

**Зоя ЛЕБЕДЕВА**

Заместитель начальника Управления ипотечных ценных бумаг ОАО «АИЖК», канд. экон. наук

**Алевтина ФЕДОТОВА**

Руководитель проекта Управления ипотечных ценных бумаг ОАО «АИЖК»

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ: ОПЫТ ОАО «АИЖК»

НЕСМОТря НА МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС, КОТОРЫЙ ОКАЗЫВАЕТ СИЛЬНОЕ НЕГАТИВНОЕ ВЛИЯНИЕ КАК НА РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР, ТАК И НА ЭКОНОМИКУ СТРАНЫ В ЦЕЛОМ, НА КОНЕЦ IV кв. 2008 г. ПЛАНИРУЕТСЯ РАЗМЕЩЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ С ИПОТЕЧНЫМ ПОКРЫТИЕМ ЗАО «ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ АИЖК 2008-1» — УЖЕ ТРЕТЬЕГО ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ, ОБЕСПЕЧЕННЫХ ПУЛОМ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ, ИНИЦИИРОВАННЫМ ОАО «АГЕНТСТВО ПО ИПОТЕЧНОМУ ЖИЛИЩНОМУ КРЕДИТОВАНИЮ».

ОРГАНИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА И ОСНОВНЫЕ УЧАСТНИКИ СДЕЛКИ

Внесение изменений в Инструкцию ЦБ РФ и последующее принятие решения о включении обращающихся на рынке облигаций с ипотечным покрытием в Ломбардный список существенно повысили ликвидность инструментов секьюритизации за счет возможности получения кредитов под залог таких бумаг, а также использования их в сделках РЕПО с ЦБ РФ. Рассмотрим специфику третьей сделки

секьюритизации, которая, в том числе, стала ответом на изменившиеся рыночные условия.

Базовая идея облигационного займа, обеспеченного пулом ипотечных активов, не является инновационной. Ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с российским законодательством, являются аналогом *MBS (mortgaged backed securities)* в США и *covered bonds* в Европе.

Согласно Федеральному закону от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (далее — Закон об ИЦБ), облигации с ипотечным покры-

тием могут выпускаться как с баланса кредитной организации, так и с использованием специально созданного для целей выпуска юридического лица — ипотечного агента. Такая схема внебалансовой секьюритизации применялась во всех сделках, инициатором которых выступило ОАО «АИЖК».

Организационная структура третьего выпуска не претерпела существенных изменений по сравнению с первой и второй сделками (рис. 1).

Во многом структура определена спецификой сделки: законодательные огра-

ничения на правоспособность ипотечного агента, включая требование об отсутствии штата сотрудников (для максимальной защиты интересов владельцев облигаций), приводят к необходимости передачи полномочий единоличного исполнительного органа, а также функций по ведению бухгалтерского и налогового учета специализированным организациям. С этим аспектом связано и выполнение функций мастер-сервисера пула закладных оригинатором сделки.

Учитывая специфику распределения — точнее, перераспределения — денежных потоков, в основном получаемых по пулу закладных, входящих в состав ипотечного покрытия, в пользу владельцев облигаций, целесообразно привлечение независимо расчетного агента.

Для подтверждения качества закладных, входящих в состав ипотечного покрытия, и достоверности предоставляемой по ним информации проводится аудит пула закладных.

Дополнительная проверка закладных осуществляется и специализированным депозитарием при их включении в состав ипотечного покрытия.

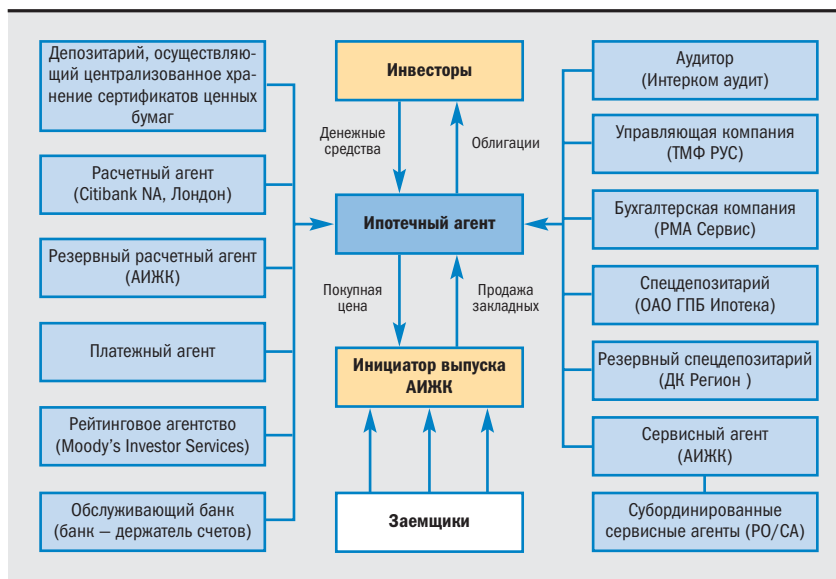
В третьей сделке секьюритизации изменения коснулись лишь платежного агента (в первых двух сделках эту функцию выполнял ЗАО КБ «Ситибанк», в выпуске ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» платежным агентом выступит НДЦ) и банка — держателя счета (для ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» им выступит ЗАО «Райффайзенбанк»). Изменения вызваны сменой организатора выпуска.

