



Fund service since 2003

Asset Management Instruments

## Что такое ИСУ?

Описание инструмента

Ипотечное покрытие  
Ипотечных сертификатов участия



# Содержание

Ипотечное покрытие Ипотечных сертификатов участия (ИП ИСУ), как правовой институт, введено в российское законодательство еще в 2003 году, но лишь в 2012 году появилась возможность опробовать на практике этот уникальный инструмент инвестирования на ипотечном рынке и механизм финансирования проектов под залог недвижимости.

Ипотечное покрытие ИСУ, являясь структурой коллективного инвестирования, участие в которой удостоверяется ипотечными ценными бумагами (разновидностью которых и являются ИСУ – ипотечные сертификаты участия), имеет не только особые свойства в виде: секьюритизационных характеристик, уникальной системы управления и специального налогового режима; но и обеспечивает возможность привлечения инвестиций даже из самых консервативных институциональных источников, например, из средств пенсионных накоплений.

Для первого знакомства с Ипотечным покрытием ИСУ мы предлагаем Вам ключевые факты об этом инструменте.

Понятие и принципы организации ИП ИСУ	стр. 2
Имущество, доступное для ИП ИСУ	стр. 3
Функционирование и контроль в ИП ИСУ	стр. 4
Секьюритизация и рефинансирование на основе ИП ИСУ	стр. 5
Инвесторы для проектов на основе ИП ИСУ	стр. 6
Налогообложение в ИП ИСУ	стр. 7
Преимущества и возможности ИП ИСУ	стр.8

# Понятие и принципы организации ИП ИСУ

Ипотечное покрытие Ипотечных сертификатов участия (ИП ИСУ) – это **обособленный имущественный комплекс**, состоящий **(1)** из ипотечных обязательств (требований), переданных в состав Ипотечного покрытия его учредителями (первоначальными Инвесторами), и **(2)** из имущества, полученного в процессе управления Ипотечным покрытием - а именно средств, полученных от исполнения ипотечных обязательств.

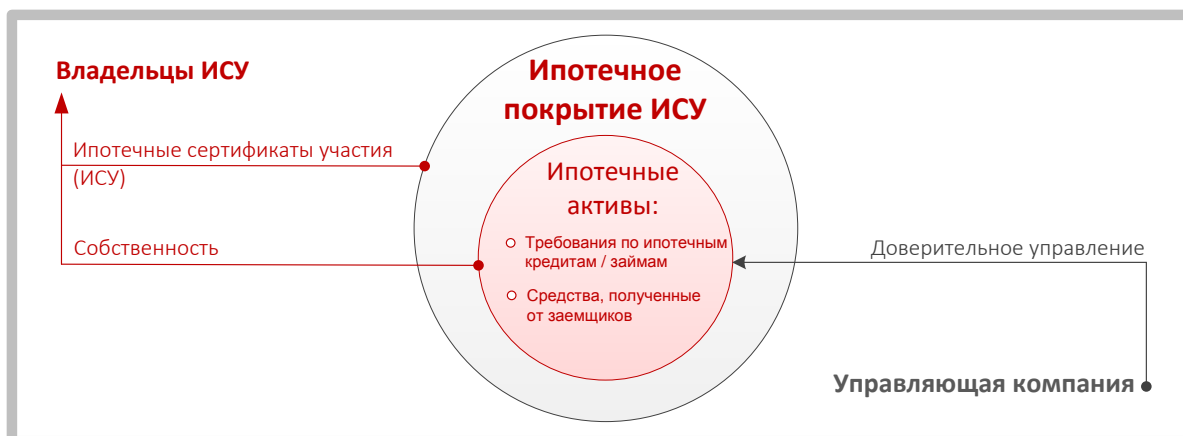
ИП ИСУ не является юридическим лицом. Его структура основана на следующих институтах.

- Активы, составляющие Ипотечное покрытие, включая все формируемые ими доходы, **принадлежат инвесторам ИП ИСУ на праве общей долевой собственности.**
- **Доля каждого из инвесторов в Ипотечном покрытии удостоверяется ипотечными ценными бумагами - ипотечными сертификатами участия (ИСУ).** Передавая в состав покрытия требования, обеспеченные ипотекой, инвестор в обмен на них получает ИСУ.

