включені до забезпечення, ніж альтернативні джерела фінансування, таким чином зменшуючи невідповідність між строками погашення активів та пасивів і ризик недоступності рефінансування, сприяючи фінансовій стабільності.

**Нові інвестиційні продукти / розвиток ринків капіталу**

На вітчизняних ринках капіталу обидва інструменти можуть значно збільшити асортимент інвестиційних продуктів, доступних різним типам інвесторів. Це сприятиме більшій диверсифікації кредитного ризику для інвесторів, таких як пайові фонди та індивідуальні інвестори, а також більшій диверсифікації кредитного ризику та ризику ліквідності для інвесторів, наприклад, портфелів банківської ліквідності, ще більше підвищуючи при цьому стабільність системи.

Крім того, багато законодавчих реформ, описаних у цій Концепції, таких як поділ на транші та угоди між кредиторами, надаватимуть додаткові переваги для інших інвестиційних продуктів та розвитку ринку в цілому.

**Збільшення зовнішнього фінансування**

Хоча уряд України демонструє свою здатність отримати доступ до закордонного фінансування, порівняно незначна кількість емітентів-представників приватного сектору отримали доступ до закордонних ринків облігацій, а іноземними інвесторами в українські цінні папери були, здебільшого, цільові фонди, орієнтовані на країни з перехідною економікою. Надмірна надія на інвесторів, орієнтованих на країни з перехідною економікою, призводить до уразливості до зовнішніх факторів (таких як відсоткові ставки в США), що суттєво впливають на цю базу інвесторів. І сек'юритизація, і облігації з покриттям створюють потенціал для доступу до груп інвесторів, орієнтованих не тільки на країни з перехідною економікою, і таким чином додають нові джерела та підвищують стабільність закордонного фінансування для України. Так, наприклад, на облігації з покриттям, емітовані польськими та словацькими банками, часто підписуються майже виключно спеціалізовані інвестори в облігації з покриттям, а не фонди, орієнтовані на країни з перехідною економікою. Додатково, деякі інвестори в облігації з покриттям мають можливість брати валютні ризики в трансакціях з такими облігаціями, які не корелюються з більш волатильними потоками, які є типові для фондів, орієнтованих на країни з перехідною економікою. Водночас, такі валютні ризики можуть бути мінімізовані через використання валютних свопів перед емісією облігацій з покриттям (що є більш вигідно для інвесторів) або після емісії (що є менш вигідно для інвесторів).

**Передача ризиків (тільки при сек’юритизації)**

Хоча все більш поширеними є нормативні вимоги до оригінатора, відповідно до яких він повинен зберігати певний рівень ризику за активами, переданими до складу забезпечення, сек'юритизація може використовуватися для обмеження такого ризику та для зменшення ризику різкого падіння цін в банківській системі. Цей аспект зменшення ризику, пов’язаний з сек’юритизацією, відображається у можливості зменшити тиск на регуляторний капітал зі сторони сек'юритизованих активів.

З теоретичної точки зору оптимальним є прийняття ризику та доходів від активів тим учасником ринку, який краще за інших підходить для того, щоб нести такий ризик і отримувати доходи; а це не обов’язково має бути банк або інший кредитор, який є оригінатором відповідних активів.

**Прозорість**

Дисципліна детального вивчення рейтинговим агентством та (коли йдеться про облігації з покриттям) наглядовим органом активів, з яких складається пул покриття, вимагає та винагороджує за створення безпечних високоякісних активів для включення до пулу покриття та високих стандартів розкриття даних. Як на ринку сек'юритизації, так і на ринку облігацій з покриттям існують стандартні підходи для розкриття інформації, що значно покращить прозорість даних в Україні.

## Потенційні ризики

Більшість ризиків, які історично були пов'язані з сек'юритизацією, пом'якшуються Регламентом STS Європейського Союзу (див. Додаток 3).

**Ризик зловживань (тільки при сек’юритизації)**

Незважаючи на вимогу до оригінатора зберігати певний рівень економічного ризику за активами, включеними до пулу сек’юритизації, існує властивий саме цьому інструменту ризик зловживань при створенні активів (наприклад, видачі кредиту), якщо суб'єкт господарювання, відповідальний за створення та обслуговування активів, не повністю несе пов’язані з ним ризики.

**Права позичальників**

Важливо, щоб включення іпотечного кредиту до пулу покриття жодним чином не порушувало права позичальника, у тому числі його права на збереження банківської таємниці, права на обговорення умов нових банківських продуктів (наприклад, право змінити договір, у тому числі просити новий іпотечний продукт, якщо закон дає позичальнику таке право), і не позбавляло прав за законодавством про захист прав споживачів. Необхідно мати механізми захисту, які б гарантували, що стан жодного позичальника не погіршиться внаслідок включення його заборгованості у пул покриття.

**Субординація**

Відокремлення активів на користь одного класу кредиторів потенційно створює певний ступінь субординації для незабезпечених кредиторів. Крім того, це зменшує запас високоякісних іпотечних активів, які можуть використовуватися, наприклад, як забезпечення для кредитів з підтримки ліквідності, що надаються центральним банком.

У деяких юрисдикціях проблема такого ризику вирішується шляхом обмеження кількості облігацій з покриттям, яку дозволяється випустити, певним відсотком від загального обсягу активів на балансі, або шляхом встановлення вимоги щодо певного мінімального рівня високоякісного необтяженого забезпечення або збільшення навантаження на капітал у випадку використання надмірної кількості активів для облігацій з покриттям. Вибір з цих можливих варіантів здійснюється з урахуванням ризику для емітента (наприклад, емітенти з доброю капіталізацією можуть випустити більше облігацій з покриттям, перш ніж починає застосовуватись додаткове навантаження на капітал).

Щодо сек'юритизації не існує співставних обмежень. Головним чином, це пов’язано з особливістю сек’юритизації у частині передачі ризику, пов’язаного з активами, інвесторам. Це, як правило, стимулює оригінатора вносити гірші активи у сек'юритизований пул у зв’язку зі зменшенням ризику та послабленням вимог до капіталу. Для вирішення цієї проблеми, Регламент STS[[20]](#footnote-21) передбачає заборону оригінаторам передавати компанії спеціального призначення активи, профіль кредитного ризику яких є вищий, порівняно з іншими активами, що знаходяться на балансі оригінатора, без повідомлення про це інвесторів та потенційних інвесторів.

У цьому полягає відмінність від облігацій з покриттям, у зв’язку з якими на додаток до включення в пул покриття з самого початку тільки найкращих активів, вимагається ще й виключати з пулу погані активи та заміняти їх на якісні, а це ще більш небезпечно для кредиторів емітента.

## Механізми захисту

З точки зору позичальника, чия позика включена в пул, при використанні таких структур як сек’юритизація або облігації з покриттям слід мати певні механізми захисту, щоб гарантувати, що включення до пулу жодним чином не зашкодить їхнім правам як споживачів. Зокрема, це такі засоби захисту:

* Їхні права на збереження банківської таємниці,
* їхнє право на зарахування вимог банку за заборгованістю проти їх вимог до банку за депозитами у разі неплатоспроможності банку,
* Їхні права на внесення змін у договори, наприклад, надання запиту на новий іпотечний продукт (якщо це дозволено їм за законом),
* Їхні права за законом про захист прав споживачів.

Іншим кредиторам установи-емітента слід забезпечити захист у формі правил нагляду, таких як правила, що обмежують випуск облігацій з покриттям понад певний відсоток від загальних активів на балансі. Такий рівень слід визначати з урахуванням коефіцієнтів капіталу емітента-юридичної особи та ризиків і переваг конкретного рівня випуску цінних паперів для загальної стабільності.

# Структурні складові

## Структурні складові ринку сек’юритизації

У переважній більшості випадків (крім синтетичної сек’юритизації, щодо якої див. пункт 3.3.1) сек’юритизації структуровані за наведеною нижче схемою. Банк або інший суб’єкт господарювання, що створив активи, передає їх якимось способом (на схемі показано відступлення права вимоги за активами; це спрощений варіант, який обговорюватиметься нижче) новоствореному суб’єкту господарювання (компанії спеціального призначення), який фінансує передачу за рахунок продажу облігацій інвесторам. Ці облігації забезпечуються активами, а номінальна вартість та відсотки, сплачувані за цими облігаціями, залежатимуть від виплат за активами, включеними до складу забезпечення.

**ОРИГІНАТОР**

**Відступлення**

**Облігації**

**КОМПАНІЯ СПЕЦІАЛЬНОГО ПРИЗНАЧЕННЯ**

**Інвестори**

Для успішної сек’юритизації необхідні декілька юридичних структурних елементів, що описані нижче.

### Компанія спеціального призначення

Юридична особа, яка володіє активами та здійснює емісію облігації, має бути номінально незалежною від оригінатора, щоб уникнути консолідації при процедурі банкрутства та ліквідації, а також щоб уникнути консолідації фінансової звітності або регулятивного капіталу.[[21]](#footnote-22) Крім того, рейтингові агентства вимагатимуть, щоб компанія спеціального призначення мала незалежні механізми контролю, що гарантують, що вона діє в інтересах власників облігацій.

Як правило, компанія спеціального призначення повністю або частково належить юридичній особі, яка не є оригінатором, і в багатьох юрисдикціях вона також має незалежних директорів. Існує багато різних підходів до форми власності; зокрема, можливі такі форми як траст, який забезпечує довірче зберігання акцій компанії спеціального призначення для “загальних благодійних цілей”; товариство з обмеженою відповідальністю, один з учасників якого, у свою чергу, є юридичною особою, що не має жодної іншої мети ніж недопущення консолідації. За відсутності повністю відповідних правових концепцій у національному (наприклад, українському) законодавстві, можна ввести у закон конкретну нову концепцію або використовувати найбільш прийнятний з існуючих інститутів для того, щоб йому належала компанія спеціального призначення (наприклад, адміністратора за випуском облігацій) або розширити функції юридичних осіб з подібними функціями (наприклад, компанії з управління активами, які управляють пайовими фондами). Наразі за українським законодавством адміністратор за випуском облігацій призначається емітентом облігацій відповідного випуску або власниками облігацій і не може бути пов’язаний відносинами контролю з емітентом облігацій або особою, яка надає забезпечення за такими облігаціями. Відповідно, необхідні зміни в закон, щоб дозволити оригінатору призначати адміністратора, а такому адміністратору – створювати компанію спеціального призначення. Додатково, зміни в українське законодавство потрібні для того, щоб дозволити компаніям з управління активами займатися такою діяльністю.

Щоб забезпечити, що компанія спеціального призначення сама не потрапить у банкрутство, її діяльність буде обмежена придбанням та фінансуванням активів (і абсолютно необхідною допоміжною діяльністю, такою як обслуговування активів та хеджування ризиків).[[22]](#footnote-23) Крім того, інвестори в облігації не матимуть права звертатися до суду із клопотаннями про порушення провадження про визнання неплатоспроможності у разі невиконання зобов’язань за будь-якими облігаціями.

Організаційно-правова форма компанії спеціального призначення залежить від конкретної юрисдикції; наприклад, це може бути фонд або нефінансова корпорація. У деяких країнах для компанії спеціального призначення було створено нову організаційно-правову форму (наприклад, у Франції законодавчо встановлено таку форму як “fonds commun de créances”). В інших юрисдикціях використовувались юридичні особи, створені відповідно до іноземного законодавства.

### Передача активів

Необхідно, щоб активи були передані компанії спеціального призначення. Для цього у більшості юрисдикцій існує безліч способів, зокрема, відступлення (продаж) права вимоги або укладення декларації про створення трасту щодо прав вимоги.[[23]](#footnote-24)

Необхідно, щоб використовуваний метод:

* забезпечував наявність прямого законного права вимоги щодо активів, яке, наприклад, не може бути оскаржене незабезпеченими кредиторами оригінатора. Цього можна досягти, зокрема, шляхом забезпечення неможливості перекваліфікації або визнання її недійсною у судовому порядку, якщо щодо оригінатора згодом буде розпочата процедура неплатоспроможності або ліквідації;[[24]](#footnote-25)
* забезпечував передачу як первинних активів (наприклад, права на отримання процентів та виплат за кредитним договором), так і пов’язаних прав (наприклад, права на предмет забезпечення за кредитом);
* не суперечив умовам договорів щодо активів, включених до забезпечення. У деяких випадках договори про іпотечне кредитування містять обмеження щодо можливості передачі активів оригінатором, зокрема, положення про банківську таємницю та правила про захист персональних даних. У деяких юрисдикціях цього можна уникнути: переписати стандартну документацію, надати позичальникам письмові повідомлення про внесення змін до умов або “перекрити” проблему на законодавчому рівні, наприклад, визначивши компанію спеціального призначення організацією, якій дозволено розкриття інформації (наприклад, поряд з аудиторами або регуляторними органами). Крім того, у деяких договорах та/або юрисдикціях презюмується таємниця договору, і це має вирішуватися на законодавчому рівні;
* в ідеалі спосіб передачі активів повинен не дозволяти позичальникам-учасникам пулу здійснювати зустрічне зарахування вимог за їхніми зобов'язаннями за кредитом та іпотекою проти будь-яких їх вимог до оригінатора - наприклад, їх поточних або депозитних рахунків. Однак, як показує практика, це досить проблематичне питання, оскільки встановлення такого обмеження щодо позичальників може суперечити принципу непогіршення становища позичальників після включення їхньої заборгованості до складу пулу. Тому слід виробити зважену позицію.

У разі виконання усіх вищезазначених критеріїв передача може вважатися “належним продажем” (‘*true sale*’).

### Створення забезпечення

В ідеалі вимоги кредиторів компанії спеціального призначення повинні забезпечуватись її активами. Кредиторами є, переважно, власники облігацій, але кредиторами можуть бути також контрагенти за деривативними контрактами та, наприклад, треті особи, такі як організації, що використовуються для обслуговування активів. Черговість задоволення вимог таких кредиторів, зокрема, власників різних класів облігацій, визначатиметься умовами випуску або подібним інструментом договірного характеру (наприклад, договором між кредиторами).

У деяких юрисдикціях забезпечення утримує довірчий управитель облігаціями в інтересах забезпечених кредиторів.

Створення права забезпечення на активи не є обов’язковим, у разі можливості достатнього обмеження діяльності компанії спеціального призначення таким чином, щоб її діяльність обмежувалась тими ж діями, що і в разі існування забезпечення.

### Зниження кредитного ризику

Для досягнення найвищого можливого кредитного рейтингу потрібно, щоб облігації мали характеристики, які забезпечують захист власників облігацій. Найпоширенішою формою зниження кредитного ризику є передача компанії спеціального призначення більшої кількості активів, ніж сума облігацій, емісію яких вона здійснює (надлишкове забезпечення). Різниця, як правило, фінансується компанією спеціального призначення за рахунок субординованої позики від оригінатора. Альтернативний варіант у формі дисконту використовується нечасто через бухгалтерські та податкові наслідки реалізації збитків від відступлення (продажу). Ймовірно, одним з рідкісних винятків була б сек'юритизація непрацюючих кредитів, які зазвичай відображаються у звітності за вартістю нижче номінальної.

Інші форми зниження кредитного ризику включають (але не обмежуються цим):

* поділ цінних паперів, випущених компанією спеціального призначення, на транші (траншування). Компанія спеціального призначення випускає облігації різних серій, при цьому деякі з них є субординованими по відношенню до інших, а отже забезпечується захист від кредитних збитків, пов’язаних з активами, включеними до складу пулу,[[25]](#footnote-26)
* утримання спреду. Якщо активи, включені до забезпечення, приносять більший дохід, ніж випущені облігації, компанія спеціального призначення може залишити собі всю або частину відсоткової різниці для захисту від майбутніх кредитних збитків за активами,
* обмін (своп) відсоткових ставок за активами на відсоткові ставки за облігаціями. Компанія спеціального призначення, як правило, укладає своп безпосередньо з оригінатором, але рейтингові агентства вимагатимуть, щоб умови свопів містили положення, яке вимагає, щоб оригінатор замінив себе як контрагента за своп, якщо він перестає бути достатньо кредитоспроможним; отже, у разі зниження рейтингу оригінатора необхідно знайти нового контрагента, що має кращий рейтинг,
* резервні грошові рахунки, наприклад, коли компанія спеціального призначення утримує кошти, отримані від власників облігацій, в резерві,
* гарантій від третіх осіб, наприклад, страхові поліси та акредитиви

Зазвичай метод зниження кредитного ризику визначається для трансакції контрактом (договором), а не законом. Отже, вищезазначена дискусія щодо можливих методів включена в цей документ насамперед лише для інформаційних цілей. При цьому законодавство має забезпечувати наявність принаймні загальних положень, які передбачатимуть можливість використання певних методів зниження кредитного ризику (наприклад, поділ на транші).

### Створення облігацій

Облігації, емісію яких здійснює компанія спеціального призначення, будуть предметом регулювання того ж законодавства і тих же правил щодо нагляду, які застосовуються до випуску облігацій українськими компаніями та/або фінансовими установами в цілому.

Можливо, потребуватиметься включення інформації про угоди між кредиторами або подібних положень, до умов емісії облігацій (у разі випуску траншами облігацій з різним рейтингом), а також правил витребування згоди, щоб гарантувати можливість внесення змін до документації за умови згоди власників облігацій.

Для підпорядкування облігацій одного класу (що як правило називають, наприклад, “облігаціями B”) облігаціям іншого класу (“облігаціями А”), випущених одним суб'єктом господарювання, часто вимагається укладення договору, що полегшуватиме таке підпорядкування. Зокрема, власники облігацій В повинні погодитись на те, що вони не матимуть можливості вживати заходи проти емітента у разі збитків, якщо такі заходи шкодять правам власників облігацій А (застереження про неподання позовів). Крім того, потрібно буде визначити чіткий зв’язок між облігаціями різних серій, враховуючи, наприклад, правила амортизації (при погашенні облігацій А, що за строками погашення мають повний або частковий пріоритет над облігаціями В), або тимчасового призупинення виплат власникам субординованих облігацій, якщо це необхідно для захисту здійснення виплат за облігаціями вищого пріоритету. Загальні положення, які передбачатимуть можливість субординації мають бути передбачені законом; при цьому для уникнення перешкод у розвитку ринку законодавство має залишати достатню гнучкість для учасників ринку (як емітентів, так і інвесторів) щодо визначення детальних структурних елементів такої субординації.