СТРУКТУРИРОВАНИЕ ЭМИССИИ

Структурирование сделок секьюритизации в первую очередь направлено на обеспечение максимальной защиты инвесторов в облигации старшего класса. Такой подход подтверждается присвоением ипотечным облигациям рейтингами, в том числе рейтингом инвестиционного уровня для облигаций старших классов ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» и ЗАО «ВИА АИЖК» — А3 по шкале *Moody's Investor Services*. Планируется получение рейтинга инвестиционного уровня и по облигациям класса «А» в третьей сделке секьюритизации (целевой уровень — *Baa2* по шкале *Moody's Investor Services*).

Такая защита достигается путем эмиссии нескольких субординированных выпусков, обеспеченных одним ипотечным покрытием. Структура первого и второго выпуска ИЦБ АИЖК включает в себя три класса. Старший и мезонинный классы являются рыночными, т. е. с возможно-

Рисунок 1. ОРГАНИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА СДЕЛОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ОАО «АИЖК»



Внесение изменений в Инструкцию ЦБ РФ существенно повысило ликвидность инструментов секьюритизации за счет возможности получения кредитов под залог облигаций с ипотечным покрытием, а также использования их в сделках РЕПО с ЦБ РФ.

стью размещения среди неопределенного круга инвесторов. Младший класс принимает на себя основные риски и, в соответствии с международными традициями секьюритизации, выкупается на себя оригинатором — ОАО «АИЖК».

Третья сделка состоит из двух субординированных выпусков: старший класс «А» и младший класс «Б». Такое изменение структуры третьего выпуска по сравнению с предыдущими обусловлено отсутствием в текущих условиях базы инвесторов в субординированных выпусках, а также ростом требуемой доходности по сравнению с доходностью кредитов, составляющих ипотечное покрытие.

Средневзвешенная ставка купонного дохода по ипотечным облигациям не может превышать доходность по обеспечению — пулу ипотечных кредитов, скорректированную на расходы ипотечного агента по обслуживанию выпуска и прогнозируемое снижение доходности по пулу за счет дефолтных и досрочно погашенных ипотечных кредитов. Средневзвешенная ставка по ипотечному покрытию третьего выпуска составляет 11,72% (основные характеристики пулов закладных в сделках секьюритизации ОАО «АИЖК» приве-

дены в табл. 1). С учетом ежегодных расходов по сделке, составляющих примерно 2,5%, а также прогнозного снижения доходности в 1,5–2% годовых, для обеспечения приемлемого уровня купонной доходности по облигациям старшего класса кредитная поддержка в виде субординированного младшего класса, доходность по которому не фиксируется, составит приблизительно 30% от совокупной номинальной стоимости облигаций выпуска.

Более высокий (по сравнению со старшим классом) уровень риска по облигациям мезонинного выпуска, обязательства по выплате дохода по которому исполняются после исполнения обязательств по старшему классу, подразумевает необходимость наличия по нему премии за риск. Таким образом, уровень доходности по мезонинному классу должен превышать размер купонного дохода по старшему классу, что повышает стоимость финансирования, не приводя к росту экономического эффекта для оригинатора.

Дополнительным механизмом защиты интересов инвесторов, по сравнению с залогом ипотечного покрытия и субординацией платежей, является предоставление кредитного усиления сделки как





Таблица 1. БАЗОВЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ИПОТЕЧНОГО ПОКРЫТИЯ ПО ВЫПУСКАМ ИЦБ ОАО «АИЖК» (НА ДАТУ ПОДАЧИ ЭМИССИОННОЙ ДОКУМЕНТАЦИИ НА РЕГИСТРАЦИЮ)

Показатель	ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК»	ЗАО «ВИА АИЖК»	ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1»
Совокупный непогашенный остаток основного долга, руб.	3 294 794 549,00	10 757 617 399,00	11 331 828 750,60
Средний текущий остаток основного долга по одной закладной, руб.	403 378,00	568 773,00	708 062,28
Средний первоначальный размер основного долга по одной закладной, руб.	451 700,00	607 951,00	768 246,32
Максимальный текущий остаток по закладным, руб.	3 203 648,00	6 144 964,00	8 342 052,26
Максимальный первоначальный остаток по закладным	3 360 000,00	6 205 000,00	8 500 000,00
Количество закладных	8 168	18 861	16 004
Средневзвешенный срок жизни закладной, мес.	24	14	16,38
Средневзвешенный срок до погашения закладных, мес.	182	184	179
Средневзвешенный текущий К/З, %	53,40	51,34	47,45
Средневзвешенный первоначальный К/З, %	57,80	54,20	50,90
Средневзвешенная процентная ставка, % годовых	14,33	12,36	11,72