Каждый ИСУ имеет одинаковую стоимость, и удостоверяет право на получение денежного потока, формируемого ипотечными требованиями. Доля инвестора в Ипотечном покрытии определяется количеством принадлежащих ему ИСУ (вплоть до 100%).

ИСУ свободно обращаются на рынке (в том числе на бирже), т.е. могут быть проданы, заложены и т.д. Выпускаются ИСУ в бездокументарной форме - права на них учитываются Регистратором, который ведет реестр Владельцев ИСУ.

- Принадлежащие инвесторам **активы Ипотечного покрытия находятся в доверительном управлении** (Д.У.) специализированной организации – управляющей компании. При этом **они обособлены** как **(а)** от личного имущества Инвесторов (на их балансе находятся ИСУ), так и **(б)** от личного имущества управляющей компании (требования учитываются на отдельном балансе; деньги хранятся на счетах Д.У.).



Нормативной основой для ИП ИСУ является Федеральный закон № 152-ФЗ от 11.11.2003 года «Об ипотечных ценных бумагах» и принятые в соответствии с ним подзаконные акты.

Функционирование конкретного Ипотечного покрытия ИСУ регулируется специальным документом – Правилами доверительного управления Ипотечным покрытием Ипотечных сертификатов участия (Правила ИП ИСУ), которые подлежат регистрации в Банке России.

В Правилах ИП ИСУ закрепляются условия управления покрытием, в т.ч. состав его активов, права и обязанности управляющей компании и Инвесторов, различные процедуры: выдача ИСУ, собрание Владельцев ИСУ, раскрытие информации и т.д.

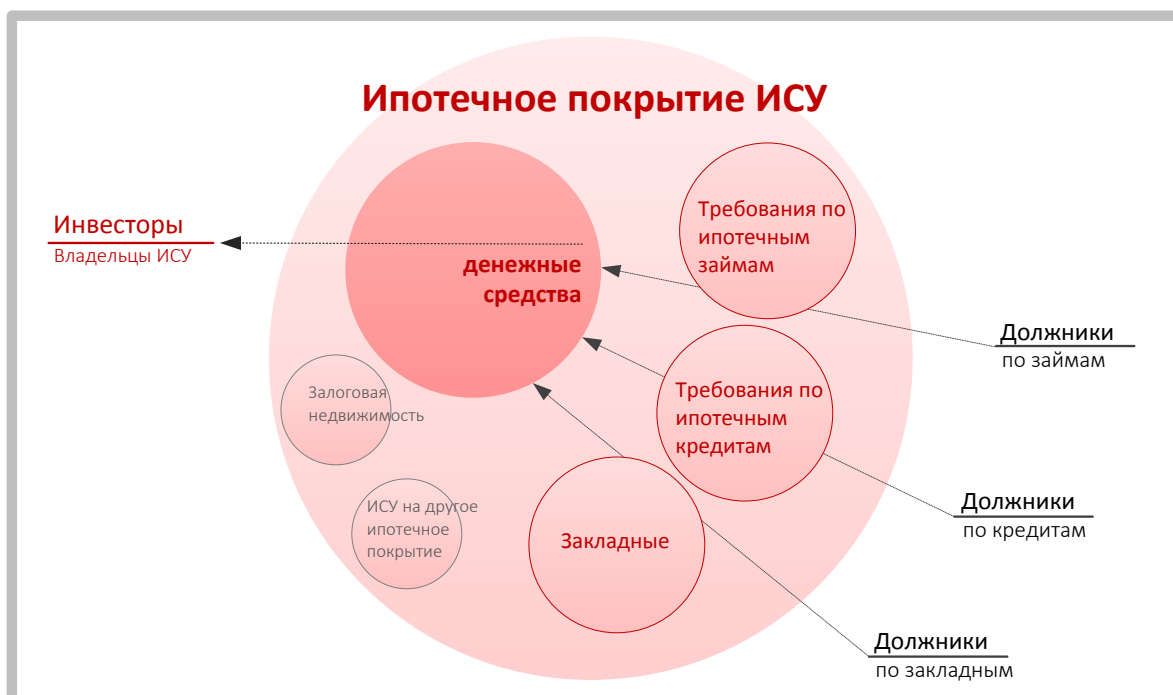
**Ключевой вывод** ИП ИСУ – не юридическое лицо