Якщо здійснюватиметься продаж цінних паперів інвесторам-нерезидентам, можливо, також доведеться вирішувати питання податку на доходи нерезидентів та здійснення розрахунків.

###  Податковий нейтралітет

Необхідно, щоб усі аспекти трансакцій, за можливості, не призводили до виникнення у емітента облігацій/оригінатора активів або інвестора додаткових податкових зобов'язань, окрім тих, що стосуються звичайного випуску облігацій.

Це, серед іншого, зобов’язання щодо сплати таких податків:

* будь-якого податку, у тому числі державного мита, що стягується у разі передачі активів компанії спеціального призначення;
* податку на прибуток компанії спеціального призначення, крім випадків, коли такий податок в будь-якому випадку сплачувався б оригінатором;
* податок, який виникає зважаючи на метод передачі прибутків з компанії спеціального призначення оригінатору;
* податок на репатріацію доходів за виплатами відсотків за облігаціями.

Незабезпечення податкового нейтралітету та виникнення істотно нових форм податків, скоріш за все, позбавлять трансакцію економічної привабливості для емітентів/оригінаторів та суперечитимуть меті законодавчого регулювання. Відповідно, запровадження адекватного податкового режиму можливо потребуватиме внесення змін до Податкового кодексу України.

### Інші структурні елементи

Зазвичай для структурування сек’юритизації потрібні також інші фактори, але вони регулюються, як правило, у договірному порядку, а не визначаються законодавством.

Наприклад: оригінатору (банку або небанківській установі) знадобиться обслуговувати активи від імені компанії спеціального призначення, як правило, за окремим юридичним документом. Рейтингові агентства вимагатимуть можливості обслуговування цих активів через третю особу, якщо це буде необхідно.

Якщо відсоток за облігаціями менший за відсоток за активами, включеними до забезпечення, - тобто компанія спеціального призначення має позитивний чистий відсоток, і якщо позитивний чистий відсоток достатній для покриття будь-яких втрат основної суми внаслідок невиконання зобов’язань за кредитами, включеними до забезпечення, різниця має перейти від компанії спеціального призначення до банку.

В Україні через певною мірою формалістичні підходи у застосуванні положень законодавства корисним буде встановлення на рівні законодавства можливості використання таких інструментів шляхом прямої вказівки на це в законі, та залишення детального врегулювання їх умов на розсуд учасників ринку.

Закон також має встановлювати мінімальний рівень збереження ризику за активами оригінатором у розмірі 5%. Компетентний орган (наприклад, НКЦПФР або НБУ) може мати повноваження встановлювати вищий рівень, а також визначати спосіб його обчислення.

**Регламент STS**

На додаток до юридичних елементів, за законодавством ЄС сек'юритизація, на яку поширюється більш сприятливий юридичний режим, тобто “проста, прозора та стандартизована сек’юритизація” повинна відповідати певним додатковим мінімальним стандартам щодо структури та забезпечуватися певними відповідними активами. До вступу України в ЄС такі стандарти можуть бути визначені на рівні підзаконних нормативно-правових актів НКЦПФР та НБУ. Ці додаткові вимоги включають ряд правил, серед яких найбільш значущими є такі:

* пул активів має складатися з однорідних активів, що мають однакові рівні ризику;[[26]](#footnote-27)
* при створенні активів повинно бути забезпечено дотримання мінімальних стандартів андерайтингу;[[27]](#footnote-28)
* повинно здійснюватись детальне розкриття інформації про характеристики активів, включених до забезпечення, та документації за ними;[[28]](#footnote-29)
* відсотковий та валютний ризики мають належним чином хеджуватись;[[29]](#footnote-30)
* інвесторам повинна бути представлена модель грошових потоків, щоб вони мали можливість провести власний аналіз трансакції;[[30]](#footnote-31)
* трансакція відповідає мінімальним вимогам щодо збереження ризику за активами оригінатором.[[31]](#footnote-32)

Спочатку деякі (або всі) з цих вимог могли б бути встановлені для всіх сек’юритизацій, а не тільки для “простих, прозорих та стандартизованих сек’юритизацій”.

**Інвестори**

Згідно з Регламентом STS, інструменти сек’юритизації, як правило, не підходять для роздрібних клієнтів. Продавець позиції сек'юритизації може продати таку позицію роздрібному клієнту, лише якщо він проводить перевірку придатності, яка показує, що позиція сек'юритизації підходить для цього роздрібного клієнта.[[32]](#footnote-33) Враховуючи те, що ринок сек’юритизації в Україні перебуває на етапі зародження, закон може встановлювати загальну заборону на продаж роздрібним клієнтам цінних паперів, забезпечених активами.

## Створення ринку сек’юритизації в Україні

Наразі українське законодавство не передбачає детального регулювання випуску будь-якого виду цінних паперів, забезпечених активами, крім іпотечних облігацій. Закон про іпотечні облігації встановлює режим для двох типів цінних паперів, забезпечених іпотекою: звичайних іпотечних облігацій та структурованих іпотечних облігацій. В обох випадках облігації вважаються гарантованими або забезпеченими пулом дебіторської заборгованості (прав вимоги) за кредитними договорами та пов'язаними з ними договорами іпотеки.

Звичайні іпотечні облігації нагадують облігації з покриттям відповідно до законодавства ЄС, тобто емітент повинен бути іпотечним позикодавцем, який продовжує відповідати за зобов’язаннями за цінними паперами навіть у разі недостатності грошових потоків від відповідного пулу іпотечних активів для сплати відсотків або погашення основної суми запозичення.

Структуровані іпотечні облігації можуть випускатися спеціалізованою іпотечною установою (тобто компанією спеціального призначення). Такий суб’єкт господарювання не несе відповідальність перед власниками облігацій понад суму надходжень від пулу активів, тобто ця концепція нагадує сек’юритизацію.

Інших правил щодо боргових цінних паперів, забезпечених будь-якими іншими видами кредитів (у тому числі, наприклад, автокредитів чи інших споживчих кредитів) або іншими активами, у тому числі майбутніми надходженнями, не існує. Сам інструмент іпотечних облігацій не користується особливою популярністю, і з 2005 року відбулося тільки 12 випусків звичайних іпотечних облігацій: 2 комерційними банками та 10 спеціалізованими організаціями (Державною іпотечною установою та Агентством по рефінансуванню житлових кредитів). [[33]](#footnote-34) Емісії структурованих іпотечних облігацій не здійснювались. Отже, ймовірність того, що існуючий механізм придатний для великих масштабів випусків та його можна без істотних змін легко адаптувати до випуску цінних паперів, забезпечених іншими видами активів, низька.

У 2007-2008 роках ПриватБанком, одним з найбільших українських банків, було проведено дві транскордонні сек'юритизації іпотечних кредитів та автокредитів. Ці сек'юритизації регулювались іноземним законодавством і ніяк не відбилися на розвитку українського законодавства. Будь-які інші трансакції, подібні до сек'юритизації, досить обмежені.

Існуюча система сек’юритизації не користується великою популярністю, оскільки, серед іншого, вона не регулює у деталях режим неплатоспроможності та відокремлення активів, не забезпечує достатньо швидкий доступ до активів, не має правил щодо компаній спеціального призначення, спирається на концепцію управління (трастів), яка в Україні недостатньо розвинена, крім того чинне регулювання не полегшує передачу активів (і пов’язаних з ними прав вимоги) тощо.

### Компанія спеціального призначення

Створення компаній спеціального призначення

В Україні відсутнє поняття компанії спеціального призначення для випуску цінних паперів, забезпечених активами. Отже, необхідно буде розробити таку концепцію на основі однієї з наявних організаційно-правових форм, таких як, наприклад, інвестиційний фонд, установа або непідприємницьке товариство. У таблиці нижче узагальнені основні риси та зміни, необхідні для використання вищезазначених організаційно-правових форм у якості компанії спеціально призначення:

|  |  |
| --- | --- |
| Корпоративний інвестиційний фонд | Корпоративний інвестиційний фонд - це юридична особа, створена як акціонерне товариство виключно для інвестування наданих йому коштів. Держава або територіальна громада, а також юридичні особи, частка державної або комунальної власності в яких перевищує 25 відсотків, не можуть бути учасниками інституту спільного інвестування. Інших обмежень щодо того, хто може бути акціонером корпоративного інвестиційного фонду, немає. Збори акціонерів, як правило, можуть вирішувати будь-які питання діяльності фонду, а компанія з управління активами втілює наміри зборів акціонерів шляхом реалізації відповідної інвестиційної стратегії та управління активами фонду.До корпоративного інвестиційного фонду застосовується вимога щодо мінімального розміру статутного капіталу у розмірі 1 250 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі, що станом на дату підготовки цього документу становить близько 8,4 млн. грн або приблизно 233 тисячі євро. Взагалі ця організаційна структура забезпечує визначеність щодо її діяльності та управління нею. Однак згідно з чинним законодавством корпоративні інвестиційні фонди не можуть випускати корпоративні облігації або надавати гарантувати виконання зобов’язань за корпоративними облігаціями. Крім того, мають бути обмежені повноваження акціонера(-ів) корпоративного інвестиційного фонду, щоб забезпечити достатню функціональну незалежність фонду. |
| Установа | Установа - це юридична особа, створена для досягнення цілей, визначених у її установчих документах. Надалі ці цілі можуть змінюватися лише за рішенням суду, якщо їх неможливо досягти, або якщо виявиться, що вони загрожують суспільним інтересам.Не встановлено обмежень щодо того, хто може бути засновником установи. Управління установою здійснює правління, до складу якого можуть входити лише фізичні особи (тобто юридичні особи, зокрема, компанії з управління активами, не можуть бути членами правління).Засновники установи практично не мають прав на управління нею. Отже, використання установи як основи для компанії спеціального призначення забезпечить інвесторам більшу впевненість щодо її діяльності та низьку ймовірність, що управління нею здійснюватиме оригінатор. З іншого боку немає правил, які б давали можливість здійснювати управління установою компанії з управління активів.Оскільки установи як організаційно-правова форма в Україні не дуже поширені, через відсутність усталеної практики важко передбачити, як українські державні органи або суди тлумачитимуть норми, якими регулюється діяльність установ. |
| Непідприємницьке товариство | На відміну від звичайного товариства, непідприємницьке товариство існує не для отримання прибутку та його розподілу між своїми учасниками. Воно може займатися комерційною діяльністю, лише якщо вона відповідає його цілям та сприяє їх досягненню.Немає обмежень щодо того, хто може бути засновником (учасником) непідприємницького товариства. Засновник непідприємницького товариства може брати участь в управлінні ним, а виконавчий орган може складатися лише з фізичних осіб (не передбачається участь компанії з управління активами або будь-якого іншого суб’єкта господарювання). Як і при такій організаційно-правовій форми як установа, використання непідприємницького товариства як основи для компанії спеціального призначення тягне за собою ризик правової невизначеності, оскільки така форма застосовується нечасто. |

За результатами аналізу перелічених вище опцій, на даний момент непідприємницьке товариство видається найбільш придатною формою для компанії спеціального призначення (за умови запровадження додаткових елементів, вказаних нижче).

Закон про сек’юритизацію та облігації з покриттям має забезпечити таке:

* просту процедуру визнання компанії спеціального призначення такою, що відповідає вимогам до компанії, яка здійснює емісію облігацій в ході сек’юритизації/емісію облігацій з покриттям (наприклад, достатньо вказати таку діяльність у статуті);
* обмеження законом діяльності компанії спеціального призначення виключно придбанням (або прийняттям на себе ризиків, пов’язаних з придбанням) активів, прав вимоги та зобов’язань, прийнятих на себе третіми особами або пов’язаних з діяльністю третіх осіб (а у випадку сек’юритизації - також випуском цінних паперів); тобто будь-яка діяльність, яка може кваліфікуватися як підприємницька, у тому числі призводити до виникнення додаткової заборгованості в компанії спеціального призначення, повинна бути заборонена;
* відсутність вимог або ж зовсім незначні вимоги щодо мінімального розміру капіталу (оскільки високі вимоги до капіталу компанії спеціального призначення ще збільшують і без того великі витрати на структурування сек’юритизації);
* проста і порівняно недорога процедура ліквідації після досягнення компанією спеціального призначення поставлених цілей (зазвичай за ініціативою управителя (адміністратора за випуском облігацій) та/або компанії з управління активами (у разі її використання) компанії спеціального призначення, з дотриманням умов, визначених в установчих документах такої компанії спеціального призначення);
* максимально проста структура управління;
* незалежне від оригінатора керівництво;
* відсутність вимоги, щоб компанія спеціального призначення мала статус фінансової установи;
* відсутність вимог щодо одержання свідоцтв, ліцензій або дозволів для компанії спеціального призначення (наприклад, відсутність вимоги щодо отримання ліцензії на здійснення банківської або подібної діяльності, якщо здійснюється сек’юритизація споживчих кредитів).

**Капіталізація**

Компанії, створені для сек'юритизації, в інших країнах, як правило, мають незначний капітал. В Україні це на сьогодні проблематично. За Законом про ринки капіталу юридична особа може випускати відсоткові або дисконтні корпоративні облігації на основну суму, що не перевищує трикратного розміру її власного капіталу або розміру забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами (інструментів зниження кредитного ризику). Важливо забезпечити, що це правило не застосовується до облігацій, що випускаються в рамках структури сек’юритизації.

**Функціональна незалежність та захист від банкрутства**

Компанії спеціального призначення зазвичай створюються для потреб оригінатора професійними радниками оригінатора. Вони створюються як компанії, що належать трасту (*orphan company*) (тобто їх власний капітал, як правило, знаходиться під довірчим управлінням номінальної компанії-довірчого управителя), і за управлінською компанією закріплюються професійні директори, щоб забезпечити незалежність від оригінатора; українським законодавством не передбачена юридична особа, що мала б усі такі особливості. Засновник української компанії, як правило, має широкі права на управління нею і, зокрема, право на внесення змін до статуту компанії у разі необхідності, а при банкрутстві засновника його акції (частки участі) в компанії включаються до ліквідаційної маси засновника. Таким чином необхідних для сек'юритизації функціональної незалежності та захисту від банкрутства досягнути неможливо без внесення відповідних змін до законодавства про банкрутство.

**Вимоги до ліцензування та нормативні вимоги**

У багатьох випадках українське законодавство та судова практика щодо продажу (відступлення) дебіторської заборгованості залишаються заплутаними. Ключове питання полягає у тому, чи можна вважати таку передачу фінансовою послугою (а саме факторингом), оскільки українське законодавство дозволяє надання фінансових послуг лише банками чи іншими фінансовими установами.

У випадках, якщо передача активів буде регулюватися правилами факторингу, українське законодавство вимагає, щоб компанія спеціального призначення була зареєстрована як фінансова установа та мала ліцензію на здійснення факторингових операцій. Це, у свою чергу, вимагає, щоб власний капітал становив не менше 3 мільйонів гривень (що на дату підготовки цього документу становить близько 83 тисяч євро), затвердження регулятором прямих, непрямих та бенефіціарних власників і дотримання певних інших вимог, що зазвичай не висуваються до компаній спеціального призначення, які слугують обмеженим цілям. Закон про іпотечні облігації передбачає, що спеціалізована іпотечна установа (аналог компанії спеціального призначення) звільняється від необхідності дотримання певних вимог, але не всіх. Зокрема, Закон про іпотечні облігації вимагає, щоб така юридична особа була зареєстрована як фінансова установа. Відповідні положення законодавства повинні бути скориговані.

### Передача активів

Українське законодавство передбачає два основних правових механізми передачі активів: відступлення дебіторської заборгованості та факторинг. Як зазначалося вище, факторинг не буде належним механізмом для передачі активів, оскільки він вважається фінансовою послугою. Для уникнення ризику перекласифікації необхідно, щоб застосування норм про факторинг до продажу (відступлення) дебіторської заборгованості компанії спеціального призначення за номінальною вартістю або нижче номінальної вартості було прямо виключене.

Заміна кредитора за зобов’язанням не вимагає згоди боржника, якщо угодою між ними не передбачено інше. Але при цьому, якщо договір спочатку мав бути нотаріально засвідчений та/або підлягав державній реєстрації (наприклад, договір іпотеки), у разі відступлення вимагається виконання таких самих формальностей. За відсутності вимоги нотаріального засвідчення або державної реєстрації договору, права за забезпечувальними правочинами автоматично повторюють правову долю основних зобов’язань. Однак, як показує практика, часто для уникнення невизначеності сторони укладають договір про внесення змін або інший документ, що підтверджує заміну кредитора також і в забезпечувальних правочинах.

Отже, передача активів компанії спеціального призначення може передбачати кілька реєстрацій. Залежно від виду активів це може бути реєстрація змін до договорів іпотеки, яку у деяких випадках повинен здійснювати тільки нотаріус, який зареєстрував первинний договір іпотеки; перереєстрація транспортного засобу в органах поліції тощо. Виконання всіх цих формальностей може виявитися затратним та тривалим. До того ж за нотаріальне засвідчення кожної передачі стягується плата у розмірі 0,01% або більше від вартості заставленого майна. Але на практиці ця плата може виявитися значно вищою. Необхідно максимально зменшити необхідність виконання цих та інших формальностей.

 В окремих випадках продаж або відступлення активів до компанії спеціального призначення у рамках сек'юритизації за номінальною вартістю буде неможливим. Українські правоохоронні органи не завжди добре розуміють усі тонкощі структурованого фінансування і можуть вважати передачу за вартістю, що нижча від номінальної, розкраданням майна. Ймовірність такого ризику особливо велика для державних підприємств (наприклад, банку, який хоче здійснити сек'юритизацію непрацюючих кредитів), або для суб'єктів комунальної власності (наприклад, районних комунальних підприємств-теплопостачальників, які хочуть сек'юритизувати дебіторську заборгованість). Коли законодавча база буде оновлена та передбачатиме такі види активів, для усунення зазначених ризиків може знадобитися запровадження в законі спеціальних дозволів на продаж (відступлення) активів за вартістю, яка нижча за номінальну.