Таблица 2. КРЕДИТНОЕ УСИЛЕНИЕ СТАРШЕГО КЛАССА В СДЕЛКАХ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ ОАО «АИЖК»

Показатель	ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК»	ЗАО «ВИА АИЖК»	ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1»
Объем субординированных классов	12% от совокупной номинальной стоимости облигаций	12% от совокупной номинальной стоимости облигаций	30% от совокупной номинальной стоимости облигаций
Денежный резерв (резерв специального назначения)	7% от совокупной номинальной стоимости облигаций на дату размещения	8% от совокупной номинальной стоимости облигаций на дату размещения	0,9% от совокупной номинальной стоимости облигаций, начиная с 9-го купонного периода — от совокупной непогашенной номинальной стоимости облигаций
Обязательства originатора	Не предусмотрены	Не предусмотрены	Обязательства по предоставлению целевой финансовой помощи в объеме до 6% от совокупной номинальной стоимости облигаций, начиная с 9-го купонного периода — от совокупной непогашенной номинальной стоимости облигаций

путем формирования денежного резерва специального назначения, так и посредством принятия на себя originатором сделки — ОАО «АИЖК» — дополнительных обязательств перед эмитентом (структура кредитного усиления по трем сделкам секьюритизации представлена в табл. 2).

Приведенные в табл. 2 данные отражают общие принципы защиты интересов инвесторов в старший класс облигаций с ипотечным покрытием. В зависимости от характера отдельных элементов и специ-

фики структурирования каждой сделки секьюритизации, их влияние на объемы кредитной поддержки в целом неодинаковы. Рассмотрим возможную динамику более подробно.

Субординация выпусков облигаций

Субординация выпусков означает установленную очередность исполнения обязательств по ним. Возможность установления такой очередности в случае

эмиссии облигаций двух и более выпусков, обеспеченных одним ипотечным покрытием, предусмотрена ч. 2 ст. 11 Закона об ИЦБ. Так, в первую очередь погашению подлежит номинал облигаций старшего класса. До тех пор пока выпуск не будет погашен в полном объеме, выплаты в погашение номинальной стоимости облигаций субординированных выпусков (мезонинного класса (при наличии) и младшего класса) осуществлены быть не могут. На практике принцип субординации займов означает, что весь пул закладных, составляющих ипотечное покрытие облигаций нескольких выпусков, работает сначала на владельцев облигаций старшего класса. Правило действует и для досрочного погашения облигаций, как по требованию инвесторов, так и по решению эмитента (при исполнении опциона на досрочное погашение).

Более подробно механизмы аккумуляции и распределения платежей, а также реализация принципа субординации выпусков облигаций применительно к купонным выплатам рассмотрены в разделе «Доходы по облигациям с ипотечным покрытием».

С позиций определения размеров кредитного усиления в динамике, реализация принципа субординации означает постепенное увеличение поддержки за счет снижения остатка непогашенной номинальной стоимости облигаций старшего класса при неизменном номинале субординированных выпусков.

Формирование денежных резервов ипотечного агента и кредитная поддержка в форме обязательств originатора

Главенствующую роль в структуре денежных резервов ипотечного агента играет резерв специального назначения. Средства этого резерва могут быть израсходованы только:

- на выплату купонного дохода по облигациям старшего класса (старших классов) и/или минимального купонного дохода по облигациям младшего класса;
- на оплату расходов эмитента, предусмотренных Порядком распределения¹.

Средства резерва специального назначения подлежат включению в состав ипотечного покрытия; соответственно, их расходование осуществляется под контролем специализированного депозитария ипотечного покрытия (прецедентов использования средств резерва специального назна-

¹ Подробнее о Порядке распределения денежных средств, полученных в счет уплаты процентов по обеспеченным ипотекой обязательствам, входящим в состав ипотечного покрытия (Порядок распределения), см. в разделе «Доходы по облигациям с ипотечным покрытием». Для каждого выпуска облигаций с ипотечным покрытием, инициатором которого выступило ОАО «АИЖК», Порядок распределения содержится в п. 15 каждого решения о выпуске ипотечных облигаций. Порядок распределения для всех выпусков облигаций, обеспеченных одним ипотечным покрытием, одинаков.



чения на момент написания статьи не было). Порядок формирования резервов специального назначения приведен в табл. 3. Для облигаций с ипотечным покрытием ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» сведения приводятся об основном резерве.