# Имущество, доступное для ИП ИСУ

В состав Ипотечного покрытия Ипотечных сертификатов участия (ИП ИСУ) могут входить следующие виды активов, генерирующих доходность Инвесторов и опосредующих финансирование на рынке недвижимости и ипотеки:

- требования из договоров займа и кредита, обеспеченные ипотекой;
- закладные;
- ипотечные сертификаты участия (!) на другое ипотечное покрытие;
- недвижимое имущество, полученное в результате обращения на него взыскания в случае неисполнения обязательства, обеспеченного данной недвижимостью;
- денежные средства, полученные в связи с: исполнением обязательств заемщиком; обращением взыскания по ипотечным требованиям; исполнением обязательств по ИСУ на другое покрытие; продажей активов покрытия в допустимых случаях.

Ссудные требования, обеспеченные ипотекой, должны удовлетворять ряду условий:  
• «тело долга» не должно превышать 80 % оценки предмета ипотеки; • замена, отчуждение предмета ипотеки возможно только с согласия залогодержателя; • предмет ипотеки застрахован от риска утраты или повреждения в пользу кредитора в течение всего срока действия обязательства; • страховая сумма - не менее суммы основного долга; • предмет договора займа - только денежные средства.



Особенностью Ипотечного покрытия ИСУ является постоянство его активов. Продажа требований, составляющих ИП ИСУ, возможна лишь **(а)** в отношении требований с признаками дефолта, установленными законом, а также **(б)** при истечении «срока жизни» ИП ИСУ, если к этому моменту в составе покрытия остались неисполненные требования.

Включение новых требований в Ипотечное покрытие возможно в случае выдачи дополнительных ИСУ.

**Ключевой вывод** ИП ИСУ – оболочка для ссудных активов с ипотекой

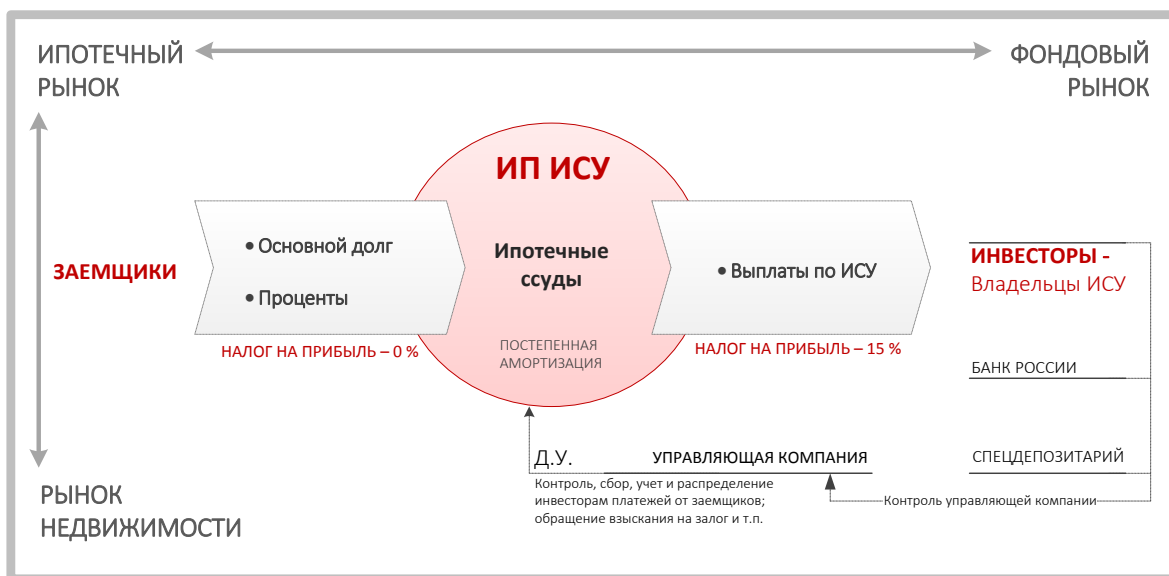
# Функционирование и контроль в ИП ИСУ

Создание Ипотечного покрытия Ипотечных сертификатов участия (ИП ИСУ) осуществляется путем передачи в его состав ссудных ипотечных требований (в т.ч. закладных), в обмен на которые учредитель Ипотечного покрытия (оригинатор требований, текущий кредитор) получает ИСУ, которые в дальнейшем могут быть реализованы в целях рефинансирования.