### Створення забезпечення

Відповідно до закону, адміністратор з випуску облігацій стає стороною договорів щодо забезпечення виконання зобов’язань за облігаціями. Цей підхід ще не був відображений у положенні НКЦПФР про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу, який наразі передбачає, що для забезпечення облігацій заставою емітент повинен укласти договори застави з первинними власниками відповідних активів ще на етапі розміщення облігацій. Положення НКЦПФР також передбачає, що емітент повинен вжити заходів щодо безперервності забезпечення облігацій, у тому числі шляхом укладення відповідних нових договорів.  Відповідне положення найближчим часом буде оновлено, щоб відобразити нові правила. Необхідно зазначити, що жоден з підходів щодо забезпечення облігацій не був випробуваний на практиці.

### Зниження кредитного ризику

Сек’юритизація, як правило, включає різні механізми зниження кредитного ризику, що зменшують ризик для інвесторів, а отже в кінцевому підсумку дають емітентам можливість заощадити на вартості фінансування. Так, наприклад, основну суму фінансування можна розділити на кілька траншів з різним пріоритетом погашення: транші найвищого пріоритету, власники яких отримуватимуть виплати першими, та мезонінні транші або транші другої черги, які матимуть нижчий пріоритет. Наразі поділ на транші українським законодавством не передбачений. Крім того, структурування такої угоди може виявитися дуже складним і не забезпечить достатньої правової визначеності інвесторам. Концепція договору між кредиторами (у якому кредитори могли б домовитись між собою щодо черговості задоволення вимог до того, як боржник потрапить в банкрутство) українським законодавством про банкрутство не передбачена.

Крім того, відступлення прав вимоги за активами з дисконтом може здатися підозрілим для правоохоронних та податкових органів. Аналогічно, надмірний рівень надлишкового забезпечення може також розглядатися органом, що здійснює тимчасову адміністрацію, як спосіб виведення активів із оригінатора. Як правило, рівень надлишкового забезпечення не має істотно перевищувати рівень, що вимагається для підтримки найбільш можливого рівня якості активів за облігаціями. Це може бути перевірено регулятором (НКЦПФР або НБУ) під час випуску облігацій.

**Деривативні фінансові інструменти**

Емітент також може скористатись деривативними фінансовими інструментами, такими як свопи на відсоткові ставки або валютні свопи. Своп на відсоткову ставку дозволяє компанії випускати облігації з плаваючою ставкою, не наражаючи її при цьому на ризик збільшення базової ставки. Отже, це може забезпечити емітенту доступ до ширшого кола інвесторів. Валютний своп дозволяє компанії хеджувати свої валютні ризики у разі залучення фінансування у іноземній валюті. Реформа законодавства у сфері деривативних фінансових інструментів, яка була нещодавно запроваджена в Україні, має надати можливість використовувати деривативні фінансові інструменти, зокрема, в сек’юритизації та розширити перелік інструментів зниження кредитного ризику.

### Податковий нейтралітет

Необхідно, щоб податковий режим і сек'юритизації, і облігацій з покриттям базувався на принципі, що жодні податки не повинні стягуватись, і жодних податків не має бути уникнено, внаслідок трансакції, а також виплата жодних податків не повинна пришвидшуватись внаслідок трансакції, крім таких податків, які були б стягнуті, уникнені або стягнення яких було б прискорене у зв’язку з випуском звичайних незабезпечених облігацій.

Огляд цього податкового режиму викладено нижче:

* Податковий режим збитків, що виникають внаслідок передачі права вимоги за вартістю, нижчою за номінальну:

На даний момент не існує спеціального податкового режиму щодо таких збитків, тому податкові наслідки визначатимуться за даними бухгалтерського обліку, тобто якщо передача права вимоги веде до збитків, відображених у даних бухгалтерському обліку, вони також вважатимуться збитками для цілей оподаткування. Збитки оригінатора, що виникають внаслідок передачі права вимоги, зазвичай вважаються витратами, що не включаються у податкову базу при визначенні податку на прибуток підприємства.

* Правила трансфертного ціноутворення:

Правила трансфертного ціноутворення не застосовуються у відносинах між резидентами України.

* Податок на прибуток підприємства та одержання прибутку від компанії спеціального призначення:

Якщо компанія спеціального призначення створена як звичайний платник податку на прибуток підприємств, її прибутки оподатковуються за стандартними правилами оподаткування прибутку підприємств. Необхідно внести зміни у положення Податкового кодексу України, які б забезпечували, що на рівні компанії спеціального призначення податок на прибуток підприємств не стягується за рахунок того, що оригінатору дозволяється одержувати прибуток компанії спеціального призначення податково нейтральним способом, а оподаткування цього прибутку здійснюється виключно на рівні оригінатора. Альтернативно, цього можна досягнути шляхом отримання статусу неприбуткової організації відповідно до Податкового кодексу. Наразі, організація повинна відповідати таким вимогам, щоб отримати такий статус:

1) вона повинна бути утворена та зареєстрована в порядку, визначеному законом, що регулює діяльність відповідної неприбуткової організації (тобто, необхідний окремий закон, що регулює діяльність такої організації);

2) установчі документи організації повинні містити заборону розподілу доходів (прибутків) серед засновників (учасників);

3) у разі припинення організації, її активи повинні бути передані іншим неприбутковим організаціям або зараховані до доходу бюджету;

4) вона повинна бути внесена контролюючим органом до реєстру неприбуткових установ та організацій.

Виконання третьої умови може бути складним для компанії спеціального призначення. Відповідно, можливо буде необхідно передбачити виняток для компанії спеціального призначення, або забезпечити, що така компанія не буде мати активів на момент її припинення.

* ПДВ з послуг, що надаються оригінатором компанії спеціального призначення (наприклад, обслуговування активів):

Як правило, фінансові послуги не обкладаються ПДВ. Але все залежить від конкретного виду послуг. Можливо, буде необхідно внести зміни до деяких положень Податкового кодексу України, щоб фінансові послуги, пов'язані з сек'юритизацією, прямо були включені до переліку фінансових послуг, що не підлягають оподаткуванню ПДВ.

* Податок на прибуток нерезидентів, що стягується з купонів облігацій, забезпечених активами, та облігацій з покриттям:

Наразі з відсоткових доходів, сплачених за купонами нерезидентам, стягується податок на прибуток нерезидентів за ставкою 15% (яка може бути знижена відповідно до договору про уникнення подвійного оподаткування). Це загальне правило, що застосовується до всіх облігацій українських компаній, крім тих, що отримали державну або муніципальну гарантію.

## Структурні елементи ринку облігацій з покриттям

Зазвичай облігації з покриттям структуруються одним із чотирьох способів. Усі вони широко використовуються, прийнятні для інвесторів, сумісні із законодавством ЄС та рекомендаціями Європейської служби банківського нагляду (EBA) та забезпечують інвесторам однаковий рівень кредитних гарантій. Вибір відповідного варіанту, як правило, ґрунтується на практичних юридичних та комерційних міркуваннях у відповідній конкретній юрисдикції.

Пропонується в Україні прийняти модель компанії спеціального призначення для облігацій з покриттям (див. Додаток 4 щодо альтернативних структур та обґрунтування для цього рішення) у зв’язку із тим, що ця модель:

* Має значну синергію із структурою сек'юритизації
* Дає високий ступінь правової визначеності
* Потребує внесення меншої кількості змін до чинного законодавства.

Як і при сек'юритизації модель облігацій з покриттям передбачає створення компанії спеціального призначення та відступлення прав вимоги за активами, а відтак для обох моделей можуть застосовуватися однакові механізми. Альтернативою для компанії спеціального призначення є модель зі збереженням активів на балансі (модель “активів на балансі”). Слід зазначити, що тенденція до використання такої моделі спостерігається у країнах із випробуваним роками режимом облігацій з покриттям, де всі зацікавлені сторони розуміють модель (наприклад, у Німеччині), а моделі компанії спеціального призначення надавали перевагу у нових юрисдикціях (таких як Італія, Литва, Нідерланди). Тому модель компанії спеціального призначення для облігацій з покриттям мінімізує зусилля, необхідні для розуміння такої моделі.

До того ж, у моделі компанії спеціального призначення застосовуються існуючі правові механізми відокремлення активів. В реальності при застосуванні моделі “активів на балансі” у юрисдикції, у яких немає усталеної практики щодо облігацій з покриттям, часто виявляються проблеми недостатнього відокремлення активів. А модель компанії спеціального призначення забезпечує більшу правову визначеність для країн (юрисдикцій) з перехідною економікою, таких як Україна.

Крім того з моделлю “активів на балансі” пов’язано багато питань юридичного характеру, які знадобиться вирішувати окремо у разі вибору цієї моделі; це, наприклад, необхідність забезпечити оригінатору можливість здійснювати трансакцій з самим собою (наприклад, укладати деривативні контракти для управління ризиками, що пов’язані з відсотковими ризиками), а також необхідність вдосконалення механізмів захисту прав власників облігацій (наприклад, для відокремлення та незалежного управління пулом забезпечення у разі визнання неплатоспроможності оригінатора, що у моделі компанії спеціального призначення досягається завдяки юридичного відокремлення від оригінатора як захисту від його банкрутства та наявності незалежних директорів).

Детальніше порівняння моделей облігацій з покриттям представлено у Додатку 4.

### Запропонована структура облігацій з покриттям

**Інвестори**

**Емітент**

**Облігації**

**Відступлення**

**Гарантія**

**КОМПАНІЯ СПЕЦІАЛЬНОГО ПРИЗНАЧЕНННЯ**

Емісія облігацій здійснюється емітентом (банком або іншою прийнятною кредитною установою), який водночас з їх випуском передає пул активів окремій юридичній особі (компанії спеціального призначення). Компанія спеціального призначення гарантує[[34]](#footnote-35) виконання зобов’язань за облігаціями за рахунок переданих їй активів. Емітент зобов’язаний викупати знецінені або невідповідні активи та замінювати їх прийнятними активами на постійній основі, щоб забезпечити компанії спеціального призначення можливість виконувати зобов’язання за гарантією. Компанія спеціального призначення консолідується з емітентом для цілей бухгалтерського обліку та регулювання, але не у разі неплатоспроможності.

При цій структурі обов’язково, щоб активи були передані компанії спеціального призначення з самого початку. Потрібні правові механізми, які даватимуть можливість ефективного виконання такої умови як позичальниками, так і емітентом, який здійснює передачу, не створюватимуть (або не призводитимуть до уникнення) податків, реєстраційних зборів чи інших витрат, які часто виникають при передачі активів, і забезпечуватимуть можливість примусового виконання у разі неплатоспроможності передавача, а також кваліфікації трансакції за її фактичним характером (створення забезпечення), а не за юридичною природою (відступлення) для цілей бухгалтерського обліку та регулювання.

Ця структура забезпечує дуже високий рівень правової визначеності. Оскільки активи передаються компанії спеціального призначення до того, як вони знадобляться (тобто до банкрутства емітента), виключається можливість їх знецінення внаслідок неплатоспроможності або ліквідації емітента, за умови правильного структурування передачі з юридичної точки зору.

При цьому непотрібно вводити складні норми до законодавства про банкрутство.

Крім того, компанія спеціального призначення як окрема, вже існуюча юридична особа, може укладати договори, наприклад, на рефінансування та хеджування активів, з третіми особами без згоди суду, на розгляді якого знаходиться провадження про банкрутство і без створення окремої юридичної особи для пулу покриття, як це вимагається у деяких юрисдикціях щодо облігацій з покриттям.

Ця структура з юридичної точки зору багато у цьому схожа із сек'юритизацією і часто зустрічається в країнах, де використовуються обидва інструменти фінансування, для зменшення непотрібних змін до чинного законодавства.

* + 1. Визначення активів

У більшості юрисдикцій облігації з покриттям можуть бути забезпечені переважно іпотечними кредитами - житловими, або комерційними - або позиками публічного сектору. Крім того, може бути включена невелика кількість активів “технічного” характеру, насамперед “активів-замінників” та деривативних фінансових інструментів - як описано нижче. На практиці більшість програм облігацій з покриттям рефінансують лише житлові іпотечні кредити.

Згідно із законодавством ЄС, активи, які можуть бути використані для забезпечення облігацій з покриттям, визначені у статті 129 Регламенту про вимоги до капіталу[[35]](#footnote-36). Однак більшість країн застосовують більш суворі правила і всі використовують більш детальні визначення активів.

**Активи-замінники**

Активи-замінники - це, як правило, високоякісні активи, які можна легко конвертувати в готівкові кошти, які зберігаються, наприклад, для здійснення негайного погашення облігацій. Критерії для них визначені у статті 129 Регламенту про вимоги до капіталу, але може виникнути необхідність у їх посиленні національними нормативними актами[[36]](#footnote-37).

**Деривативні фінансові інструменти**

Деривативні фінансові інструменти слід включати до пулу лише у тих випадках, коли вони хеджують невідповідність між активами та пасивами. Крім того, вони повинні базуватися на модифікованій версії стандартизованої документації ISDA. Свопи за облігаціями з покриттям, як правило, повинні зберігати силу при неплатоспроможності емітента (яка автоматично не спричиняє дефолт за облігаціями), щоб представляти цінність для власників облігацій.[[37]](#footnote-38) Крім того, вартість свопу у разі неплатоспроможності - за звичайними правилами ISDA - буде підлягати неттінгу разом з вартістю інших свопів між одними й тими ж двома контрагентами. У випадку облігацій з покриттям це потенційно може призвести до втрати його вартості для структури облігацій з покриттям. Нарешті, свопи, як правило, вимагають надання забезпечення для підтвердження їхньої кредитоспроможності. Оскільки майно, що входить до пулу покриття, не може бути предметом забезпечення, пул покриття не може бути обтяжений.

З усіх цих причин стандартні умови свопу в генеральній угоді ISDA є недостатніми для свопу облігацій з покриттям. Оскільки всі необхідні зміни до звичайних умов свопу негативно впливають на позицію третьої особи контрагента за свопом, звичайною практикою є забезпечення додаткового захисту контрагента за свопом, шляхом надання йому права вимоги до пулу покриття на умовах рівного пріоритету з інвесторами в облігації з покриттям.

* + 1. Передача активів, що входять до пулу покриття, на користь компанії спеціального призначення

Передача активів пулу покриття на користь компанії спеціального призначення здійснюватиметься у формі (а) відступлення прав вимоги, в якому обов’язок зі сплати ціни купівлі з боку компанії спеціального призначення фінансується кредитом, що надається емітентом облігації з покриттям; або (б) відступлення прав вимоги з відстроченням оплати ціни купівлі, в якому обов’язок з оплати ціни може бути замінений шляхом новації на боргове зобов’язання на визначених умовах. Обидві форми передбачають різні фінансові домовленості, за якими права на активи відступають на користь компанії спеціального призначення.

У будь-якому із зазначених вище сценаріїв, закон повинен передбачати, що:

* обов’язки компанії спеціального призначення перед емітентом є субординованими по відношенню до обов’язків компанії спеціального призначення перед власниками облігації з покриттям;
* обов’язки компанії спеціального призначення перед емітентом припиняються шляхом повернення активів пулу покриття (якщо облігації з покриттям були належним чином погашені емітентом) або шляхом зарахування регресних вимог компанії спеціального призначення до емітента у випадку здійснення такою компанією виплат на користь власників облігацій з покриттям за порукою.
	+ 1. Обов'язок здійснити викуп

Емітент буде зобов'язаний викупити та замінити активи в пулі покриття через причини, пов'язані з відсутністю виплат (значне прострочення виплат за іпотекою), прийнятністю (відбувається зміна, що породжує порушення критеріїв прийнятності), здійсненням будь-яких законодавчо закріплених прав споживачів, які можуть не відповідати очікуваній роботі пулу покриття (наприклад, якщо клієнт бажає внести зміни до договору) або через інші причини.

Закон повинен зобов’язати емітента здійснювати таку заміну, а також гарантувати, щоб спосіб передачі активів компанії спеціального призначення це дозволяв.

* + 1. Захист інвестора

Багато особливостей необхідно буде включити до закону та/або підзаконних актів, щоб захистити інтереси власників облігацій з покриттям. Основним джерелом захисту від кредитних втрат за активами, що включені до забезпечення, є надлишкове забезпечення, тобто включення активів до пулу, які перевищують загальну вартість облігацій та інших зобов'язань, забезпечених пулом.

Надлишкове забезпечення може бути розраховане на підставі чистої приведеної вартості активів та зобов’язань, номінальної вартості або обох показників (або, у невеликій кількості країн, з використанням іншого методу, такого як “розумна ринкова вартість”).

Як правило:

* Абсолютний мінімальний рівень надлишкового забезпечення визначено у законі[[38]](#footnote-39), зазвичай він становить 5%, але у випадку України може знадобитися вищий мінімальний рівень, наприклад, 10%.
* Орган нагляду (такий як НКЦПФР або НБУ в Україні) наділений повноваженнями встановлювати вищий рівень надлишкового забезпечення в кожному конкретному випадку. Він обчислюється з урахуванням активів у пулі, особливостей програми облігацій з покриттям та кредитоспроможності емітента. Він може бути встановлений після використання “стрес-тестів” - серії несприятливих припущень щодо економічних та кредитних умов. Ці стрес-тести, у свою чергу, можуть бути визначені законодавством або нормативними актами або можуть бути встановлені органом нагляду з урахуванням поточних умов.
* Емітенти у договірному порядку (у проспекті (рішенні про емісію)) зобов’язуються підтримувати вищий рівень надлишкового забезпечення, щоб забезпечити найвищий можливий кредитний рейтинг.

На додаток до надлишкового забезпечення, необхідно запровадити правила, щоб гарантувати, що пул має достатню ліквідність для виконання зобов'язань при настанні строку їх погашення. [[39]](#footnote-40) Це аналогічно правилам щодо коефіцієнта загальної ліквідності для банків. Однак існує безліч способів її обчислення, виходячи, серед іншого, з характеру активів, що включені до складу забезпечення.

* + 1. Наслідки відокремлення емітента облігацій та власника активів

Оскільки емітент облігацій та власник активів є окремими юридичними особами до настання неплатоспроможності, закони, підзаконні акти та умови договорів повинні відповідати вказаній нижче структурі неплатоспроможності.