Данные табл. 3 показывают, что возможны различные подходы к формированию денежных резервов в сделках секьюритизации.

Так, в первой сделке резерв специального назначения был частично сформирован на дату размещения облигаций и подлежит пополнению до запланированного размера в процессе обращения облигаций. Ограничения по срокам не устанавливаются.

Во второй сделке резерв полностью сформирован на дату размещения облигаций. Формирование резерва было возможно за счет двух основных источников: поступлений по ипотечному покрытию до даты размещения облигаций и премии к номинальной стоимости при размещении облигаций младшего класса. Частичное погашение номинальной стоимости облигаций старшего класса в каждом купонном периоде приводит к постепенному росту кредитного усиления. В случае если резерв не будет полностью использован, оставшиеся средства подлежат выплате оригинатору после погашения старших классов.

Новацией третьей сделки секьюритизации стало изменение структуры формирования резерва, обеспечивающее как большую защиту сделки за счет расширения охвата покрываемых рисков, так и повышение экономической эффективности структуры для оригинатора.

Так, резерв специального назначения ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» состоит из двух частей:

- основного резерва, сведения о котором представлены в табл. 2;
- дополнительного резерва.

Дополнительный резерв формируется из средств целевой финансовой помощи, предоставляемой оригинатором сделки в целях предотвращения падения стоимости чистых активов эмитента ниже минимального размера уставного капитала, установленного законодательством РФ. Средства дополнительного резерва подлежат использованию на те же цели, что и основного резерва, при условии полного использования средств последнего и после оказания финансовой помощи в полном объеме. Фактически оказанная на цели поддержания стоимости чистых активов целевая финансовая помощь учитывается в составе средств ипотечного покрытия и тем самым способствует дальнейшей защите эмитента от риска ликвидации в соответствии с требованиями

Таблица 3. СТРУКТУРА РЕЗЕРВОВ СПЕЦИАЛЬНОГО НАЗНАЧЕНИЯ В СДЕЛКАХ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ ОАО «АИЖК»

Показатель	ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК»	ЗАО «ВИА АИЖК»	ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1»
Максимальный размер резерва	7% от совокупной номинальной стоимости облигаций на дату размещения (231 265 580 руб.)	8% от совокупной номинальной стоимости облигаций на дату размещения (536 380 850 руб.)	0,9% от совокупной номинальной стоимости облигаций с 1-го по 8-й купонный периоды (101 986 452 руб.). 0,9% от совокупной непогашенной номинальной стоимости облигаций начиная с 9-го купонного периода
Порядок формирования	Формируется в размере 4% от совокупной номинальной стоимости облигаций на дату размещения и в размере оставшихся 3% – в процессе обращения облигаций путем отчисления средств, полученных в счет уплаты процентов, в соответствии с Порядком распределения	Формируется на дату начала размещения	Формируется в размере 0,7% от совокупной номинальной стоимости облигаций на дату начала размещения и в размере оставшихся 0,2% – в процессе обращения облигаций путем отчисления средств, полученных в счет уплаты процентов, в соответствии с Порядком распределения
Сформированный объем резерва	В дату выплаты 6-го купона, 15 ноября 2008 г., сформирован в объеме 223 484 017,26 руб.	Полностью сформирован	Не сформирован (дата размещения не назначена)
Возможность амортизации	Не предусмотрена	Не предусмотрена	Предусмотрена при выполнении условий амортизации, но не ниже 0,35% от совокупной номинальной стоимости облигаций на дату размещения
Пополнение резерва	В случае использования пополняется до максимального размера в соответствии с Порядком распределения		

ми ст. 35 Федерального закона «Об акционерных обществах».

Помимо поддержания стоимости чистых активов, финансовая помощь будет оказываться ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» в целях:

- обеспечения исполнения обязательств ипотечного агента по облигациям в части выплаты купонного дохода по облигациям старшего класса и/или минимального купонного дохода по облигациям младшего класса (при недостаточности денежных средств эмитента);
- обеспечения исполнения обязательств ипотечного агента перед третьими лицами (оплаты предусмотренных расходов) при недостаточности денежных средств;
- пополнения основного резерва до требуемого уровня в случае его снижения в дату выплаты купонного дохода более чем на 50% по сравнению с его требуемым размером.

Средства целевой финансовой помощи возврату не подлежат и предоставляются на безвозмездной основе.

Максимальный совокупный размер целевой финансовой помощи ограничен 6%:

- от первоначальной совокупной стоимости облигаций классов «А» и «Б» в период до даты окончания 9-го купонного периода (исключая эту дату);
- от совокупной непогашенной номинальной стоимости облигаций классов «А» и «Б», начиная с даты окончания 9-го купонного периода, включая эту дату, при выполнении условий амортизации – за вычетом всех сумм целевой финансовой помощи, предоставленных до даты, на которую производится расчет.