Функционирование ИП ИСУ, которое обеспечивается его управляющей компанией в интересах Владельцев ИСУ, представляет собой два процесса: ● **получение денежного потока**, т.е. сбор платежей по ипотечным ссудам; ● **передачу всех поступивших средств Владельцам ИСУ** (за вычетом инфраструктурных вознаграждений и расходов).

Соответственно «судьба» Ипотечного покрытия и выпущенных на него ИСУ следует «судьбе» ипотечного портфеля, составляющего такое покрытие. Так если ипотечный портфель состоит из аннуитетных кредитов, то ИП ИСУ будет являться «амортизируемой» структурой, и по мере возврата инвесторам их инвестиционного капитала с поступившей доходностью - будет снижаться размер Ипотечного покрытия (и соответственно расчетная стоимость самих ИСУ), стремясь к «нулю» к моменту их погашения.

Таким образом, ИП ИСУ ориентировано на **секьюритизацию и последующее рефинансирование ссудных вложений** в ипотечные проекты и программы.



За деятельностью управляющей компании ИП ИСУ осуществляется серьезный контроль, представляющий из себя систему, включающую следующие уровни.

**Контроль инвесторов** реализуется через Общее собрание Владельцев ИСУ, принимающее решения о: • смене инфраструктуры, в т.ч. управляющего; • выдаче дополнительных ИСУ с внесением в покрытие новых требований, • изменении Правил ИП ИСУ.

**Инфраструктурный контроль** выражен в лице специализированного депозитария ипотечного покрытия, осуществляющего контроль операций и хранение активов ИП ИСУ.

**Государственный контроль** осуществляется Банком России через • лицензирование, • надзорные проверки и • мониторинг информации в отношении управляющих ИП ИСУ и их специализированных депозитариев.

**Ключевой вывод** ИП ИСУ – инструмент для инвестиций и финансирования

# Секьюритизация на основе ИП ИСУ

Ипотечное покрытие Ипотечных сертификатов участия (ИП ИСУ) задумано как инструмент внебалансовой долевого секьюритизации и рефинансирования (финансирования) проектов на рынке недвижимости и ипотеки. Секьюритизационный механизм ИП ИСУ основан на следующих принципах:

- **Обособление ссудных активов, внебалансовая секьюритизация.** Ипотечное покрытие первоначально формируется путем: (а) обособления ипотечных ссуд их текущим владельцем (кредитором, оригинатором - будущим учредителем ИП ИСУ) с последующим (б) включением этих ссуд в состав Ипотечного покрытия в обмен на ИСУ, поступающие учредителю ИП ИСУ.

Продажа учредителем Ипотечного покрытия полученных ИСУ опосредует рефинансирование его вложений в ипотечные ссуды.

- **«Сквозное» участие в ссудном портфеле и его доходности.** Инвесторы, выкупившие ИСУ у учредителя Ипотечного покрытия, приобретают право на доход, генерируемый ипотечными ссудами, пропорционально их доле в праве на Ипотечное покрытие.

- **Отсутствие налогообложения структуры-держателя активов.** Инвестиционный характер инструмента и специфика юридической конструкции определяют нулевое налогообложение доходов, поступающих в состав Ипотечного покрытия.

Сравнивая ИП ИСУ с иными возможными в России формами секьюритизации ипотеки следует отметить простоту и прозрачность самого инструмента, а также минимальные риски и относительно невысокую стоимость сделки секьюритизации.



Таким образом, Ипотечное покрытие ИСУ является одним из наиболее перспективных способов секьюритизации ссудных активов для целей рефинансирования вложений на рынке ипотеки и недвижимости.