Облігації є зобов'язаннями емітента з правом вимоги до нього та забезпечені гарантією від компанії спеціального призначення.

У разі невиконання зобов’язань емітента за облігаціями - наприклад, щодо здійснення купонного платежу - гарантія активується, і компанія спеціального призначення зобов’язана здійснити платежі за облігаціями відповідно до початкового графіка виплати відсоткових доходів та номінальної вартості таких облігацій. На цей час компанія спеціального призначення заявляє вимогу про відшкодування суми, що дорівнює розміру основної суми та майбутніх виплат відсотків, за рахунок ліквідаційної маси емітента на підставі гарантій відшкодування. Тобто вимога, що виникає на підставі гарантій відшкодування, підлягає достроковому виконанню, на відміну від виплат за облігаціями.

Якщо згодом сам пул покриття стає неплатоспроможним - оскільки кредитні збитки за активами, що включені до складу забезпечення, зменшують надлишкове забезпечення до нуля, тоді виплати за всіма облігаціями стають такими, що негайно підлягають сплаті.

* + 1. Режим пулу покриття у разі неплатоспроможності

У разі неплатоспроможності емітента компанія спеціального призначення має бути уповноважена за законом укладати договори у міру необхідності для забезпечення безперервного обслуговування облігацій з покриттям. Такі договори включатимуть, наприклад, договори про фінансування з використанням активів (у формі подальшої емісії облігацій з покриттям, сек'юритизації або шляхом продажу активів або укладення угод РЕПО), а також деривативні фінансові інструменти та договори про обслуговування активів.

Небанківський характер компанії спеціального призначення може вплинути на її здатність укладати такі договори, наприклад, здійснювати угоди РЕПО щодо активів з центральним банком. Це слід враховувати в процесі підготовки відповідного законодавства.

Відповідно до законодавства може знадобитися запровадження функцій окремої особи (традиційно - “Спеціальний адміністратор”) для управління компанією спеціального призначення у разі неплатоспроможності.[[40]](#footnote-41) Передбачена чинним Законом про іпотечні облігації роль «управителя іпотечним покриттям» може бути взята за основу для запровадження інституту Спеціального адміністратора.

Якщо проти емітента розпочато провадження у справі про банкрутство, провадження обмежується загальним майном емітента, а пул покриття, заборгованість та зобов'язання, які ним покриваються, не є частиною ліквідаційної маси емітента.[[41]](#footnote-42)

Окрім того, провадження у справі не призводить до того, що зобов'язання та заборгованість, пов’язані зі пулом покриття, стають такими, що підлягають сплаті.[[42]](#footnote-43)

* + 1. Режим нагляду

Поточний контроль за програмами облігацій з покриттям повинен здійснюватися спільно НКЦПФР та/або НБУ[[43]](#footnote-44), та незалежним агентом, призначеним емітентом (як правило, його називають Контролер за пулом покриття[[44]](#footnote-45)). Необхідно визначити критерії для Контролера за пулом покриття та розподілу обов’язків з контролю та нагляду.[[45]](#footnote-46)

Орган нагляду повинен визначити характер режиму нагляду у трьох основних напрямках:

1. дозвіл на здійснення емісії облігацій. Це передбачатиме, наприклад, чи здійснюється погодження окремо за програмою або за кожним випуском облігацій в рамках програми, і яку інформацію необхідно надавати органу нагляду в такому випадку;[[46]](#footnote-47)
2. поточний нагляд. Це передбачатиме, наприклад, обсяг наявних інструментів та повноважень органу нагляду, зокрема проведення інспекційних перевірок та отримання інформації, в тому числі на запит, від емітента, компанії спеціального призначення та Контролера за пулом покриття, тощо;[[47]](#footnote-48)
3. повноваження та зобов'язання, що виникають у разі неплатоспроможності, включаючи призначення Спеціального адміністратора та спосіб роботи такого адміністратора із судами з питань неплатоспроможності та органами з врегулювання, правила щодо поточного управління активами, включеними до складу забезпечення, під час процедури неплатоспроможності та повноваження на передачу активів та пов'язаних з ними зобов'язань третім особам, якщо це відповідає інтересам власників облігацій.[[48]](#footnote-49) В Україні, адміністратор за випуском облігацій може виконувати функції спеціального адміністратора.

Вищезазначені особливості будуть включені як до первинного законодавства, так і до підзаконних нормативних актів. З міркувань ефективності детальні відомості щодо таких особливостей слід включати до підзаконних нормативних актів, коли це можливо, а первинне законодавство застосовується головним чином для того, щоб це могло статися (наприклад, надання органу нагляду права встановлювати певні правила).

* 1. Створення ринку облігацій з покриттям в Україні
		1. Визначення активів

 Пропонується на рівні закону:

* дозволити включення до пулу покриття житлових іпотечних кредитів, комерційних іпотечних кредитів та дебіторської заборгованості публічного сектора, такої як позики місцевим органам влади або повністю гарантовані позики державним підприємствам, як це дозволено Регламентом про вимоги до капіталу;
* врегулювати процедуру визначення типу активу (наприклад, чи є об’єкт “змішаного користування” переважно комерційним чи житловим);
* встановити обмеження щодо певних видів ризику та/або надати повноваження НКЦПФР та/або НБУ встановлювати такі обмеження;
* запровадити вимоги до оцінювання майна з наступною їх деталізацією в підзаконних нормативно-правових актах (наприклад, оцінка відповідно до ринкової вартості або вартості іпотечного кредитування);
* встановити обмеження коефіцієнта непогашеної позики до оціночної вартості майна та способи обчислення цього коефіцієнта;
* визначити прийнятність іпотечних кредитів, виплати за якими прострочені, для пулу покриття;
* передбачити визначення та встановити обмеження щодо “активів-замінників” - активів, відмінних від основного класу активів, включених до пулу покриття, наприклад, банки часто мають на депозиті у центральному банку короткострокові цінні папери з високим рейтингом або готівкові кошти, щоб мати можливість задовольнити зобов'язання з виплати за облігаціями, строк погашення яких от-от настане;
* визначити критерії щодо деривативних фінансових інструментів.

У випадках, коли це можливо, правила, що регулюють вищезазначені питання, повинні відповідати як наявним правилам, так і ринковій практиці.

* + 1. Зобов'язання здійснити викуп

У даний час Закон про іпотечні облігації в частині, яка регулює відокремлення активів емітента шляхом придбання, передбачає таке придбання тільки по відношенню структур наближених до структури сек’юритизації – на користь компанії спеціального призначення; при цьому таке придбання має бути у безвідкличному порядку, тобто без права заміни, зворотного викупу чи передачі, за винятком випадків, коли на момент передачі ці активи не відповідали вимогам, визначеним у проспекті (рішенні про емісію). Наявна в Україні практика емісії іпотечних облігацій відповідно до Закону про іпотечні облігації використовувала структуру, за якою щодо активів здійснювалось забезпечувальне відступлення на користь спеціалізованої установи з рефінансування житлових кредитів, яка здійснювала емісію іпотечних облігацій.

При запровадженні структури облігацій з покриттям, яка буде відповідати всім вимогам законодавства ЄС, в тому числі «подвійна» вимога (*dual recourse*), необхідно буде забезпечити, щоб відокремлення пулу покриття шляхом юридичного відчуження на користь Компанії спеціального призначення не обмежувало викуп, зокрема, коли активи стають проблемними після передачі цих активів компанії спеціального призначення.

Якщо припустити, що права вимоги будуть викуплені за їх номінальною вартістю (без дисконту або премії), наслідки, пов'язані з податком на прибуток підприємств та ПДВ, не виникатимуть.

Зобов’язання здійснити викуп буде припинятися у випадку неплатоспроможності емітента (наприклад, після початку процедури ліквідації).

* + 1. Наслідки відокремлення емітента облігацій та власника активів

Оскільки не існує такого поняття як компанія спеціального призначення та спеціальних норм, що застосовуються до її правовідносин з іншими особами, відокремлення емітента та компанії спеціального призначення (власника активу) спричиняє виникнення таких питань нормативно-правового регулювання в Україні:

* якщо компанію спеціального призначення було засновано емітентом, який потім став неплатоспроможним, акції (частки) останнього у компанії спеціального призначення будуть включені до ліквідаційної маси емітента, а потім продані на аукціоні;
* механізми зниження кредитного ризику, що надаються компанією спеціального призначення щодо облігацій, будуть застосовані у разі банкрутства емітента;
* Фонд гарантування вкладів фізичних осіб («ФГВФО») може здійснювати свої повноваження щодо визнання недійсними правочинів або застосування наслідків нікчемності правочинів, що передували неплатоспроможності, з метою визнання недійсною передачу активів компанії спеціального призначення. Деякі з таких повноважень можуть вважатися досить суворими і їх застосування повинно бути обмежене. Хоча ФГВФО повинен зберегти свої повноваження щодо визнання недійсними шахрайські операцій, він не повинен мати можливість визнавати недійсними ринкові операції на основі лише формальних підстав або характеристик облігацій, забезпечених активами, та облігацій з покриттям (наприклад, передачу активів компанії спеціального призначення, якщо вона є пов'язаною особою оригінатора, або надлишкове забезпечення);
* якщо компанія спеціального призначення кваліфікується як пов’язана особа банку, ФГВФО може у певних випадках конвертувати права вимоги компанії спеціального призначення у акції банку (тобто скасувати будь-яке боргове зобов’язання банку перед компанією спеціального призначення). Саме так сталося з єврооблігаціями націоналізованого ПриватБанку, який використовував офшорну (іноземну) компанію спеціального призначення для випуску своїх облігацій участі у позиках;
* в Україні не існує поняття гарантії відшкодування (“*indemnity*”), подібного до того, що застосовується в англійському праві - без законодавчого введення такого поняття можуть виникнути складнощі при наданні гарантії відшкодування з боку емітента на користь компанії спеціального призначення за договором;
* в Україні лише певні фінансові установи можуть залучати субординовані позики, отже, слід внести зміни до існуючого правового режиму, щоб дозволити компанії спеціального призначення (яка не є фінансовою установою) залучати субординовані позики від емітента.
	+ 1. Режим пулу покриття у разі неплатоспроможності

Правове регулювання банкрутства в Україні забезпечує більш високий захист інвесторів у звичайні іпотечні облігації (який подібний до правового регулювання облігацій з покриттям) порівняно з більшістю інших кредиторів емітента. Однак через нечасті випуски звичайних іпотечних облігацій в Україні дієвість такого правового регулювання на практиці не була апробована.

Законодавча база України про банкрутство (тобто Закон “Про систему гарантування вкладів фізичних осіб” та Кодекс України з процедур банкрутства) передбачають, що активи, включені до складу іпотечного покриття, не повинні потрапляти до ліквідаційної маси емітента, а їх відчуження повинно здійснюватися відповідно до Закону “Про іпотечні облігації”. Зазначений закон, у свою чергу, передбачає, що управитель покриттям/ адміністратор за випуском облігацій повинен звернути стягнення на іпотечне покриття та продати активи, включені до складу іпотечного покриття, після введення тимчасової адміністрації або відкриття провадження у справі про банкрутство емітента, а потім розподілити виручку від продажу серед інвесторів. Для вищевказаних цілей Закон “Про іпотечні облігації” звільняє таке звернення стягнення та продаж від мораторію, який зазвичай застосовується до примусового виконання вимог інших кредиторів. Такий режим призводить до розпродажу активів і не відповідає європейській практиці, яка передбачає, що вимоги кредиторів за облігаціями з покриттям залишаються в силі у разі неплатоспроможності або реструктуризації емітента (тобто, облігації з покриттям повинні продовжувати обслуговуватися у звичайному режимі, якщо інвестори не вирішать інакше).

Крім того, Закон “Про іпотечні облігації” передбачає, що тимчасовому адміністратору, арбітражному керуючому та іншим учасникам провадження у справі про банкрутство забороняється звертати стягнення на іпотечне покриття або визнавати недійсними угоди, укладені емітентом у зв'язку з випуском звичайних іпотечних облігацій. По суті, така заборона має на меті забезпечити, щоб інші кредитори не могли пред’явити вимогу щодо активів, що включені до складу іпотечного покриття, а також, щоб правила визнання недійсними правочинів, що передували неплатоспроможності не застосовувались до звичайних іпотечних облігацій та іпотечного покриття. Це в основному відповідає європейській практиці.

Вищезазначені засоби захисту значною мірою базуються на єдиній статті Закону “Про іпотечні облігації”, яка не є повністю інтегрованою в українське законодавство про банкрутство, особливо в Закон “Про систему гарантування вкладів фізичних осіб”. У зв’язку з цим існує підвищений ризик того, що вищезазначені засоби захисту можуть не діяти на практиці.

* + 1. Режим нагляду

Згідно з українським законодавством, іпотечні цінні папери користуються додатковим наглядовим захистом порівняно з корпоративними облігаціями.

Такий наглядовий захист надається НКЦПФР, яка перед реєстрацією емісії повинна перевірити фінансову звітність, реєстр іпотечного покриття, договір про управління іпотечним покриттям з управителем/ адміністратором за випуском облігацій, а також іншу надану документацію. Якщо така документація містить неправдиву інформацію або активи, включені до іпотечного покриття, не відповідають нормативним вимогам, НКЦПФР повинна відмовити у реєстрації випуску іпотечних облігацій.

При емісії облігацій з покриттям наглядовий захист НКЦПФР може включати:

* перевірку прийнятності активів управителем покриттям/ адміністратором за випуском облігацій або аудитором на вимогу НКЦПФР;
* вимогу до управителя покриттям/ адміністратора за випуском облігацій здійснювати контроль за дотриманням емітентом законодавства про облігації з покриттям та проспекту, а також інформувати НКЦПФР про будь-які порушення; та
* заміну управителя покриттям/ адміністратора за випуском облігацій на вимогу НКЦПФР.

Необхідно буде визначити, чи повинен НБУ як регулятор діяльності банків та деяких небанківських кредиторів виконувати деякі з цих повноважень (докладніше див. у Розділі 4.5.2).

Крім того, команда ЄБРР з питань сек'юритизації додатково дослідила, чи відповідатиме законодавству ЄС підхід, за яким облігації з покриттям можуть випускати спеціалізовані фінансові установи, такі як ті, що надають рефінансування іпотечних кредитів в Україні (крім банків). Однак згідно з Директивою щодо облігацій з покриттям тільки кредитним установам дозволено створювати такі інструменти.

* 1. Вимоги до інфраструктури та регуляторних органів
		1. Елементи інфраструктури

**Розкриття інформації**

Для сек'юритизації та облігацій з покриттям важливо створити систему звітності для інвесторів, яка могла б дозволити їм отримати доступ до всієї відповідної інформації та оцінити ризики, пов'язані з облігаціями та емітентом. Така інформація має бути доступна і для регуляторів.

Що стосується сек'юритизації, Регламент STS запроваджує поняття репозиторіїв сек'юритизації, які збирають відповідні звіти, в першу чергу про активи, які використовуються як забезпечення при сек'юритизації. [[49]](#footnote-50) Основною метою репозиторію сек'юритизації є надання єдиного джерела даних, необхідних інвесторам для проведення аудиту.

Щодо облігацій з покриттям, захист інвесторів забезпечується вимогою до кредитних установ повідомляти інформацію про програми облігацій з покриттям уповноваженим органам (в Україні – НКЦПФР та/або НБУ).[[50]](#footnote-51) Інформація повинна надаватися регулярно щодо відповідності вимогам програми облігацій з покриттям, таким як захист від банкрутства, відокремлення активів у пулі покриття, функціонування Контролера за пулом покриття та операції із заміни активів.

В Україні поняття репозиторіїв було запроваджене у законодавстві нещодавно. Так, Закон про ринки капіталу містить загальні положення про торгових репозиторіїв для деривативних контрактів та уповноважує НКЦПФР регулювати відповідні зобов'язання щодо звітності. У випадку необхідності, такий механізм може бути використаний як основа для розроблення системи репозиторіїв сек'юритизації.

Для виконання функції репозиторію сек’юритизації може бути доцільно використовувати торгових репозиторіїв або надати такі функції особам, які провадять діяльність з оприлюднення регульованою інформації в Україні.

Точний обсяг і періодичність оприлюднення інформації та подання звітності можуть бути встановлені нормативно-правовими актами НКЦПФР та/або НБУ, у той час як законом має бути передбачено, які види інформації підлягають оприлюдненню, та встановлено належні санкції за неоприлюднення або неподання необхідної інформації.

**Збори власників облігацій та адміністратор за випуском облігацій**

Основною метою адміністратора за випуском облігацій та зборів власників облігацій у структурі сек'юритизації та облігацій з покриттям є представництво інтересів власників облігацій та сприяння реалізації їхніх прав. Оскільки активи будуть використовуватися в якості забезпечення, адміністратор за випуском облігацій повинен також забезпечити оформлення відповідного забезпечувального обтяження стосовно активів.

Концепції зборів власників облігацій та адміністраторів за випусками облігацій були нещодавно запровадженні у Законі про ринки капіталу. Застосування цих положень вимагатиме окремих додаткових змін для цілей покриття елементів сек’юритизації та облігацій з покриттям.

**Деривативні фінансові інструменти**

Деривативні фінансові інструментишироко використовуються для зменшення ризику, що виникає внаслідок різних валютних та відсоткових профілів активів та пасивів, а також для вдосконалення моделювання грошових потоків для інвесторів. Згадані ризики слід належним чином мінімізувати, і якщо укладається будь-який деривативний контракт, трансакція повинна бути належним чином задокументована.[[51]](#footnote-52)

Із запровадженням реформи законодавства у сфері деривативних фінансових інструментів, що нещодавно відбулось в Україні, використання деривативних контрактів для цілей випусків облігацій з покриттям буде мати більший ступінь правової визначеності. В той самий час додаткове регулювання, специфічне для сфери облігацій з покриттям, буде необхідне для забезпечення належного використання деривативних контрактів та підтримання високої якості інструменту облігацій з покриттям (наприклад, запровадження обмежень щодо мети укладення деривативних контрактів, встановлення вимог до контрагентів за деривативними контрактами, і т.п.).