В целом механизм предоставления целевой финансовой помощи предполагает выделение средств ипотечному агенту при возникновении необходимости в такой поддержке. В отличие от привычной схемы, когда происходит отвлечение значительного объема средств в начале реализации сделки (при формировании резерва полностью в денежной форме) и невозможно определить, будут ли они использованы на установленные цели или для покрытия реализованных рисков будет



достаточно избыточного спреда, такой «ситуационный» подход обладает очевидными преимуществами для originатора и не приводит к повышению рисков инвесторов при условии достаточно высокого уровня финансовой устойчивости originатора.

Снижение как размера основного резерва, так и максимального размера целевой финансовой помощи возможно при выполнении следующих условий²:

- средств эмитента достаточно для осуществления частичного погашения номинальной стоимости облигаций на сум-

дящим в состав ипотечного покрытия, не превышает 3% от совокупной номинальной стоимости облигаций классов «А» и «Б» на дату окончания их размещения;

- стоимость чистых активов ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» на последнюю отчетную дату превышает минимальный размер уставного капитала, установленный законодательством РФ.

Такая «динамическая» модель формирования резерва специального назначения в совокупности с дополнительными

- снижение уровня кредитного усиления до его первоначального уровня с началом амортизации (при выполнении условий) и фиксация на таком уровне;

- постепенный рост в связи с ограничением минимального размера основного резерва.

Сравнительная динамика совокупной кредитной поддержки по трем сделкам секьюритизации ипотечных активов ОАО «АИЖК» представлена на рис. 2. Динамика приводится по купонным периодам в целях обеспечения временной сопоставимости данных. В качестве рассматриваемого горизонта выбрано 6 купонных периодов – фактическое количество состоявшихся купонных выплат по облигациям ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК». Для облигаций ЗАО «ВИА АИЖК» приведены фактические данные за первые 2 периода, за остальные периоды – прогнозные данные. Для облигаций ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» данные на все даты выплаты купонного дохода носят прогнозный характер.

Помимо резерва специального назначения, ипотечными агентами ОАО «АИЖК» также формируются резервы на юридические и непредвиденные расходы. Такие резервы не учитываются при расчете кредитного усиления, так как их целевое использование не предполагает непосредственную поддержку выплат по облигациям с ипотечным покрытием, тем не менее мы рассматриваем резервы как дополнительный механизм повышения устойчивости сделки в целом.

Средства резерва на юридические расходы могут быть использованы на юридические консультации либо услуги, необходимые в связи с исполнением обязательств по облигациям, а также обеспечением деятельности эмитента. Сведения о порядке формирования и использования резерва в отдельных сделках секьюритизации приведены в табл. 4.

Средства резерва на непредвиденные расходы могут быть использованы на непредвиденные расходы эмитента, связанные с исполнением обязательств по облигациям, а также обеспечением деятельности эмитента. Сведения о порядке формирования и использования резерва в отдельных сделках секьюритизации приведены в табл. 5.

На момент написания статьи средства резервов на юридические и непредвиденные расходы эмитентами ни в одной из указанных сделок не использовались.

Рисунок 2. ДИНАМИКА СОВОКУПНОЙ КРЕДИТНОЙ ПОДДЕРЖКИ В СДЕЛКАХ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ ОАО «АИЖК»

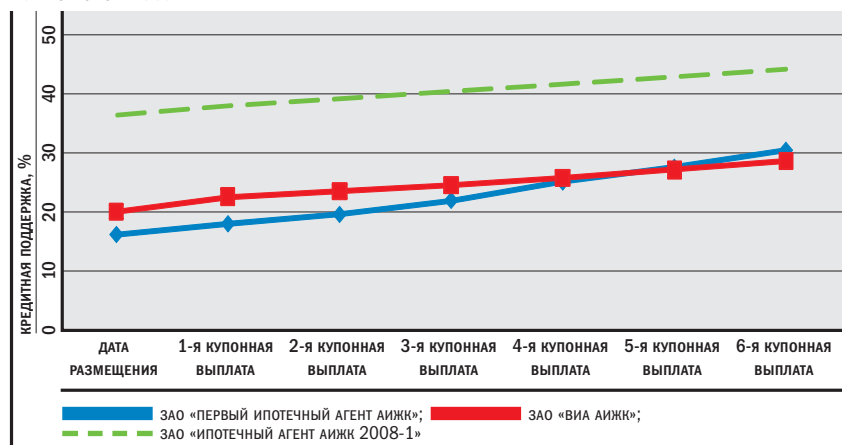


Таблица 4. СТРУКТУРА РЕЗЕРВОВ НА ЮРИДИЧЕСКИЕ РАСХОДЫ В СДЕЛКАХ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ ОАО «АИЖК»