**Ключевой вывод** ИП ИСУ – некорпоративная форма ипотечного SPV

# Инвесторы для проектов на основе ИП ИСУ

Одно из ключевых свойств Ипотечного покрытия Ипотечных сертификатов участия (ИП ИСУ) – это отнесение ценной бумаги, удостоверяющей права инвесторов ИП ИСУ, к группе ипотечных ценных бумаг. Кроме того ИСУ не являются ценными бумагами для квалифицированных инвесторов, т.е. не ограничены в обороте.

Развитие рынка ипотечных ценных бумаг – одно из важнейших направлений в регулировании российского фондового рынка. Обеспеченность таких бумаг реальными активами позволило сделать ИСУ инструментом доступным не только обычным инвесторам, но консервативным инвестиционным институтам.

В качестве потенциальных приобретателей ИСУ можно рассматривать все основные группы инвесторов.

## Инвесторы для Ипотечного покрытия ИСУ

### Частные инвесторы

Поскольку ИСУ – не являются ценными бумагами для квалифицированных инвесторов, их приобретателями могут выступать обычные:

- физические и
- юридические лица, как
- резиденты, так и
- нерезиденты.

### Суверенные и «квази-суверенные» инвесторы

Поскольку ИСУ – это ипотечная ценная бумага, инвестирование в ИСУ (при соблюдении ряда дополнительных требований) может осуществляться за счет средств:

- Пенсионного фонда РФ;
- Средств Военной ипотеки;
- Госкорпораций.

### Институциональные инвесторы

являются наиболее интересным сегментом для привлечения средств в ИП ИСУ, поскольку инвестиционные декларации многих из них позволяют инвестировать в ипотечные ценные бумаги, в т.ч.:

- Пенсионные фонды;
- Инвестиционные фонды;
- Страховщики;
- Эндаумент фонды НКО.

Особый интерес вызывает возможность приобретения ИСУ за счет средств пенсионной системы, в частности, за счет активов пенсионных фондов.

**Собственное имущество пенсионного фонда** может быть инвестировано в ИСУ без ограничений.

**Пенсионные резервы** (до 20%) могут быть инвестированы в ИСУ при условии их допуска к торгам на российской бирже.

**Пенсионные резервы** (до 40%) могут быть инвестированы в ИСУ при соблюдении нескольких условий: (1) ИСУ допущены к торгам на российской бирже; (2) Ипотечное покрытие ИСУ не содержит требований, обеспеченных ипотекой незавершенного строительства; (3) ИСУ включены в котировальный список высшего уровня или (!) выпуску ИСУ присвоен рейтинг долгосрочной кредитоспособности не ниже ВВ- (Fitch, S&P) или Вa3 (Moody's).

Таким образом, следует констатировать, что Ипотечное покрытие ИСУ имеет широкие возможности по привлечению средств, включая самые консервативные инвестиционные источники.

**Ключевой вывод** ИСУ – актив, доступный консервативным инвесторам

# Налогообложение в ИП ИСУ

Налогообложение Ипотечного покрытия Ипотечных сертификатов участия (ИП ИСУ) имеет регулирование, схожее с налогообложением ЗПИФ. Вместе с тем существует ряд отличий и сложностей, обусловленных «молодостью» инструмента и недостаточностью налоговой практики.

**Налогообложение ИП ИСУ.** Специальный налоговый режим ИП ИСУ выражен в первую очередь целевой льготой по налогу на прибыль.

- **Налог на прибыль.** Доходы, поступающие в состав Ипотечного покрытия ИСУ (процентные доходы по ипотечным ссудам) **не облагаются налогом на прибыль**. Таким образом, данная инвестиционная структура обладает необходимым для реализации проектов секьюритизации нейтральным налогообложением.

- **Налог на добавленную стоимость.** Вопрос с НДС может возникнуть только в случае приобретения в состав Ипотечного покрытия недвижимости, бывшей предметом ипотеки, в результате обращения на нее взыскания. При этом следует учесть, что такое приобретение формирует НДС к возмещению из бюджета, а последующая реализация этой недвижимости потребует уплаты НДС.