**Оцінка**

Активи, включені до пулу покриття, повинні належним чином оцінюватися згідно з відповідними правилами оцінки. Таку оцінку має проводити оцінювач, який має необхідну кваліфікацію, здібності та досвід і є незалежним від процесу прийняття рішень щодо кредитування.[[52]](#footnote-53) Дотримання таких стандартів може вимагати ширшої реформи щодо оцінки, яка виходить за рамки цієї Концепції, і яка, серед іншого, забезпечить, щоб балансова вартість активів відображала їх поточну ринкову вартість або вартість для цілей іпотечного кредитування.

* + 1. Режим контролю

Існування спеціального механізму контролю є однією з ключових визначальних ознак облігацій з покриттям.

Контроль за облігаціями з покриттям повинен забезпечувати такі елементи:

1. Структура повинна включати спеціальний державний нагляд зі сторони уповноваженого органу, відповідального за моніторинг облігацій з покриттям (НКЦПФР та/або НБУ) для оцінки відповідності законодавству, відповідної реєстрації та документації. Уповноважений орган повинен мати необхідні повноваження та ресурси для здійснення цієї функції, включаючи права на отримання інформації від емітента та можливість застосовувати коригувальні заходи та покарання за порушення. Відповідно до Директиви про облігації з покриттям державний контроль за облігаціями з покриттям повинен відрізнятися від загального контролю за кредитними установами. Однак, необхідно забезпечити тісну співпрацю НКЦПФР та НБУ.[[53]](#footnote-54) Наприклад, закон міг би встановити дворівневу процедуру погодження випуску облігацій: спочатку з боку НБУ (для перевірки нормативних вимог до пулу активів), а далі — НКЦПФР (для перевірки відповідності вимогам щодо розкриття).

2. Процес контролю за програмою облігацій з покриттям при тимчасовій адміністрації (ліквідації) кредитних установ. НКЦПФР повинна мати необхідні повноваження, щоб забезпечити збереження прав та інтересів інвесторів в облігації з покриттям, в тому числі, принаймні, шляхом перевірки безперервного та надійного управління програмою облігацій з покриттям протягом періоду здійснення тимчасової адміністрації (ліквідації). Це включає, серед іншого, відповідні повноваження, що стосуються призначення та звільнення/ заміну Спеціального адміністратора[[54]](#footnote-55), який керує програмою облігацій з покриттям. Слід встановити правила співпраці НКЦПФР та органу (ФГВФО), що здійснює тимчасову адміністрацію (ліквідацію), включаючи правила щодо координації та обміну інформацією для цілей процесу тимчасової адміністрації (ліквідації)).

Оскільки як облігації з покриттям, так і сек’юритизація – відносно нові для України концепції, було б доцільно забезпечити певний рівень нагляду не лише щодо облігацій з покриттям, а й щодо сек’юритизації.

* + 1. Рейтинги та розподіл капіталу

**Рейтинг ризиків сек'юритизації**

Інвестори незмінно вимагають зовнішньої оцінки кредитного рейтингу для облігацій, випущених у рамках сек'юритизації та облігацій з покриттям.

Цей рейтинг має значення для оцінки кредитного ризику, дотримання інвестиційних правил та для регуляторних цілей.

*Оцінка кредитного ризику*

Інвестори визнають, що рейтингові агентства можуть провести більш ретельний аналіз кредитних ризиків трансакції, ніж вони самі, і, зокрема, порівняти ступінь ризику і, як наслідок, вартість різних активів. Вони також розуміють, що присвоєння рейтингу опосередковано означає також зобов'язання щодо постійного моніторингу активів, включених до складу забезпечення, протягом строку обігу облігацій.

*Дотримання інвестиційних правил*

Для багатьох інвесторів це також має значення для цілей дотримання інвестиційних правил, як прямо – оскільки більшість фондів мають обмеження щодо кредитного рейтингу активів, в які вони можуть інвестувати, – так і опосередковано: успішність багатьох управителів активами оцінюється у порівнянні з індексами боргових цінних паперів, які формуються на основі кредитних рейтингів.

*Нормативні цілі*

Багато пруденційних нормативів прямо посилаються на рейтинги облігацій, серед яких найважливішими є норми щодо формування резервів капіталу банків інвесторів та критерії прийнятності для портфелів банківської ліквідності.

Для того, щоб відповідати нормативним цілям (а на практиці також іншим цілям), кредитний рейтинг повинен присвоюватись рейтинговим агентством, що відповідає правилам Регламенту ЄС про кредитні рейтингові агентства (EC 1060/2009)[[55]](#footnote-56) і управляється Європейським управлінням з цінних паперів та ринків (ESMA).

Три найбільших регламентованих рейтингових агентства – Moody’s Investor Service, S&P Global Ratings та Fitch Ratings мають ринкову частку 91%, хоча існує ще 25 інших регламентованих агентств.

В Україні кредитні рейтинги можуть присвоюватися вітчизняними агентствами, які включені до спеціального державного реєстру, або міжнародними рейтинговими агентствами, якщо вони були визнані НКЦПФР. Наразі визнані лише три згадані вище міжнародні агентства. Крім того, на розгляді Верховної Ради України перебуває законопроєкт, метою якого є приведення українського законодавства щодо рейтингових агентств у відповідність з вищевказаним регламентом ЄС, включаючи вимоги до методологій присвоєння, перегляду та відкликання кредитних рейтингів.

**Рейтинги та формування резервів**

Формування резервів банків за активами, пов'язаними з сек'юритизацією, зазнало істотних змін внаслідок світової фінансової кризи, і, зокрема, з огляду на те, що резерви, сформовані під облігації, випущені в ході сек’юритизації з високим рейтингом, виявились недостатніми, а також з урахуванням надмірної довіри до рейтингів. Крім того, у багатьох юрисдикціях, зокрема у Європейському Союзі, який запровадив правила STS, було визначено високий стандарт якості для сек'юритизації.

Наразі формування резервів відбувається за однією з трьох різних методологій, коротко описаних нижче, при чому перша є оптимальною методологією, яка потребує здатності точно моделювати активи, включені до складу забезпечення.

*1. Метод, що базується на внутрішніх оцінках сек’юритизації (метод SEC-IRBA)*

Якщо банк, який інвестує в актив, пов’язаний з сек'юритизацією, може застосувати метод, що базується на внутрішніх оцінках, до формування резервів за принаймні 95% активів у пулі сек'юритизації, то він може, за умови отримання дозволу регуляторних органів, використовувати метод SEC-IRBA. Такий метод дозволяє визначати розмір резерву на підставі оцінки активів, включених до пулу покриття за сек’юритизацією, та певних структурних особливостей сек'юритизації - наприклад, де в ієрархії платежів знаходиться актив - і, в більшості випадків, є найкращим способом розрахунку розміру резервів, який найменше тисне на капітал.

*2. Стандартизований підхід до сек’юритизації (метод SEC-SA)*

Метод SEC SA є другим кращим підходом до розрахунку розміру резервів, який застосовується, коли активи, що є забезпеченням в програмі сек'юритизації, неможливо в достатній мірі оцінити за підходом, що ґрунтується на внутрішній оцінці. Знову ж таки, формула визначає точний розмір резерву за активом, але одним з основних вхідних показників є резерви, які повинні були б бути створені за активами, включеними до забезпечення за сек’юритизацією, за більш спрощеним "стандартизованим підходом" до розрахунку резервів банками. Це незмінно призведе до того, що під актив буде створено більший резерв, ніж за методологією SEC-IRBA.

*3. Метод, що базується на зовнішніх оцінках (метод SEC-ERBA)*

Третій варіант полягає у формуванні резервів на підставі зовнішнього рейтингу облігацій, присвоєного авторитетним рейтинговим агентством. Цей підхід поєднує рейтинг та інші змінні - наприклад, строк погашення активу - у відносно спрощеній таблиці, щоб отримати резерв капіталу для покриття ризику.

*4. Запасний варіант*

Якщо не застосовується жоден з трьох вищезазначених варіантів, будь-який ризик повинен бути безпосередньо вирахуваний із регулятивного капіталу банку.

**Рейтинги та формування резервів (облігації з покриттям)**

Відповідно до регламентів ЄС, банки, що є інвесторами в облігації з покриттям, користуються більш сприятливим режимом стосовно вказаних облігацій, які відповідають Директиві про облігації з покриттям та Регламенту про вимоги до капіталу (стаття 129). Зокрема, у випадку банків, які використовують стандартний підхід до формування резервів, облігаціям з покриттям буде присвоєно коефіцієнт резерву відповідно до кредитного рейтингу таких банків (а не емітента) та виходячи з “наступного за кроком” коефіцієнту ризику резерву. Наприклад, для однієї незабезпеченої облігації з рейтингом А буде застосовуватися ризик з коефіцієнтом 50%, у той час як для облігації з покриттям, що має такий самий рейтинг, такий коефіцієнт становив би 20%. У випадку банків, які використовують для формування резервів метод IRB (*метод, що базується на внутрішніх оцінках*), для облігацій з покриттям діє припущення щодо збитків у разі дефолту в розмірі 11,25%, а вірогідність дефолту визначається відповідно до кредитного рейтингу таких банків.

* 1. Використання інструментів
		1. Прийнятні активи – облігації з покриттям

Відповідно до регламентів ЄС та загальноприйнятої практики на ринку облігацій з покриттям, прийнятні активи для використання в якості забезпечення за програмами визначені статтею 129 Регламенту про вимоги до капіталу, зокрема, житлова іпотека, комерційна іпотека, дебіторська заборгованість суб'єктів публічного сектору та іпотека суден.[[56]](#footnote-57) На всі ці активи поширюються критерії, визначені у вищезазначеній статті, для забезпечення мінімального рівня якості активів (наприклад, обмеження щодо співвідношення розміру позики до вартості майна, яке її забезпечує). Крім того, існують певні активи технічного характеру, які можуть бути включені до пулу покриття – наприклад, деривативні фінансові інструменти та активи для підтримки ліквідності, - але вони є допоміжними до первинних активів, для рефінансування яких створена програма облігацій з покриттям.

В обмежених випадках національне законодавство дозволяє включати інші активи, але такі облігації не підпадають під пільговий режим за законодавством ЄС, і якби такі активи були дозволені законодавством України, інвестори навряд чи зможуть розглядати облігації, забезпечені ними як “облігації з покриттям” (covered bonds).

Нарешті, в Європейському Союзі ведеться дискусія щодо введення обмежених додаткових активів до цього визначення, зокрема позик малим та середнім підприємствам, позик для інфраструктурних проєктів та проєктів екологічного спрямування[[57]](#footnote-58). Такі обговорення знаходяться на початковому етапі.

* + 1. Прийнятні емітенти – облігації з покриттям

В ЄС лише кредитні установи можуть випускати облігації з покриттям[[58]](#footnote-59), в першу чергу завдяки тому, що більшість юридичних механізмів та механізмів нагляду, що застосовуються до облігацій з покриттям, базуються на наявних правилах, що регулюють діяльність таких емітентів. Загалом вважається, що кредитні установи мають кращий доступ до інструментів рефінансування, включаючи, як правило, доступ до фінансування від центрального банку в стресових для всієї системи умовах. Рефінансування має особливе значення для облігацій з покриттям (у порівнянні, наприклад, із сек’юритизацією) через невідповідність між строками існування активу і зобов’язання, зокрема, короткострокові облігації, забезпечені довгостроковими активами, повинні мати можливість покладатися на можливість рефінансування цих активів навіть у стресових ринкових умовах.

За правом ЄС, кредитні установи включають спеціалізовані іпотечні кредитні установи, тобто кредитні установи, які фінансують кредити лише або в основному за рахунок випуску облігацій з покриттям, яким законодавчо дозволено провадити виключно діяльність з іпотечного кредитування та кредитування публічного сектору економіки, та яким заборонено залучати депозити, але які можуть залучати інші кошти від широкого загалу на умовах їх повернення. Наразі в Україні немає таких кредитних установ, але в майбутньому деякі з існуючих фінансових установ можуть тяжіти до цього *modus operandi*.

Крім того, емітент повинен відповідати всім застосовним вимогам законодавства (включаючи, наприклад, щодо протидії відмиванню доходів), а також коефіцієнтам та іншим пруденційним нормативам (для забезпечення того, що відповідна особа не є неплатоспроможною, а трансакція не використовується для виведення активів із ліквідаційної маси).

* + 1. Прийнятні активи – сек'юритизація

Історично склалося, що сек'юритизація забезпечувалася широким розмаїттям активів, головним фактором, що визначає прийнятність, було те, чи готові рейтингові агентства та інвестори надавати достатню цінність грошовому потоку від активів, включених до забезпечення, щоб забезпечити кредитоспроможність облігацій. Тоді як найпоширеніші форми сек'юритизації базуються на іпотеці, дебіторській заборгованості за кредитними картками, автокредитах, студентських позиках, торговельній дебіторській заборгованості, заборгованість за надходженнями в галузі аграрної діяльності, також використовуються інші більш екзотичні активи, такі як права інтелектуальної власності та регульовані тарифи на комунальні послуги.

Правила Європейського Союзу щодо сек'юритизації STS встановлюють певні обмеження щодо активів, які забезпечують сек'юритизацію, і які можуть отримати характеристику STS, зокрема до забезпечення не можуть включатися іпотечні кредити, які не відповідають певним стандартам якості (наприклад, недостатня документація або попереднє невиконання зобов’язань), комерційні іпотечні кредити, а також забороняється сек'юритизація сек'юритизованих облігацій та непрацюючих кредитів.[[59]](#footnote-60)

* + 1. Очікування щодо випуску в Україні облігацій з покриттям та здійснення сек’юритизації

Беручи до уваги активи, які можуть потребувати рефінансування в Україні, і вищезазначені коментарі щодо прийнятності (і, як наслідок, ставлення більшості традиційних інвесторів до прийнятності активів), облігації з покриттям застосовуватимуться переважно до високоякісних житлових іпотек, виданих банками. У переважній більшості «нових» юрисдикцій, які прийняли відповідні законодавчі акти, що регулюють облігації з покриттям (наприклад, Канада, Румунія чи Естонія), житлова іпотека є єдиним активом, який застосовувався на практиці. У країнах з нижчим кредитним рейтингом для дебіторської заборгованості уряду чи інших державних установ, інвестори надають перевагу іпотечним облігаціям, забезпеченим житловими іпотечними кредитами.

Неіпотечні активи та іпотечні кредити, видані небанківськими організаціями, частіше рефінансуються шляхом сек'юритизації.

Вимоги до активів, що є прийнятними для сек’юритизації, спочатку можуть бути аналогічними вимогам, що застосовуються для отримання характеристики STS, у той час як додаткові активи можуть додаватися до відповідного переліку в міру розвитку українського ринку - шляхом внесення змін до закону або підзаконних нормативно-правових актів. Крім того, на підставі поточних обговорень пропонується передбачити можливість сек'юритизації для рефінансування надходжень в галузі аграрної діяльності (зокрема за аграрними розписками), тарифів на комунальні послуги та дебіторської заборгованості за договорами оренди. Зазначена позиція підлягатиме подальшому обговоренню та можливому перегляду або розширенню щодо інших можливих класів активів.

1. Наступні кроки та перспективи сек'юритизації та облігацій з покриттям в Україні
	* 1. Розвиток в інших країнах

ЄБРР запровадив або запроваджує подібні реформи в інших країнах. З цього приводу варто наголосити на певних моментах.

**Зацікавлені сторони**. Хоча у всіх країнах потрібен потужний спонсор для розробки нового законодавства, дуже важливо залучати всіх зацікавлених сторін до процесу розробки законодавства з початкового етапу. Зокрема, важливо підкреслити роль i) фонду гарантування вкладів у випадках, коли певні норми щодо процедур неплатоспроможності повинні бути змінені, ii) міністерства юстиції та органів нотаріату у випадках, коли може бути необхідним здійснити передачу пакету іпотек; iii) представників споживачів, щоб забезпечити добросовісне внесення необхідних змін до договорів, положень про банківську таємницю, прав на взаємозалік тощо, iv) емітентів/ оригінаторів, щоб забезпечити сумісність нормативно-правових актів з наявними операційними, бухгалтерськими та іншими практиками, та v) інвесторів, щоб виявити на ранній стадії проблеми та, особливо, нормативні бар'єри для їх інвестицій у такі цінні папери.

**Роз'яснювальна робота**. Відмінності між двома продуктами часто викликають плутанину. Крім того, репутація ринку сек'юритизації - через певні зафіксовані проблеми в деяких секторах американського ринку під час фінансової кризи - може бути негативною. Важливо повідомляти про a) відмінності між продуктами та їх наслідки для захисту споживачів та фінансової стабільності, b) досвід європейських сек'юритизацій під час фінансової кризи суттєво відрізняється від американських, c) реформи, проведені зокрема відповідно до законодавства ЄС, після настання фінансової кризи та d) способи усунення потенційних недоліків обох продуктів.

**Вторинне законодавство**. Багато деталей регулювання як облігацій з покриттям, так і сек'юритизації мають відносно технічний характер і можуть вимагати періодичного внесення змін по мірі розвитку ринкової практики. Ефективно буде, якщо первинне законодавство, яке регулює інструмент фінансування, буде уповноважувати відповідний орган влади приймати необхідні технічні рішення, а не намагатися їх детально визначити самостійно.

**Побажання іноземних інвесторів**. Існує значний попит на облігації з покриттям, що походять з регіону Центральної та Східної Європи, з боку "традиційних" інвесторів Західної Європи загалом та Німеччини зокрема. Важливо взаємодіяти з цими інвесторами, а також рейтинговими агентствами, які можуть на ранній стадії процесу висловлювати коментарі та надавати рекомендації щодо структурування інструментів таким чином, щоб таке структурування було схожим з структуруванням знайомих для них інструментів. Крім зазначеного, інвестори та рейтингові агентства можуть також надавати корисні коментарі і щодо технічних питань, таких як можливість отримання лістингу цінних паперів та можливість включення випусків цінних паперів до індексів боргових цінних паперів.

**Повідомлення про переваги**. Для забезпечення належного виділення ресурсів, необхідних для реалізації проєкту, важливо, щоб потенційні вигоди від повноцінно функціонуючих ринків облігацій з покриттям та сек'юритизації належним чином повідомлялись зацікавленим сторонам. У Хорватії ЄБРР організував конференцію зацікавлених сторін державного та приватного секторів, щоб обговорити потенційні вигоди від впровадження продукту. Серед ключових моментів, на які слід звернути увагу: переваги для фінансової стабільності через зменшення залежності банків від депозитів або фінансування іноземної материнської компанії, розвиток ринків довгострокових цінних паперів та деривативних фінансових інструментів та краще забезпечення житлового фінансування для споживачів.