Показатель	ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК»	ЗАО «ВИА АИЖК»	ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1»
Предусмотренный размер резерва	0,5% от совокупной номинальной стоимости облигаций (16 518 970 руб.)	0,5% от совокупной номинальной стоимости облигаций (536 380 850 руб.)	16 500 000 руб.
Порядок формирования	Формируется в процессе обращения облигаций путем отчисления средств, полученных в счет уплаты процентов, в соответствии с Порядком распределения	Формируется на дату начала размещения	Формируется на дату начала размещения
Текущий размер резерва	В дату выплаты 6-го купона, 15 ноября 2008 г., сформирован в объеме 16 473 970 руб.	Полностью сформирован в объеме 536 380 850 руб.	Не сформирован (дата размещения не назначена)
Пополнение резерва	—	В случае использования пополняется до первоначального размера в соответствии с Порядком распределения	

му, равную совокупному остатку основного долга по закладным, признанным дефолтными в соответствующем периоде;

- не произошло снижение рейтинга ОАО «АИЖК»;

- средств эмитента достаточно для требуемого пополнения основного резерва;

- текущий остаток ссудной задолженности по дефолтным закладным, вхо-

обязательствами originатора сделки обеспечит следующую динамику кредитного усиления (влияние субординации не учитывается):

- постепенный рост кредитного усиления за счет моратория на амортизацию при частичном погашении облигаций класса «А» в период до 9-й купонной выплаты;

² Более подробно об Условиях амортизации см. п. 15 Решения о выпуске ипотечных облигаций класса «А» ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1», зарегистрированного ФСФР России 5 ноября 2008 г. за № 4-01-68420-Н.



ДОХОДЫ ПО ОБЛИГАЦИЯМ С ИПОТЕЧНЫМ ПОКРЫТИЕМ

Поступления по пулу ипотечных кредитов делятся на два базовых денежных потока: в счет погашения основного долга и процентные поступления. Каждый из этих потоков играет свою ключевую роль в так называемом «водопаде», в соответствии с которым происходит распределение денежных средств держателям облигаций.

К процентным доходам по ипотечному покрытию относятся:

- процентная часть аннуитетных платежей по кредитам;
- штрафы и пени;
- страховые поступления в части процентов;
- все поступления по кредитам, признанным дефолтными;
- иные поступления, которые нельзя отнести к поступлениям в счет погашения основного долга;
- проценты, начисленные на остатки по счетам ипотечного агента.

К поступлениям в счет погашения основного долга относятся:

- часть аннуитета в счет погашения основного долга;
- страховые возмещения в счет погашения основного долга;
- суммы досрочного погашения по кредитам.

Функции перераспределения потоков платежей и определения объемов выплат, причитающихся владельцам облигаций с ипотечным покрытием различных классов, осуществляет расчетный агент. Базой для проведения соответствующих расчетов является информация о поступлениях по ипотечному покрытию облигаций (процентных поступлений и поступлений в счет погашения основного долга), ежемесячно предоставляемая мастер-сервисером по сделке (ОАО «АИЖК»), и данные о ежемесячных расходах ипотечного агента, которые предоставляются бухгалтерской организацией ипотечного агента.

Обязательства эмитента перед держателями облигаций можно разделить на два основных типа: частичное погашение номинала облигаций и выплата купонного дохода.

Частичное погашение номинальной стоимости

Частичное погашение номинала облигаций состоит из суммы поступлений по ипотечному покрытию в части погашения остатка основного долга по закладным, входящим в ипотечное покрытие за соответствующий расчетный период, и сум-

марного остатка основного долга по дефолтным закладным, признанным таковыми в соответствующий расчетный период (данная сумма направляется на погашение номинала из процентных поступлений по ипотечному покрытию).

Динамика структуры ежемесячных поступлений, направляемых на частичное погашение номинальной стоимости облигаций класса «А» ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» (регулярные поступления, досрочный платеж и дефолт), приведена на рис. 3. Аналогичная динамика по об-

ЗАО «ВИА АИЖК» — 15 и 9% годовых соответственно. Изменения темпов досрочного погашения отражены на рис. 3 и 4.