- **Налог на имущество организаций / земельный налог.** Ввиду отсутствия специального регулирования и специфики конструкции, здесь возможно зафиксировать льготный режим, предполагающий отсутствие обязанности по уплате данных налогов как у управляющей компании (поскольку она не является собственником активов, составляющих покрытие), так и у Владельцев ИСУ (т.к. на их балансе – ценные бумаги).

**Налогообложение инвесторов.** Владельцы ИП ИСУ – это владельцы ипотечных ценных бумаг, следовательно, их налогообложение строится на основе соответствующих правил.

- **Налог на прибыль / НДФЛ.** Доходы у Владельца ИСУ от реализации данных ценных бумаг облагаются по общим для ценных бумаг правилам: с учетом их рыночной стоимости при определении дохода и с принятием в качестве расходов затрат на приобретение ИСУ.

А вот при налогообложении текущих выплат по ИСУ (платежей, перечисляемых Владельцам ИСУ) следует учесть «амортизационные» свойства данного инструмента.

Поскольку налоговое законодательство не устанавливает особенности определения налоговой базы в отношении текущих выплат по ИСУ, в отношении ИП ИСУ (особенно с «аннуитетными портфелями») существует налоговый риск налогообложения не только доходности, но и самого инвестиционного капитала, вложенного в ИСУ. Во избежание данного риска, управляющему следует выделять в составе платежей по ИСУ сумму возврата основного долга и процентов, а также фиксировать «уровень амортизации» ИСУ.

Из плюсов следует отметить льготную ставку по налогу на прибыль в размере 15%.

Операции с ИСУ и владение ими **не облагаются** ● **НДС** и ● **Имущественными налогами**.

**Таким образом,** наиболее эффективен поиск инвесторов ИСУ среди лиц с «нейтральным налогообложением», среди которых можно отметить: Пенсионные фонды (в части пенсионных накоплений); ПИФы; инвесторы-нерезиденты (в зависимости от резидентуры и условий билатеральных налоговых соглашений).

**Ключевой вывод** **ИП ИСУ – инструмент с льготным налоговым режимом**



# Преимущества и возможности ИП ИСУ

Ипотечное покрытие Ипотечных сертификатов участия (ИП ИСУ) – некорпоративный инструмент управления ипотечными активами, обладающий весьма положительными характеристиками, схожими с характеристиками ЗПИФ.

- **Особый налоговый режим.** Доходы, поступающие в ИП ИСУ, не облагаются налогом на прибыль. А уплата налогов инвесторами строится по принципу налогообложения операций с ценными бумагами, т.е. налог возникает при получении дохода из ИП ИСУ или при продаже ИСУ (следует обратить на льготную налоговую ставку в размере 15%).
- **Особая правоспособность и секьюризация.** Наличие у ИП ИСУ •специальных требований к составу активов (ипотечные ссуды) и к операциям (ретрансляция денежного потока инвесторам); •обособление имущества ИП ИСУ на отдельном балансе; •наличие у ИСУ свойств стандартизированной оборотоспособной ценной бумаги, делают ИП ИСУ уникальным инструментом секьюритизации и рефинансирования ипотечных ссуд.
- **Особая система управления.** Конструкция, основанная на контролируемом доверительном управлении активами, позволяет, с одной стороны, пользоваться всеми плюсами независимого аутсорсинга, и, с другой стороны, обеспечивает гарантии прав и интересов инвесторов.
- **Особые инвестиционные источники.** Отнесение ИСУ к группе ипотечных ценных бумаг (при подтверждении качества ИСУ высшим котировальным списком или рейтингом) позволяет использовать в качестве инвестиционного ресурса не только широкий круг инвесторов, но и консервативные источники, например, **пенсионные накопления**.
- **Особая система гарантий.** Система контроля, включающая лицензионный надзор за функционированием ИП ИСУ, позволяет говорить о повышенной правовой защите всех участников инвестиционного процесса.

Все эти особые свойства позволяют использовать ИП ИСУ различными бизнес структурами как для реализации инвестиционных стратегий и рефинансирования, так и для организации финансирования проектов в сфере недвижимости, ипотеки и иных областях.