* + 1. Передумови для успішної сек'юритизації та облігацій з покриттям

На думку Європейської ради з облігацій з покриттям (ECBC), успіх облігацій з покриттям на ринку може оцінюватися на основі макроекономічних умов (таких як зростання ВВП, рівень безробіття та інфляції та демографічна динаміка), факторів інфраструктури ринку (включаючи доступ до інформації про нерухомість та можливість звернення стягнення на предмет забезпечення), стану фінансових ринків (тобто попит на фінансування серед кінцевих споживачів, включаючи потребу у фінансуванні поза депозитною системою та розвиток ринків облігацій) і, нарешті, нормативно-правової бази. З огляду на численні загальні характеристики облігацій з покриттям та сек'юритизації, багато з цих факторів (такі як попит на фінансування та розвиток ринку облігацій, наявність активів для включення до пулу покриття, доступ до інформації та можливість звернення стягнення на предмет забезпечення) також будуть важливими для успішної сек'юритизації. Для сек'юритизації також можна використовувати інші активи, такі як автомобільні позики, непрацюючі кредити, споживчі кредити, кредити малим та середнім підприємствам, аграрні розписки та дебіторську заборгованість за платежами за комунальні послуги. Див. нижче в розділі “Активи” аналіз життєздатності таких сек'юритизацій.

Нормативно-правова база, необхідна для сек'юритизації та облігацій з покриттям, та необхідні зміни в українському законодавстві з цією метою, були детально розглянуті в цій Концепції. Нижче наводиться оцінка готовності українського ринку до вдосконалених структур фінансування, таких як облігації з покриттям та сек'юритизація, на підставі трьох критеріїв, визначених ECBC, а саме макроекономічних умов, ринкової інфраструктури та стану фінансових ринків.

**Макроекономічні умови**

За підрахунками НБУ, ВВП України зменшиться на 32% у 2022 році та поступово зростатиме на 4-5 відсотків у наступні роки. За даними анкетування банків, що проводиться НБУ, кількість нових житлових іпотечних кредитів в Україні збільшилася майже вдвічі у 2021 році. Ймовірно, це сталося у зв’язку зі сприятливими перспективами розвитку ринку нерухомості та кращими споживчими настроями. Також у 2021 році середня ефективна ставка за кредитами знизилась до 13.6% (для вторинного ринку) та 16.0% (для первинного ринку). У березні-травні 2022 року банки призупинили видачу іпотечних кредитів фізичним особам через війну, але з червня 2022 року таке фінансування почало відновлюватися. Водночас уряд запровадив спеціальну програму для громадян України, яка має на меті уможливити іпотечні житлові кредити за відсотковими ставками 3-7% в залежності від категорії позичальника та з необхідністю дотримання певних умов. Ймовірно, після війни відновлення попиту на нерухомість призведе до зростання попиту на житлові іпотечні кредити, що матиме вирішальне значення для успіху облігацій з покриттям, оскільки такі активи найчастіше включаються в пул покриття.

**Ринкова інфраструктура та легкість передачі забезпечення**

Що стосується ринкової інфраструктури, існує загальнодоступний реєстр іпотечних кредитів.[[60]](#footnote-61) Однак такий реєстр не зручний для угод, що включають сотні іпотечних кредитів або більше (що характерно для облігацій з покриттям). Процес передачі прав іпотекодержателя третій особі (наприклад, компанії спеціального призначення) у такому реєстрі є досить складним через необхідність перереєструвати кожну іпотеку окремо у нотаріуса, і кожна перереєстрація також займає досить багато часу (залежно від досвіду, нотаріус, як правило, здатний виконати 5-20 перереєстрацій на день). У випадку кредитів, забезпечених рухомим майном, реєстрація обтяжень рухомого майна у відповідному реєстрі потребуватиме подібних змін, оскільки вона теж, зазвичай, проводиться нотаріусами. Таким чином, створення механізму, який би забезпечував більш легку передачу прав кредитора (в межах наявних процедур реєстрації або із запровадженням окремого інструмента передачі) є одним із важливих питань, які мають бути вирішені.

Що стосується питань звернення стягнення, в Україні доступні як судові, так і позасудові методи звернення стягнення на забезпечення, проте вони недостатньо ефективні: в середньому примусове виконання договорів зазвичай займає приблизно 378 днів (за останніми оцінками відповідно до звіту Світового банку 2019 року щодо легкості ведення бізнесу (World Bank 2019 Doing Business report)).

**Стан фінансових ринків**

На світовому рівні Україна має низький рейтинг з точки зору фінансової системи (136-е місце із 141-ї країни відповідно до Звіту глобальної конкурентоспроможності Світового економічного форуму 2019 року (World Economic Forum 2019 Global Competitiveness Report)). Успіх сек'юритизації та облігацій з покриттям на українському ринку також істотно залежатиме від загального оновлення української фінансової системи, особливо від проведення численних реформ фінансового ринку. Зокрема, таких як модернізація українських норм та процедур примусового виконання, подальша лібералізація правил валютних операцій та валютного контролю, посилення повноважень та незалежності українського регулятора ринків капіталу відповідно до стандартів Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO), покращення захисту прав кредиторів, імплементація норм ЄС під час переходу України до повноправного членства в ЄС, включаючи: приведення законодавства у сфері інститутів спільного інвестування у відповідність до актів ЄС щодо UCITS та AIFM, запровадження другого рівня пенсійного забезпечення, імплементацію європейських норм щодо запобігання зловживанням на ринку тощо.

Іншим важливим питанням для України є дефіцит доступних інструментів хеджування ризиків, зокрема, оскільки ринок деривативних фінансових інструментів поки що недостатньо розвинений. Оскільки житлові іпотечні кредити в Україні в даний час надаються лише в національній валюті (через законодавчу заборону на надання позик фізичним особам в іноземній валюті), засоби хеджування валютних ризиків матимуть вирішальне значення для іноземних інвесторів для розгляду облігацій з покриттям, забезпечених такими житловими іпотечними кредитами. Нещодавне запровадження детального законодавчого регулювання деривативних фінансових інструментів в Україні має надати більш ґрунтовну базу для використання деривативних фінансових інструментів та сприяти їх застосуванню в структурах сек’юритизації та облігацій з покриттям.

* + 1. Перспективи сек'юритизації та облігацій з покриттям в Україні на думку учасників ринку

Щоб зрозуміти погляди державних органів та учасників ринку щодо перспектив сек'юритизації та облігацій з покриттям на українському ринку, команда ЄБРР з сек'юритизації провела ряд зустрічей, зміст яких коротко викладений нижче. Крім того, попередні проєкти Концепції були обговорені також з НБУ та ФГВФО. Як правило, вітчизняні державні органи та учасники ринку позитивно оцінюють можливість запровадження облігацій, забезпечених активами, у довгостроковій перспективі, однак деякі з опитаних були стурбовані тим, що сек'юритизація та облігації з покриттям можуть бути нежиттєздатними у короткостроковій та середньостроковій перспективі.

**Нормативна база**

Учасники ринку та державні органи підтвердили, що наявна законодавча база щодо іпотечних цінних паперів майже не використовувалась, залишалася досить неякісною та потребувала суттєвого оновлення, а щодо інших цінних паперів, забезпечених активами, взагалі не існувало жодної нормативної бази. У той же час вони висловили зацікавленість у використанні системи сек'юритизації та облігацій з покриттям, якщо вона буде узгоджена з міжнародною практикою. При цьому зазначалось, що така нормативна база повинна охоплювати три ключові механізми перетворення активів в облігації: (i) звичайна сек'юритизація, (ii) "проста, прозора та стандартизована сек'юритизація" та (iii) облігації з покриттям.

Деякі учасники ринку детальніше обговорювали нормативну базу та вносили конкретні пропозиції. Агентство по рефінансуванню житлових кредитів заявило, що найважливішими елементами для них є ефективне відокремлення активів, швидкий доступ до них у разі неплатоспроможності та наявність надлишкового забезпечення в якості механізму зниження кредитного ризику. Український союз орендодавців та VAB Leasing повідомили команду ЄБРР з питань сек'юритизації, що передача платежів за лізинг транспортних засобів вимагатиме значних зусиль, оскільки, наприклад, кожен транспортний засіб потрібно буде перереєструвати в українських органах поліції. Українська спілка орендодавців та VAB Leasing спеціально попросили зменшити такі формальності щодо передачі.

Citibank Ukraine також наголосив на важливості завершення поточних реформ, оскільки вони були б дуже корисними для нормативної бази, що регулює сек'юритизацію та облігації з покриттям. Зокрема, Citibank Ukraine згадав про реформу ринку деривативних фінансових інструментів та валютну реформу (які ще не були запроваджені на той час, але запроваджені на даний момент), як такі що можуть сприяти збільшенню доступності валютних свопів та інших можливостей хеджування валютних ризиків.

**Активи**

На думку представників проєкту USAID “Трансформація фінансового сектору”, життєздатність сек'юритизації більшості класів активів в Україні буде обмежена через проблеми, пов'язані з доступністю інформації, стандартизацією документації, однорідністю пулу активів та дрібними сумами дебіторської заборгованості по певних активах.

На думку Асоціації “Українське об'єднання лізингодавців” та VAB Leasing, ще однією важливою проблемою, яка загалом погіршує перспективи сек'юритизації та облігацій з покриттям, є існуюча практика структурування запозичень в Україні. Зазвичай вони були структуровані як однорічні кредити/облігації, де позичальники/емітенти щороку зверталися до кредиторів з проханням про подовження строків погашення. Таке структурування суттєво зменшило доступність довгострокових активів для цілей сек'юритизації або облігацій з покриттям.

З учасниками ринку обговорювались наступні класи активів:

* іпотечні кредити

ПриватБанк, один з найбільших українських банків, зазначив, що в Україні існує лише два класи активів, які можна використовувати для сек'юритизації: іпотечні кредити та лізингові платежі. За даними ПриватБанку, в Україні не було інших придатних активів, які генерують достатній рівень прибутку.

Агентство по рефінансуванню житлових кредитів, яке раніше здійснило кілька випусків іпотечних облігацій, підтвердило свою зацікавленість у сек'юритизації іпотечних кредитів.

* кредити малим та середнім підприємствам (МСП)

На думку компанії Investment Capital Ukraine документація щодо кредитів МСП є недостатньо стандартизованою, щоб зробити кредити МСП придатним активом для сек'юритизації.

* споживчі кредити

Ринок споживчих кредитів ріс досить швидко - 30-40% на рік, за даними Investment Capital Ukraine, і такі темпи росту є нормальними. Було зазначено, що такі темпи зростання, якщо продовжуватимуться, можуть створити перспективи для здійснення сек'юритизації споживчих кредитів.[[61]](#footnote-62)

* непрацюючі кредити

Агентство по рефінансуванню житлових кредитів зазначило, що в портфелях українських банків є багато непрацюючих кредитів, і варіант сек'юритизації непрацюючих кредитів може бути вартим глибшого аналізу.

* лізингові платежі

ПриватБанк, Асоціація “Українське об'єднання лізингодавців” та VAB Leasing підтвердили життєздатність сек'юритизації лізингових платежів. Українське об'єднання лізингодавців та VAB Leasing також повідомили, що більшість портфелів лізингу транспортних засобів складаються з комерційних автомобілів та автомобілів спеціального призначення, і тому імпорт вживаних автомобілів на номерних знаках ЄС не справив істотного впливу на лізинговий сектор.

* надходження в галузі аграрної діяльності (в тому числі аграрні розписки)

Згідно з проєктом Міжнародної фінансової корпорації щодо аграрних розписок, електронним аграрним розпискам планується надати статус цінних паперів, що дозволить фермерам використовувати майбутні врожаї як забезпечення для фінансування перед збором врожаю, що, в свою чергу, дозволить фермерам купувати якісне насіння та інші необхідні речі. Фермери можуть погашати такі боргові розписки готівковими коштами, або за рахунок постачання сільськогосподарської продукції певної кількості та якості. Метою проєкту Міжнародної фінансової корпорації щодо аграрних розписок було спрощення процедури реєстрації та передачі аграрних розписок, впровадження електронних аграрних розписок та підвищення прозорості та захисту інвесторів. В Україні сільськогосподарський сектор є великим, і як тільки проєкт Міжнародної фінансової корпорації щодо аграрних розписок досягне своїх цілей, сек'юритизація платежів за такими аграрними розписками може стати життєздатною.

* платежі за комунальні послуги

Метою Проєкту USAID з розвитку енергетичних ринків був пошук довгострокового рішення для фінансування українського сектору комунальних послуг, та сек'юритизація дебіторської заборгованості за платежами за комунальні послуги може бути одним із життєздатних варіантів. За інформацією USAID, український сектор централізованого теплопостачання мав критичну потребу у фінансуванні. Команда ЄБРР з питань сек'юритизації та USAID обговорили питання надмірного регулювання послуг централізованого теплопостачання, питання щодо відступлення прав вимоги за дебіторською заборгованістю за комунальні послуги, а також проблему встановлення короткострокових тарифів на комунальні послуги. Було зроблено висновок, що слід внести багато змін на рівні активів, щоб зробити можливим сек'юритизацію дебіторської заборгованості за платежами за комунальні послуги. Було погоджено, що команда ЄБРР з питань сек'юритизації зосередиться на загальній нормативно-правовій базі, а дебіторська заборгованість за платежами за комунальні послуги може бути включена в таку базу в рамках окремого проєкту розвитку (за наявності).

**Інвестори**

Компанія Investment Capital Ukraine вважала, що основними інвесторами у забезпечені активами цінні папери, будуть місцеві страхові компанії та пенсійні фонди, особливо після реформи пенсійної системи 2-го рівня. Громадська спілка “Українське об'єднання ринків капіталу” (UCMA) підкреслила інтерес багатьох груп інвесторів до німецьких та польських облігацій з покриттям та передбачила, що це може бути актуальним також для України після запровадження облігацій з покриттям. Що стосується місцевих страхових компаній, у рамках Проєкту USAID “Трансформація фінансового сектору” було зауважено, що серед 320 страхових компаній, зареєстрованих в Україні, багато фіктивних або таких, що використовуються для відмивання коштів.[[62]](#footnote-63)

* + 1. Останні зміни в нормативно-правових актах ЄС, які слід враховувати

У грудні 2019 року Європейський парламент та Рада затвердили Директиву про облігації з покриттям (див. посилання в Додатку 5). Зокрема, це вимагає від держав-членів ЄС та країн-кандидатів чи потенційних кандидатів впровадити регулювання облігацій з покриттям відповідно до вимог директиви. Крім того, вона вимагає від Європейської Комісії розглянути (до 2024 р.) “еквівалентний” режим для облігацій з покриттям, випущених в державах, що не є членами ЄС, що відповідають принципам, визначеним в директиві, що повинен дозволяти застосування до таких облігацій режиму, еквівалентного тому, що діє для облігацій з покриттям, випущених в ЄС, зокрема згідно з пруденційними нормативами ЄС. Було б доречним розглянути наслідки цієї директиви в поточному процесі. Хоча Україна з часом має стати повноправним членом ЄС, проміжною метою може бути визнання "еквівалентного" режиму для облігацій з покриттям, випущених за українським законодавством.

Висновок

Система регулювання сек'юритизації та облігацій з покриттям повинна
бути впроваджена в Україні новим загальним законом, який буде включати загальні розділи, що регулюватимуть спільні для двох інструментів елементи (наприклад, статус та функціонування Компанії спеціального призначення), а також окремі розділи, які регулюватимуть аспекти, спеціальні для кожного інструменту. Наявні закони України потрібно буде привести у відповідність до нової системи регулювання.

Розроблений Законопроєкт планується надати всім зацікавленим сторонам та учасникам ринку, для отримання пропозицій та зауважень, та проведення відповідних узгоджень до подання на розгляд Верховної Ради України. Після прийняття законопроєкту Верховною Радою України, буде здійснюватися розробка відповідної нормативної бази, необхідної для його реалізації, в тому числі із залученням технічної допомоги.

# Додаток 1: Рекомендації Європейської служби банківського нагляду (EBA) щодо найкращих практик у сфері облігацій з покриттям

Нижче наведено короткий підсумок основних рекомендацій. Більш детальна інформація доступна за посиланням [www.eba.europa.eu/documents/10180/534414/EBA+Report+on+EU+Covered+Bond+Frameworks+and+Capital+Treatment.pdf](http://www.eba.europa.eu/documents/10180/534414/EBA%2BReport%2Bon%2BEU%2BCovered%2BBond%2BFrameworks%2Band%2BCapital%2BTreatment.pdf).

1. **Подвійний регрес**. Інвестори в облігації з покриттям повинні мати право вимоги як по відношенню до емітента облігацій (або до його ліквідаційної маси і на рівноправних умовах з іншими кредиторами), так і до активів у пулі покриття.
2. **А. Відокремлення активів, що становлять забезпечення**. Активи у пулі покриття, повинні бути достатньо відокремленими та ідентифікованими. Відокремлення повинно бути юридично обов'язковим та визнаватись у суді. Це повинно стосуватись як первинних активів, так і активів-замінників та деривативних фінансових інструментів.
3. **B&C. Захист від банкрутства**. Платіжні зобов'язання за облігаціями не повинні автоматично підлягати достроковому виконанню у разі дефолту емітента. Процедури неплатоспроможності повинні надавати пріоритет вимогам інвестора в облігації з покриттям до пулу покриття. Арбітражний керуючий повинен мати можливість вжити всіх дій, необхідних для реалізації інтересів інвестора в облігації з покриттям.
4. **Пули покриття**. Склад пулів покриття не повинен істотно змінюватися протягом строку обігу облігації з покриттям. Пули покриття, як правило, повинні обмежуватися активами, що знаходяться в Європейській економічній зоні, або, для іпотечних активів, розташованих в юрисдикції, яка не входить до Європейської економічної зони, має бути встановлено, що пріоритетне право вимоги має юридичну силу у відповідній юрисдикції.
5. **Межі співвідношення розміру позики до вартості забезпечення**. Структура повинна встановлювати максимальні обмеження суми кредиту до вартості забезпечення для активів та стандарти для моніторингу та оцінки вартості майна.
6. **Покриття та надлишкове забезпечення**. Усі зобов'язання програми, включаючи зобов'язання перед контрагентами за деривативними контрактами, повинні забезпечуватися активами. Повинен бути закріплений законодавчий/нормативний мінімум надлишкового забезпечення.
7. **А. Деривативні фінансові інструменти**. Деривативні фінансові інструменти повинні дозволятися виключно з метою хеджування ризиків і не повинні припинятись у разі неплатоспроможності емітента.