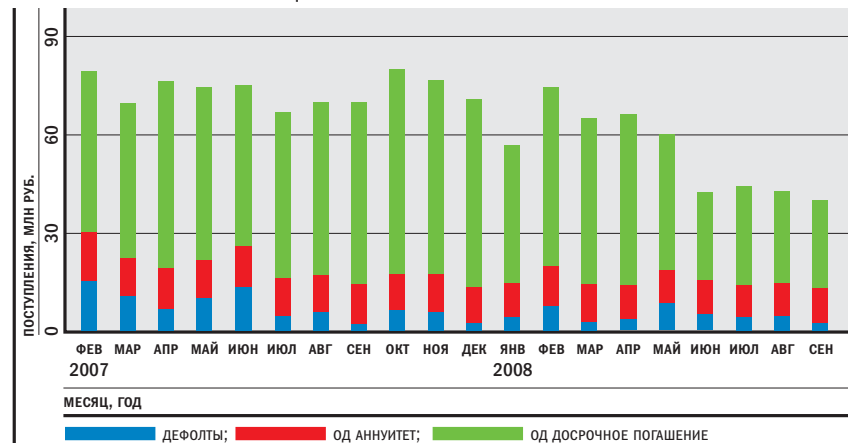
Начисление и выплата купонного дохода

Порядок начисления и выплаты купонного дохода по облигациям с ипотечным покрытием различных классов также определяется принципом субординации платежей. Однако если для погашения номинальной стоимости этот принцип действует в пределах срока обращения старше-

Таблица 5. СТРУКТУРА РЕЗЕРВОВ НА НЕПРЕДВИДЕННЫЕ РАСХОДЫ В СДЕЛКАХ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ АКТИВОВ ОАО «АИЖК»

Показатель	ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК»	ЗАО «ВИА АИЖК»	ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1»
Предусмотренный размер резерва	150 000 руб.	250 000 руб.	100 000 руб.
Порядок формирования	Формируется в процессе обращения облигаций путем отчисления средств, полученных в счет уплаты процентов, в соответствии с Порядком распределения	Формируется на дату начала размещения	Формируется на дату начала размещения
Текущий размер резерва	В дату выплаты 6-го купона, 15 ноября 2008 г., не сформирован	Полностью сформирован в объеме 250 000 руб.	Не сформирован (дата размещения не назначена)
Пополнение резерва	—	В случае использования пополняется до первоначального размера в соответствии с Порядком распределения	

Рисунок 3. ДИНАМИКА ЕЖЕМЕСЯЧНЫХ ПОСТУПЛЕНИЙ, НАПРАВЛЯЕМЫХ НА ЧАСТИЧНОЕ ПОГАШЕНИЕ НОМИНАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ ОБЛИГАЦИЙ ПИА АИЖК



лигациям класса «А» ЗАО «ВИА АИЖК» представлена на рис. 4.

Наиболее волатильной составляющей денежного потока являются дефолты; наиболее значимой по сумме — размер досрочных поступлений по ипотечному покрытию. В 2007 г. темп досрочного погашения по обеспечению облигаций ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» составлял примерно 20% годовых, в 2008 г. — 15%. Аналогичные значения по обеспечению облигаций

го класса (даже символическая сумма не может быть направлена на погашение номинала младших классов до полного погашения старшего), то для купонных выплат этот принцип действует в пределах одного купонного периода.

Так, в первую очередь выполняются обязательства перед владельцами старшего класса по фиксированной ставке; во вторую — начисляется купонный доход владельцам мезонинного класса также по фиксированной ставке, однако выплачен



он может быть только при условии достаточности денежных средств. Если доходов ипотечного агента недостаточно, выплата купонного дохода переносится на следующий купонный период (в международной практике такие облигации называются облигациями с отложенным купонным платежом).

Доход владельцев младшего класса определяется в соответствии с Порядком распределения по остаточному принципу. В третьей сделке секьюритизации Порядок распределения денежных средств, полученных в счет уплаты процентов

до величины, установленной в п. 15 Решения о выпуске ипотечных ценных бумаг;

10) выплата процентного (купонного) дохода пропорционально всем владельцам облигаций класса «Б».

Фактически начисление дохода оригинатору по облигациям младшего класса возможно только после погашения всех текущих обязательств эмитента, а также направления средств на формирование резервов.

Закон об ИЦБ предусматривает выплату купонного дохода по облигациям

облигациями, обращающимися на российском рынке ценных бумаг, важными аспектами выпусков становятся информационное обеспечение инвесторов и взаимодействие с инфраструктурными организациями.

Помимо обязательных элементов раскрытия информации, предписанных законодательством по рынку ценных бумаг в целом и законодательством в области ипотечных ценных бумаг в частности, традиционным в сделках секьюритизации активов ОАО «АИЖК» стало раскрытие отчетов инвесторам в отношении каждого купонного периода.