**Банки и иные бизнес-структуры в кредитной сфере** могут не только •расширить свои горизонты по управлению пассивами, используя ИП ИСУ как инструмент рефинансирования вложений в ипотечные кредиты за счет привлечения средств фондового рынка (в т.ч. средств пенсионной системы), но и •сохранить доходный источник в виде сервисного обслуживания секьюритизированных ипотечных продуктов.

**Профессиональные и институциональные инвесторы (в т.ч. НПФ)** получают финансовый инструмент для прямого извлечения повышенной процентной доходности (в т.ч. для повышения своей прибыли) во всех сегментах ипотечного рынка, включая: •розничное жилищное кредитование, •корпоративное кредитование под залог бизнес-недвижимости.

**Организаторы проектов и владельцы недвижимости** имеют возможность организовывать как •финансирование строительства или приобретения объектов, так и •инвестиции в любые иные проекты на условиях ипотечного кредитования не только за счет банковских средств, но и за счет средств инвестиционных ресурсов рынка ценных бумаг, а также ресурсов институциональных структур, таких как НПФ.

**Ключевой вывод** ИП ИСУ – инструмент с особыми свойствами

# Контакты

## Эксперты

### Богданов Андрей

Партнер. Право.  
+7 495 931 98 98  
[a.bogdanov@imac.ru](mailto:a.bogdanov@imac.ru)

### Жук Евгений

Партнер. Право.  
+7 495 931 98 98  
[e.jouk@imac.ru](mailto:e.jouk@imac.ru)

### Сафронов Игорь

Партнер. Финансы и налоги.  
+7 495 931 98 98  
[i.safronov@imac.ru](mailto:i.safronov@imac.ru)

## В группе



### Компания IMAC | Консультант

ООО «Компания АЙМАК»  
Россия, 129110, Москва,  
Олимпийский проспект, 18/1  
Тел. +7 495 931-9898  
Факс +7 495 626-5831  
[www.imac.ru](http://www.imac.ru)  
[info@imac.ru](mailto:info@imac.ru)



### ООО УК «Аурум Инвестмент» | Управляющая компания

Лицензия ФСФР России  
№ 21-000-1-00923  
Россия, 129110, Москва,  
Олимпийский проспект, 18/1  
Тел. +7 495 626-5830  
Факс +7 495 626-5830  
[www.aurum-investment.ru](http://www.aurum-investment.ru)  
[info@aurum-investment.ru](mailto:info@aurum-investment.ru)



### ЗАО «НКК» | Специализированный депозитарий

Лицензия ФСФР России  
№ 22-000-0-00104  
Россия, 105066, Москва,  
Н.Красносельская ул., 35, стр. 64  
Тел. +7 495 280-0652  
Факс +7 495 280-0652  
[www.nkk-sd.ru](http://www.nkk-sd.ru)  
[info@nkk-sd.ru](mailto:info@nkk-sd.ru)



### ООО «Аудит» | Аудитор финансовых институтов

ОРНЗ в СПО Аудиторов МоАП  
№ 10703006291  
Россия, 117335, Москва,  
Гарibaldi ул., 23, корп. 4  
Тел. + 7 495 931-9848  
Факс + 7 495 931-9848  
[www.fundsaudit.ru](http://www.fundsaudit.ru)  
[info@fundsaudit.ru](mailto:info@fundsaudit.ru)



Fund service since 2003

О группе IMAC. Группа компаний IMAC объединена на условиях длительного партнерского соглашения и включает инфраструктурные организации, имеющие все необходимые по законодательству Российской Федерации разрешения для обслуживания паевых инвестиционных фондов. Целью своей деятельности группа IMAC определяет формирование экономической и иных коммерческих выгод для своих клиентов, а также акционеров и сотрудников, за счет своих интеллектуальных и материальных ресурсов, а также в целом развитие отрасли финансовых рынков. Товарные знаки (знаки обслуживания) компаний входящих в группу IMAC зарегистрированы и защищаются российским законодательством и международными нормами о правах на интеллектуальную собственность; их незаконное использование преследуется по закону. Заявления, сделанные в настоящем предложении, действительны на момент их раскрытия лицу, являющемуся адресатом данного предложения.  
© IMAC, 2013