**B. Ліквідність**. Ризики ліквідності слід пом'якшувати за допомогою ліквідних активів, доступних постійно для покриття чистого відтоку.

**C. Стрес-тести**. Емітенти повинні проводити стрес-тести для розрахунку вимог до покриття.

1. **А. Контролер за пулом покриття**. Контролером за пулом покриття слід призначати особу, яка не є аудитором емітента. Відповідні норми повинні визначати основні обов'язки Контролера, включаючи моніторинг усіх вимог до покриття та тестів на прийнятність, а також позаплановий аудит пулу покриття.

**B. Нагляд**. Компетентний орган повинен затвердити створення програми облігацій з покриттям. Він повинен переконатися, що існує адекватна операційна політика, процедури та засоби контролю, що обмеження, що застосовуються до емітента, дотримані і що пул покриття відповідає чинним вимогам.

**C. Обов'язки національного органу у справах про неплатоспроможність емітента**. Законодавство щодо облігацій з покриттям повинно надавати достатньо детальний опис обов'язків та повноважень компетентного органу відповідно у випадку дефолту емітента.

1. **Обсяг та частота розкриття**. Емітенти облігацій з покриттям повинні розкривати сукупні дані про кредитний ризик, ринковий ризик та ризик ліквідності програми та іншу відповідну інформацію, включаючи ту, що стосується залучених контрагентів та рівнів договірного та добровільного надлишкового забезпечення принаймні щокварталу.

# Додаток 2: Глосарій термінів

| Термін | Визначення |
| --- | --- |
| Резервний сервісний агент | Як правило, оригінатор трансакції продовжує обслуговувати початкову трансакцію як в сек'юритизації, так і в іпотечних облігаціях. У заздалегідь узгоджених випадках компанія спеціального призначення може отримати дозвіл на залучення Резервного сервісного агента для заміни оригінатора як Сервісного агента. |
| Закон про ринки капіталу | Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» № 3480-IV від 23 лютого 2006 року (викладений в новій редакції, попередня назва Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»).  |
| Графік погашення, який частково залежить від отримання надходжень від покриття | Домовленість щодо облігацій з покриттям, визначена договором або законом (наразі лише в Польщі) для вирішення потенційної нездатності емітента, що опинився у важкій ситуації, виконати зобов'язання за облігаціями з покриттям при настанні строку їх погашення. Зазвичай вказується, що неможливість погашення облігацій на заплановану дату погашення не є випадком невиконання зобов’язань. У такому випадку базова облігація конвертується у цінний папір з плаваючою ставкою після запланованого строку погашення і буде погашена в той момент, коли активи, включені до складу покриття, можуть бути ліквідовані за достатні надходження для повного погашення зобов’язань за облігаціями. Використовується замість структур з жорстким графіком погашення та гнучким графіком погашення. |
| Договірне надлишкове забезпечення | Така сума надлишкового забезпечення в пулі покриття, яка включається в силу договірних зобов’язань, добровільно прийнятих емітентом. Як правило, міститься у положеннях про договірні зобов’язання в боргових документах. У випадку облігацій з покриттям, як правило, перевищує встановлений законом рівень надлишкового покриття. У випадку сек'юритизації, як правило, не існує встановленого законодавством мінімального розміру надлишкового забезпечення. Використовується для підтримки кредитного рейтингу облігацій. |
| Пул покриття | Активи, які становлять забезпечення для облігацій (та пов'язаних з ними пріоритетних боргових зобов'язань, наприклад перед контрагентами за деривативними контрактами). Складається як з основних, так і з вторинних активів. Зазвичай підпадають під юридичні заходи щодо їх відокремлення від інших активів, що належать емітенту, з метою забезпечення визначеності щодо прав вимоги власників облігацій. |
| Реєстр покриття | Реєстр, юридичний статус та форма якого, як правило, визначаються законом, який містить інформацію про активи в пулі покриття. |
| Контролер за пулом покриття | У трансакціях з облігаціями з покриттям фізична або юридична особа, незалежна як від емітента, так і від органу, що здійснює нагляд, зобов’язання якої визначаються відповідно до чинного законодавства про облігації з покриттям. Основне зобов’язання Контролера за пулом покриття полягає у забезпеченні випуску та управління облігаціями з покриттям відповідно до законодавства. Різні держави-члени мають дещо різні визначення та назви цього суб’єкта. |
| Тест на покриття | У трансакціях з облігаціями з покриттям - тест, визначений законом або договором, який вимірює дотримання емітентом зобов’язань щодо підтримки достатнього пулу покриття для забезпечення непогашених облігацій.У трансакціях із сек'юритизацією тест не використовується, оскільки не існує постійних зобов'язань щодо заміни активів в пулі покриття.  |
| Директива про облігації з покриттям  | Директива (ЄС) 2019/2162 Європейського Парламенту та Ради від 27 листопада 2019 р. щодо випуску облігацій з покриттям та державного нагляду за облігаціями з покриттям, яка вносить зміни до Директиви 2009/65/ЄС та Директиви 2014/59/ЄС. |
| Зниження кредитного ризику | Це загальний термін для заходів, що вживаються оригінатором у структурі трансакції для підвищення надійності, кредитної якості або рейтингу облігацій. Забезпечення готівкою, утримання прибутку та гарантії/поруки третіх осіб можуть служити такими заходами як для облігацій з покриттям, так і для сек'юритизації. У випадку лише сек'юритизації субординовані облігації можуть також сприяти зниженню кредитного ризику для більш пріоритетних облігацій.  |
| Облігації з жорстким графіком погашення | Облігації з покриттям, в яких неповернення основного боргу на заплановану дату погашення становить випадок невиконання зобов’язань. Див. також *Гнучкий графік погашення* та *Графік погашення, який частково залежить від отримання надходжень від забезпечення*. |
| Емітент | У трансакціях із сек'юритизацією саме компанія спеціального призначення випускає цінні папери інвесторам. У контексті облігацій з покриттям такою особою є сам оригінатор активів, наприклад банк. |
| Буфер ліквідності | В облігаціях з покриттям пул активів, відмінних від первинних активів, як правило, грошові кошти або активи з дуже короткостроковими, високоліквідними характеристиками, що зберігаються в пулі покриття для того, щоб забезпечити достатню кількість готівкових коштів, щоб емітент міг здійснювати виплати основної суми та відсотків, коли вони підлягають сплаті, не вдаючись до ліквідації первинних активів.У трансакціях із сек'юритизацією можуть мати місце активи для забезпечення ліквідності, але їх використання набагато менш поширене через відсутність графіку виплат із фіксованим строком погашення.  |
| Коефіцієнт покриття ліквідністю (“LCR”) | Правила, що визначають активи, якими повинні володіти кредитні установи, щоб зменшити ризик неможливості виконати зобов'язання, що підлягають погашенню в стресових умовах на ринку. Визначено в Регламенті про вимоги до капіталу та Делегованому регламенті Комісії ЄС 2015/61 про вимоги щодо покриття ліквідністю для кредитних установ.Облігації з покриттям можуть претендувати на категорії 1B, 2A або 2B, залежно від їх характеристик. На даний момент сек'юритизації можуть претендувати лише на рівень 2B. |
| Співвідношення розміру кредиту до вартості забезпечення | Що стосується іпотечних кредитів, співвідношення між залишком заборгованості за позикою (або на даний момент, або на момент отримання позики) та вартістю майна, наданого в якості забезпечення суми заборгованості за цим кредитом. |
| Облігації, забезпечені іпотекою  | Зазвичай використовується для позначення сек'юритизацій (на відміну від облігацій з покриттям). Також поділяються на житлові іпотечні цінні папери та комерційні іпотечні цінні папери. |
| Закон про іпотечні облігації | Закон України “Про іпотечні облігації” № 3273-IV від 22 грудня 2005 року. |
| Чиста теперішня вартість (“ЧТВ”) | У контексті розрахунків покриття майбутня вартість активів або зобов'язань, дисконтованих згідно з методологією, яка зазвичай визначена в національному законодавстві або нормативних актах про облігації з покриттям. |
| Надлишкове забезпечення | Різниця між вартістю пулу покриття та вартістю зобов'язань, для яких він виступає забезпеченням. Зазвичай обчислюється на основі номінальної або теперішньої вартості. Активи та зобов'язання визначаються по-різному для цих цілей у різних державах-членах. |
| Оригінатор | Суб'єкт господарювання, який відступає (передає) активи у рамках трансакції (тобто первісний власник активів), або, у контексті синтетичної сек’юритизації, власник активів, який передає ризики за допомогою інструментів передачі ризиків (зазвичай, кредитного дефолтного свопа). |
| Графік погашення, який залежить від отримання надходжень від забезпечення | Спосіб платежів, коли виплати інвесторам відбуваються в ті самі періоди часу і зазнають тих самих коливань, що і дебіторська заборгованість. Застосовуючи цей метод, грошовий потік, який регулярно збирається за дебіторською заборгованістю, регулярно передається інвесторам.Зазвичай використовується при сек'юритизації та лише у виняткових обставинах при облігаціях з покриттям. |
| Первинні активи | Ті активи, для рефінансування яких була створена програма облігацій з покриттям. Відмінні від деривативних фінансових інструментів, активів-замінників або активів для підтримання ліквідності. |
| Сервісний агент | Суб'єкт господарювання, який стягує основну суму та проценти з боржників та управляє активами після закриття трансакції. Поширеною практикою є те, що оригінатори виступають в ролі Сервісних агентів, однак можуть застосовуватися винятки (див. Резервний сервісний агент). |
| Гнучкий графік погашення | Домовленість щодо облігацій з покриттям, визначена договором для вирішення потенційної нездатності емітента, що опинився у важкій ситуації, виконати зобов'язання за облігаціями з покриттям при настанні строку їх погашення. Зазвичай вказується, що неможливість погашення облігацій на заплановану дату погашення не є випадком невиконання зобов’язань. У такому випадку базова облігація конвертується у цінний папір з плаваючою ставкою після запланованого строку погашення і буде погашена в той момент, коли активи, включені до покриття, можуть бути ліквідовані за достатні надходження для повного погашення до заздалегідь визначеної дати, як правило, через рік після запланованої дати погашення. Використовується замість структур, в яких графік погашення частково залежить від отримання надходжень від покриття та структур з жорстким графіком погашення. |
| Спеціальний адміністратор | Організація, відповідальна за адміністрування пулу облігацій з покриттям та програми на користь власників облігацій з покриттям після неплатоспроможності емітента або спонсора. |
| Спеціальний банк | Кредитна установа, створена для та діяльність якої обмежена випуском облігацій з покриттям, придбанням активів для їх забезпечення та певних інших допоміжних видів діяльності. Відмінна від компанії спеціального призначення. |
| Спеціальний державний нагляд | Нагляд за емітентами облігацій з покриттям, програмами та пулами покриття, що здійснюються спеціально для захисту інтересів власників облігацій з покриттям, додатково до звичайних наглядових процесів для кредитних установ. |
| Компанія спеціального призначення | Незалежна юридична особа, яка використовується в деяких юрисдикціях для утримання активів з метою забезпечення правової визначеності щодо права на активи для власників облігацій. Відмінна від Спеціального банку. |
| Законодавчо закріплене надлишкове забезпечення | В облігаціях з покриттям така сума надмірного забезпечення, яка вимагається або законом, або нормативними актами, прийнятими компетентним органом для регулювання та нагляду за емітентом. |
| Активи-замінники | Активи, що включаються до забезпечення додатково до первинних активів, як правило, це деривативні фінансові інструменти та активи, що включаються для цілей забезпечення ліквідності. |
| Довірчий управитель (адміністратор за випуском облігацій) | Третя особа, призначена діяти від імені інвесторів. |

# Додаток 3: Законодавчий процес у ЄС

В рамках Ініціативи Союзу ринків капіталу (CMU) були розроблені директиви та регламенти щодо обох інструментів.

**Сек'юритизація**

Сек**'**юритизація регулюється Регламентом STS, який передбачає певний пільговий пруденційний режим для інвесторів в операціях з сек'юритизації, які відповідають високим стандартам якості. Незважаючи на те, що цей регламент зараз прийнято та він є частиною законодавства ЄС, над деякими деталями щодо його імплементації на сьогодні ще продовжують працювати як Європейська служба банківського нагляду (EBA), так і Європейське управління з цінних паперів та ринків (ESMA).

Деякі з ключових моментів регламенту полягають у наступному:

* Оригінатор повинен зберігати певний економічний ризик за активами, включеними до забезпечення, що становить щонайменше 5% від загального ризику. Яким чином розраховується цей ризик, визначено у технічних стандартах. Подібне правило в США допускає різні способи, за допомогою яких оригінатори можуть інтерпретувати значення 5%.
* Інвестори повинні провести аудит, щоб, серед іншого, забезпечити отримання достатньої інформації, зрозуміти структуру сек'юритизації та мати достатні механізми управління та контролю ризиків.
* Повинен бути високий стандарт прозорості стосовно трансакційної документації, історичних показників схожих активів та якості активів, включених до складу забезпечення, що повинні розкриватися принаймні щоквартально. Повинен бути проведений незалежний аудит з високим ступенем довіри, і повинна бути доступна модель руху грошових потоків у рамках трансакції.

Певні національні мінімальні наглядові стандарти встановлені для того, щоб забезпечити відповідність сек'юритизації регламенту, врахування всіх ризиків, пов’язаних із сек’юритизацією для емітента, а також наявність достатніх правових засобів захисту у разі порушення. Слід зазначити, що це суттєво відрізняється від наглядових стандартів для облігацій з покриттям, зокрема в тій мірі, в якій стандарти нагляду для облігацій з покриттям включають "обов'язок діяти в інтересах" інвесторів відповідно до статті 52 (4) Директиви UCITS.

**Облігації з покриттям**

Законодавство Європейського Союзу регламентує облігації з покриттям двома основними способами.

По-перше, воно передбачає певні винятки, що полегшують структурування облігацій з покриттям, а саме: звільнення від конвертації боргу у власний капітал згідно з директивою про санацію та ліквідацію банків та звільнення від зобов'язань щодо клірингу за пов'язаними операціями з деривативними фінансовими інструментами згідно з Регламентом ЄС про ринок позабіржових деривативів, центральних контрагентів і торгових репозиторіїв (EMIR).

По-друге, Директива про облігації з покриттям та нормативні акти (які, зокрема, вносять зміни до директиви про вимоги до капіталу), визначають режим облігацій з покриттям для певних класів інвесторів, включаючи, їх регулювання відповідно до меж концентрації для компаній з управління активами, знос основних фондів для страховиків та знос основних фондів та категоризація ліквідності для цілей ліквідності для банківських інвесторів.

Директива встановлює певні мінімальні стандарти щодо облігацій з покриттям, щоб отримати право на пільговий пруденційний режим. Зокрема, вона визначає:

* Необхідні структурні особливості облігацій з покриттям (такі як вимоги щодо подвійного регресу, захист від банкрутства), прийнятні активи для забезпечення облігацій (включаючи деривативні фінансові інструменти та активи-замінники), правила, що регулюють дії основних сторін трансакції, такі як Контролер за пулом покриття, вимоги щодо надлишкового забезпечення та ліквідності.
* Властивості, необхідні для режиму нагляду за облігаціями з покриттям, включаючи ліцензування емітентів та режим облігацій у процесі неплатоспроможності або ліквідації.
* Заходи захисту якості та мінімальні критерії для отримання права на преференційний режим оцінки ризиків за облігаціями банківськими інвесторами.

Додаток 4: Альтернативні структури облігацій з покриттям

Зазвичай облігації з покриттям структуруються одним із чотирьох способів. Всі ці варіанти широко використовуються, приймаються інвесторами, сумісні із законодавством ЄС та рекомендаціями Європейської служби банківського нагляду (EBA) та забезпечують подібний ступінь кредитного захисту для інвесторів. Вибір, який варіант застосувати, як правило, ґрунтується на практичних юридичних та комерційних міркуваннях у будь-якій конкретній юрисдикції.

Дві з цих моделей навряд чи будуть актуальними в Україні.

* Використання спеціальних банків, які обмежуються виключно створенням прийнятних активів та їх рефінансуванням на ринку облігацій з покриттям, несумісне з поточною комерційною структурою банківської галузі, а їх створення вимагатиме значних витрат на розвиток.
* Використання агентства з питань іпотечного кредитування для випуску облігацій з покриттям - це рідкісна структура в Європі. Незважаючи на те, що воно може генерувати високоякісне фінансування, його складність і покладання на однорідні пули прийнятних активів від кількох оригінаторів знову ж таки здається несумісним із існуючою комерційною практикою.

Тому були розглянуті дві можливі моделі, “модель окремого гаранта (компанії спеціального призначення)”, описана в розділі 4.3.1, та “модель активів на балансі”, описана нижче.

Модель активів на балансі

БАНК

Облігації

Інвестори

Права вимоги

Використовується в (наприклад): Німеччині, Іспанії

Емісія облігації здійснюється емітентом, який водночас визначає пул активів, що слугує забезпеченням для цього випуску у випадку, якщо емітент не виконує зобов’язань або підлягає ліквідації. Емітент зобов'язаний на постійній основі підтримувати пул активів та здійснювати необхідні заміни, щоб забезпечити належний захист інвесторів в облігації з покриттям.

Це структурно просто, оскільки активи не повинні передаватись третій стороні на початку, але потрібні досконалі юридичні механізми, щоб забезпечити, що:

* вимоги кредиторів за облігаціями з покриттям залишатимуться в силі у випадку неплатоспроможності або ліквідації емітента,
* інші кредитори не зможуть заявити право вимоги щодо цих активів,
* звичайні процедури банкрутства, такі як призупинення платежів або мораторій на задоволення вимог, не будуть застосовуватись, і що пул активів та пов'язані з ними зобов'язання можуть бути передані третій особі, у разі необхідності.