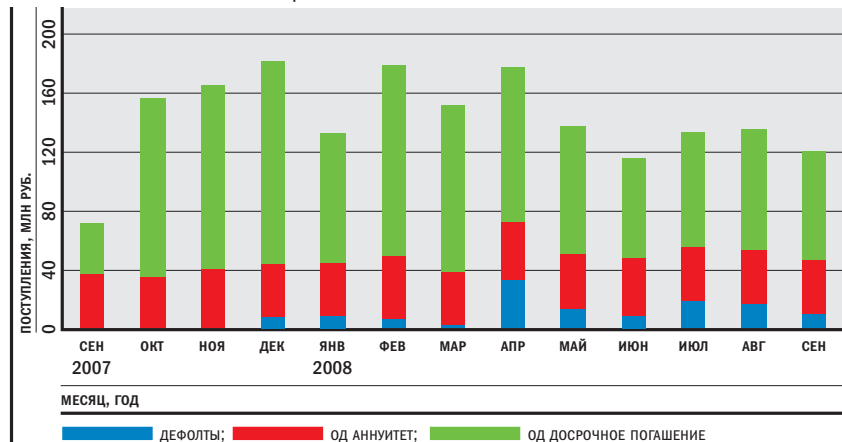
Такие отчеты ежеквартально готовит расчетный агент. Это сводный отчет о поступлениях по ипотечному покрытию и расходах за купонный период, в котором определяется размер частичного погашения номинальной стоимости облигаций старшего класса, достаточность процентных поступлений для выплаты купонного дохода по облигациям (в случае недостаточности средств для выплат купонного дохода по старшему классу — размер необходимого списания из резерва специального назначения), размер пополнения резервов, в случае если имело место списание с резервов ипотечного агента в предыдущие купонные выплаты или при условии, что резервы еще не были полностью сформированы до требуемого размера, и т. д.

На основании отчета инвесторам ипотечный агент уведомляет платежного агента о суммах, подлежащих выплате по каждому классу облигаций.

Поскольку облигации старших классов ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» и ЗАО «ВИА АИЖК» включены в котировальный лист высшего уровня ЗАО ФБ ММВБ, в целях поддержания бумаг в этом котировальном листе, в связи с необходимостью проведения сделок РЕПО, переходящих через дату выплаты купонного дохода (предполагающую осуществление частичного погашения облигаций), а также для информирования участников о вступающих в силу изменениях номинальной стоимости облигаций и, соответственно, денежном размере последующих купонных выплат по ним, ОАО «АИЖК», как контрагент, оказывающий эмитентам — ипотечным агентам услуги по раскрытию информации, работает в плотном взаимодействии с инфраструктурными организациями, в частности НДЦ и ММВБ.

Такое взаимодействие обеспечивает полную информационную прозрачность сделки, что максимально отвечает интересам инвесторов. ■

Рисунок 4. ДИНАМИКА ЕЖЕМЕСЯЧНЫХ ПОСТУПЛЕНИЙ, НАПРАВЛЯЕМЫХ НА ЧАСТИЧНОЕ ПОГАШЕНИЕ НОМИНАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ ОБЛИГАЦИЙ ВИА АИЖК



по обеспеченным ипотекой обязательствам, входящим в состав ипотечного покрытия, предусматривает следующую приоритетность выплат:

- 1) налоги и сборы;
- 2) платежи в пользу третьих лиц (за допуск к размещению, государственные пошлины, выплаты банку — держателю счета и т. д.);
- 3) вознаграждение управляющей организации бухгалтерской организации эмитента;
- 4) вознаграждение расчетного агента, платежного агента, андеррайтера, НДЦ, специализированного депозитария, аудитора, рейтингового агентства, а также фондовой биржи, связанное с допуском к торгам и листингом облигаций рыночных классов;
- 5) вознаграждение сервисного агента;
- 6) выплата купонного дохода владельцам облигаций класса «А»;
- 7) выплата минимального купонного дохода владельцам облигаций класса «Б»;
- 8) направление денежных средств на частичное погашение номинальной стоимости облигаций класса «А» в размере суммы, равной совокупному остатку ссудной задолженности по закладным, признанным дефолтными в соответствующем расчету периоде;

9) внесение денежных средств в резервы эмитента в размере, необходимом для пополнения указанных резервов

с ипотечным покрытием не реже одного раза в год. В сделках, по которым предусмотрено полное или частичное формирование резервов за счет поступлений по ипотечному покрытию, одного года может быть недостаточно для аккумуляции требуемого объема средств. В целях соответствия требованиям законодательства эмиссионной документацией во всех сделках секьюритизации, оригинатором в которых выступало ОАО «АИЖК», предусмотрена выплата минимального купонного дохода в размере 1 коп. на облигацию в год (что соответствует ставке купонного дохода в размере 0,0001% годовых). Так, по облигациям класса «В» ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» купонный доход был выплачен только в четвертом купонном периоде в размере 1 коп., в первых двух купонных периодах выплаты по облигациям класса «В» ЗАО «ВИА АИЖК» составили 49,64 и 39,01 руб. на одну облигацию соответственно.

ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ИНВЕСТОРОВ И ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ С ИНФРАСТРУКТУРНЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ

Учитывая существенную специфику выплат по облигациям с ипотечным покрытием в сравнении с корпоративными