Усі ці механізми вимагають внесення значної кількості змін до законодавства, та пов’язаних з цим витратами, ризиками, що вони не досягнуть бажаної мети на практиці, та потенційними непередбачуваними наслідками.

Однак передача активів в рамках цієї моделі може бути менш складною, ніж у моделі з компанією спеціального призначення, оскільки активи “передаються” в межах однієї юридичної особи, таким чином, не відбувається перереєстрація іпотеки в публічних реєстрах (і непотрібні зміни до законів, що регулюють перереєстрацію).

Порівняння моделей

Обидві моделі часто використовуються в інших юрисдикціях, і обидві повністю приймаються інвесторами та рейтинговими агентствами без будь-яких переваг на користь одної чи іншої моделі. Загалом модель активів на балансі, як правило, використовується в країнах із усталеним законодавством про облігації з покриттям, тоді як модель компанії спеціального призначення виявлялася більш оптимальною для нових юрисдикцій.

При правильному структуруванні, вибір тієї чи іншої моделі не призводить до виникнення суттєвих наслідків для емітента з точки зору витрат, регуляторних наслідків або впливу на його діяльність.

В Україні пропонується обрати модель здійснення емісії облігацій з покриттям із залученням компанії спеціального призначення з таких причин:

* Більша юридична визначеність. Модель компанії спеціального призначення використовує існуючі юридичні механізми для сегрегації активів. Для моделі активів на балансі мала б бути розроблені нові юридичні механізми, ми виділили такі проблемні сфери:
	+ **Відокремлення активів на балансі**

Юридична визначеність щодо права вимоги кредиторів є важливою для того, щоб облігації були достатньо привабливими для інвесторів. На практиці структури активів на балансі часто стикаються з проблемою недостатнього відокремлення активів. Як правило, це не є суттєвим питанням для країн з усталеними правовими традиціями моделей активів на балансі, де всі залучені особи розуміють суть моделі. Однак для країн, які лише розвивають свої традиції у сфері облігацій з покриттям, компанія спеціального призначення є більш безпечним варіантом. Це також простіший варіант, оскільки модель активів на балансі, як правило, вимагає значних та обтяжливих поправок до законодавства стосовно режиму неплатоспроможності, які можуть бути важкі для розуміння законодавців.

Цікаво, що український правовий режим звичайних іпотечних облігацій (подібний до облігацій з покриттям, про які йдеться у даному документі), передбачає модель активів на балансі. Водночас, Закон про іпотечні облігації не передбачає норм щодо достатнього відокремлення активів. Відповідно до Закону про іпотечні облігації, такі правила обмежуються вимогою про те, що іпотечне покриття та операції з ним обліковуються емітентом відокремлено у порядку, встановленому НКЦПФР. Відсутність правил щодо достатнього відокремлення активів перешкоджає тому, щоб звичайні іпотечні облігації були такими ж безпечними, як і облігації з покриттям в європейських юрисдикціях. Також відсутні випадки провадження у справі про неплатоспроможність емітентів звичайних іпотечних облігацій в Україні з огляду на малу кількість випусків таких облігацій - отже, дієвість вищезазначених правил щодо відокремлення активів взагалі не перевірена на практиці.

З 2014 року понад 60 українських банків були визнані неплатоспроможними, і широко повідомлялося, що активи багатьох таких банків були незаконно вилучені або передані власниками та/або інсайдерами за різними схемами, або існували інші проблеми з такими активами, зокрема, навмисне знищення інформації, пов’язаної з активами, тощо. В середовищі, де подібні проблеми не рідкісні, передача активів компанії спеціального призначення відповідно до моделі з залученням компанії спеціального призначення може сприяти поступовому усуненню шахрайських та інших протиправних дій порівняно з виділенням активів на балансі українського банку.

* + **Трансакції з самим собою**

Для пулу покриття необхідні деривативні фінансові інструменти, наприклад, для хеджування валютних ризиків та ризиків, пов’язаних з відсотковими ставками. Наприклад, облігації можуть бути випущені у твердій валюті, у той час як іпотеки будуть номіновані в гривні, і необхідно буде хеджувати пов’язані валютні ризики. Крім того, виплати за відсотками/купонами за облігаціями вірогідно будуть фіксованими, тоді як відсоткові платежі за іпотечними активами, включеними до забезпечення, могли б бути плаваючими (тобто стягуватися зі спредом на стандартну плаваючу ставку банку-оригінатора). У моделі з компанією спеціального призначення ці деривативні котракти укладаються між компанією спеціального призначення та емітентом. Для моделі активів на балансі потрібно буде розробити нову технологію, яка дозволить емітенту укласти деривативні контракти із самим собою (з тою ж юридичною особою), або якщо це виявиться неможливим, емітентам потрібно буде отримати свопи від третіх осіб. Якщо використовуються свопи третьої особи, контрагенти за свопом повинні домовитись про окремі генеральні угоди ISDA для транзакцій, пов’язаних з пулом покриття, а “звичайні” свопи та неттінг між ними повинні бути заборонені. Це може бути комерційно проблематичним для контрагентів.

Хоча багато європейських юрисдикцій, що використовують модель активів на балансі, дозволяють трансакції із самим собою, щоб забезпечити збереження в силі деривативних контрактів у разі неплатоспроможності емітента, український правовий режим не передбачає поняття деривативних контрактів з самим собою. Закон про іпотечні облігації містить правило, яке загалом дозволяє включення деривативів до пулу покриття, однак спеціальних правил щодо деривативів не передбачено (можливо, через недостатньо розвинене законодавство про похідні фінансові інструменти в Україні на час прийняття цього Закону). Реалізація концепції трансакцій з самим собою може становити для України велику проблему через її новизну та складність.

* + **Захист інтересів власників облігацій**

У моделі з використанням компанії спеціального призначення директори компанії спеціального призначення можуть замінюватися тимчасовими керівниками у разі неплатоспроможності емітента з метою захисту інтересів власників облігацій (наприклад, якщо директори були номіновані на посаду емітентом або є пов’язаними з ним особоами).

У моделі активів на балансі судом, в провадженні якого знаходиться справа про неплатоспроможність, арбітражним керуючим та регулятором повинен бути розроблений механізм, який дозволить досягти такого ж ефекту. Залежно від юрисдикції, управління пулом покриття у випадку неплатоспроможності часто делегується окремому незалежному органу (який часто називають Спеціальним адміністратором), але може також бути довірене тому самому арбітражному керуючому, який займається питаннями неплатоспроможності емітента. Це не обов'язково означає, що двом різним суб'єктам повинно бути доручено управління пулом покриття та неплатоспроможністю емітента, однак повинні бути встановлені відповідні правила та процедури для управління пулом покриття в інтересах інвесторів.

* Відповідність закону про сек'юритизацію.

Модель активів на балансі буде менш сумісною з сек'юритизацією порівняно з моделлю компанії спеціального призначення. Сек'юритизація, хоча з економічної точки зору сильно відрізняється від облігацій з покриттям, включає багато тих самих правових питань, що і модель компанії спеціального призначення облігацій з покриттям - зокрема, створення юридичної особи, звільнення її від вимог до капіталу, передачу активів та взаємодію між компанією спеціального призначення та оригінатором.

З огляду на зазначене, в Україні здійснення сек’юритизації може зацікавити: i) банки, що рефінансують активи, що не є прийнятними для облігацій з покриттям, такі як незабезпечені споживчі кредити, ii) банки, що намагаються досягти зменшення тиску на регулятивний капітал за рахунок активів, які є прийнятними для облігацій з покриттям, такі як житлові іпотечні кредити, ііі) кредиторів в аграрному секторі, що рефінансують дебіторську заборгованість, у тому числі аграрні розписки, або iv) небанківських кредиторів.

Існує значна потенційна синергія між цими двома продуктами як з точки зору складання законопроєкту, так і, в майбутньому, під час розробки нормативної бази.

Додаток 5: Законодавство та найкращі практики ЄС

**Сек'юритизація**

1. Регламент (ЄС) 2017/2402 Європейського Парламенту та Ради від 12 грудня 2017 р., що визначає загальні засади для сек'юритизації та встановлює конкретні правила для простої, прозорої та стандартизованої сек'юритизації, а також вносить зміни до Директив 2009/65/ЄС, 2009/138/ЄС та 2011/61/ЄС та Регламентів (ЄС) № 1060/2009 та (ЄС) № 648/2012:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=celex:32017R2402>

1. Технічні стандарти, опубліковані щодо регламенту
* Збереження ризику:

<https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/rts-on-risk-retention>

* Правила однорідності активів

<https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/rts-on-the-homogeneity-of-the-underlying-exposures-in-securitisation>

1. Настанови, опубліковані щодо регламенту
* Передача ризику

<https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/guidelines-on-significant-risk-transfer-srt-for-securitisation-transactions>

* Положення щодо надання опосередкованої допомоги при здійсненні сек’юритизації

<https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/guidelines-on-implicit-support-for-securitisation-transactions>

* Тлумачення правил щодо стандарту STS

<https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/guidelines-on-the-sts-criteria-for-abcp-and-non-abcp-securitisation>

**Облігації з покриттям**

1. Директива (ЄС) 2019/2162 Європейського Парламенту та Ради від 27 листопада 2019 р. з питання облігацій з покриттям та державного контролю за облігаціями з покриттям, що вносить зміни до Директив 2009/65/ЄС та 2014/59/ЄС (далі – “Директива щодо облігацій з покриттям”):

<https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2019/2162/oj>

**Інше**

1. Директива 2009/65/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 13 липня 2009 р. про координацію законів, підзаконних актів та адміністративних положень стосовно підприємств колективного інвестування в перевідні цінні папери (ПКІПЦП) (далі – “Директива UCITS”):

<http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>

1. Директива 2014/59/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 15 травня 2014 р., що встановлює режим санації та ліквідації кредитних установ та інвестиційних фірм, а також вносить зміни до Директиви Ради Європи 82/891/ЄЕС та Директив 2001/24/ЄС, 2002/47/ЄС, 2004/25/ЄС, 2005/56/ЄС, 2007/36/ЄС, 2011/35/ЄС, 2012/30/ЄС та 2013/36/ЄС, та Регламентів (ЄС) № 1093/2010 та (ЄС) № 648/2012 Європейського Парламенту та Ради (далі – “Директиви щодо санації та ліквідації банків”):

<http://data.europa.eu/eli/dir/2014/59/oj>

1. Директива 2009/138/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 25 листопада 2009 р. про започаткування та ведення діяльності із страхування та перестрахування (Платоспроможність II) (далі – “Директива про платоспроможність II “):

<http://data.europa.eu/eli/dir/2009/138/oj>

1. Директива 2013/36/ ЄС Європейського Парламенту та Ради від 26 червня 2013 р. про доступ до діяльності кредитних установ та пруденційний нагляд за кредитними установами та інвестиційними фірмами, що вносить зміни до Директиви 2002/87/ЄС та скасовує Директиви 2006/48/ЄС та 2006/49/ЄС Текст, що стосується ЄЕЗ (далі – “Директива про вимоги до капіталу IV”):

<http://data.europa.eu/eli/dir/2013/36/oj>

1. Регламент (ЄС) № 575/2013 Європейського Парламенту та Ради від 26 червня 2013 р. про пруденційний нагляд за кредитними установами та інвестиційними фірмами, що вносить зміни до Регламенту (ЄС) № 648/2012 (далі – “Регламент про вимоги до капіталу”):

<http://data.europa.eu/eli/reg/2013/575/oj>

1. Регламент (ЄС) 2017/1129 Європейського Парламенту та Ради від 14 червня 2017 р. про проспект емісії, який повинен бути опублікований, коли цінні папери будуть розміщені або допущені до торгів на регульованому ринку, та про скасування Директиви 2003/71/ЄС (далі – “Регламент про проспект емісії”):

<http://data.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj>

1. Регламент (ЄС) № 1060/2009 Європейського Парламенту та Ради від 16 вересня 2009 р. щодо кредитних рейтингових агентств:

<http://data.europa.eu/eli/reg/2009/1060/oj>

1. В Україні, для цього може використовуватися порука або інший спосіб забезпечення виконання зобов’язань. [↑](#footnote-ref-2)
2. Суверенний кредитний рейтинг України було знижено після 24 лютого 2022 року. [↑](#footnote-ref-3)
3. Регламент STS, Стаття 2(3). [↑](#footnote-ref-4)
4. Директива щодо облігацій з покриттям, Стаття 6; Регламент про вимоги до капіталу, Стаття 129(1). [↑](#footnote-ref-5)
5. Див. Регламент STS, Глава 5. [↑](#footnote-ref-6)
6. Директива про санацію та ліквідацію банків, Стаття 44(2). [↑](#footnote-ref-7)
7. Там само. [↑](#footnote-ref-8)
8. UCITS, Стаття 52(4). [↑](#footnote-ref-9)
9. Регламент STS, Статті 2(1). [↑](#footnote-ref-10)
10. Регламент STS, Стаття 6. [↑](#footnote-ref-11)
11. Див. вимоги, викладені у Регламенті STS, Стаття 5. [↑](#footnote-ref-12)
12. Регламент STS, Стаття 2(1). [↑](#footnote-ref-13)
13. Див., наприклад, Регламент STS, Стаття 2(10). [↑](#footnote-ref-14)
14. Див. Аналіз економічної доцільності щодо забезпечених облігацій в Європі, Підсумковий звіт, доступний за посиланням: <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/eba761b4-d026-11e8-9424-01aa75ed71a1/language-en>. [↑](#footnote-ref-15)
15. Див. Регламент STS, Стаття 20. [↑](#footnote-ref-16)
16. Там само, Стаття 8(1); Стаття 24(15). [↑](#footnote-ref-17)
17. Там само, Стаття 6. [↑](#footnote-ref-18)
18. Там само, Стаття 22. [↑](#footnote-ref-19)
19. Регламент STS та Директива щодо облігацій з покриттям. [↑](#footnote-ref-20)
20. Регламент STS, п.11 преамбули, стаття 6. [↑](#footnote-ref-21)
21. Регламент STS, Стаття 2(2). [↑](#footnote-ref-22)
22. Там само. [↑](#footnote-ref-23)
23. Там само, Стаття 20(1). [↑](#footnote-ref-24)
24. Там само. [↑](#footnote-ref-25)
25. Там само, Стаття 2(6),(18). [↑](#footnote-ref-26)
26. Там само, Стаття 20(8). [↑](#footnote-ref-27)
27. Там само, Стаття 20(10). [↑](#footnote-ref-28)
28. Там само, Стаття 7(1). [↑](#footnote-ref-29)
29. Там само, Стаття 21(2). [↑](#footnote-ref-30)
30. Там само, Стаття 22(3). [↑](#footnote-ref-31)
31. Там само, Стаття 6(1). [↑](#footnote-ref-32)
32. Там само, Стаття 3(1). [↑](#footnote-ref-33)
33. Основою цих даних є річні звіти НКЦПФР за 2005-2021 роки. [↑](#footnote-ref-34)
34. В Україні, для цього може використовуватися порука або інший спосіб забезпечення виконання зобов’язань. [↑](#footnote-ref-35)
35. Регламент про вимоги до капіталу, Стаття 129. [↑](#footnote-ref-36)
36. Там само; Див. також Директива про іпотечні облігації, Стаття 6(1). [↑](#footnote-ref-37)
37. Директива про іпотечні облігації, Стаття 11(1). [↑](#footnote-ref-38)
38. Там само, Стаття 6(4). [↑](#footnote-ref-39)
39. Див. там само, Стаття 16. [↑](#footnote-ref-40)
40. Там само, Стаття 3(19), 20(2). [↑](#footnote-ref-41)
41. Там само, Стаття 12. [↑](#footnote-ref-42)
42. Там само, Стаття 5. [↑](#footnote-ref-43)
43. Там само, Стаття 18(1)-(2). [↑](#footnote-ref-44)
44. Там само, Стаття 13(1). [↑](#footnote-ref-45)
45. Там само, Стаття 20(4). [↑](#footnote-ref-46)
46. Там само, Стаття 19(1). [↑](#footnote-ref-47)
47. Там само, Стаття 21(2). [↑](#footnote-ref-48)
48. Там само, Стаття 20 (3). [↑](#footnote-ref-49)
49. Регламент STS, Стаття 2(23). [↑](#footnote-ref-50)
50. Директива щодо облігацій з покриттям, Стаття 21. [↑](#footnote-ref-51)
51. Там само, Стаття 11(1). [↑](#footnote-ref-52)
52. Там само, Стаття 6(5). [↑](#footnote-ref-53)
53. Там само, Стаття 25(1). [↑](#footnote-ref-54)
54. В Україні адміністратор з випуску облігацій може виконувати функції Спеціального адміністратора. [↑](#footnote-ref-55)
55. Регламент (ЄС) № 1060/2009 Європейського Парламенту та Ради від 16 вересня 2009 року про кредитні рейтингові агентства. [↑](#footnote-ref-56)
56. Регламент про вимоги до капіталу, Стаття 129. [↑](#footnote-ref-57)
57. Див. Аналіз економічної доцільності щодо забезпечених облігацій в Європі, Підсумковий звіт, за посиланням: <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/eba761b4-d026-11e8-9424-01aa75ed71a1/language-en>. [↑](#footnote-ref-58)
58. Директива про облігації з покриттям, Стаття 2. [↑](#footnote-ref-59)
59. Регламент STS, Стаття 8(1); Стаття 24(15). [↑](#footnote-ref-60)
60. Під час воєнного стану є певні обмеження доступу. [↑](#footnote-ref-61)
61. Такими темпами ринок зростав у 2017-2019 роках. У 2020 році під час пандемії COVID-19 було падіння, але у 2021 році ринок повернувся до 30% зростання, згідно з даними від НБУ. [↑](#footnote-ref-62)
62. Порівняно з 2018 роком ситуація помінялася. Наразі, страхові компанії перебувають під наглядом Національного банку України і їхня кількість зменшилася до 140 (станом на 1 вересня 2022 року). [↑](#footnote-ref-63)