

СЕК'ЮРИТИЗАЦІЯ ІПОТЕЧНИХ АКТИВІВ: СВІТОВИЙ ДОСВІД ТА ПЕРСПЕКТИВИ ВПРОВАДЖЕННЯ В УКРАЇНІ

О. В. Тригуб,
аспірант, Київський національний університет
імені Тараса Шевченка

Розглядаються теоретичні засади сек'юритизації іпотечних активів, а також проблеми та перспективи її впровадження в Україні.

The article studies the theoretical principles of mortgage assets' securitisation and also the problems and prospects of its implementation in Ukraine.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Останнім часом пошук постійних джерел дешевих довгострокових фінансових ресурсів та нових способів рефінансування став одним із ключових завдань українських банківських установ, а також у цілому вітчизняного фінансового ринку. Від успішного вирішення даної проблеми багато в чому залежать подальший розвиток банківської системи України, її спроможність збільшити розміри портфеля довгострокових позик, а саме: наростити обсяги іпотечного житлового кредитування і таким чином завадити стагнації галузі житлового будівництва та сприяти вирішенню житлової проблеми населення країни.

За таких умов зростає інтерес до таких нетрадиційних для вітчизняних банків способів залучення ресурсів, як сек'юритизація іпотечних активів, яка отримала широке розповсюдження в країнах із розвинутою ринковою економікою та була вже апробована в деяких країнах США. З огляду на новизну для української банківської практики даної техніки фінансування виникає необхідність глибокого теоретичного осмислення світового досвіду сек'юритизації іпотечних активів, з'ясування основних організаційних моментів та визначення перспектив її запровадження в Україні.

АНАЛІЗ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ З ПРОБЛЕМИ

На сьогоднішні найбільш повно проблема сек'юритизації активів, зокрема й іпотечних, досліджена у роботах таких вчених-економістів далекого зарубіжжя, як Х. Бера, Е. Девідсона, Е. Сандерса та Ф. Фабоцці [1, 2, 3]. При цьому на противагу іноземним фахівцям у роботах як російських, так і вітчизняних вчених дана проблема тільки починає досліджуватися. Так, на сьогодні окремі аспекти сек'юритизації іпотечних активів знайшли своє відображення у дослідженнях О. Євтуха, Н. Косаревої, В. Кравченка, К. Паливоди, І. Разумової, Н. Рогожиної, В. Савича та інших [4, 5, 6, 7, 8]. Таким чином, постійний розвиток іпотечного кредитування та необхідність пошуку постійних джерел довгострокових фінансових ресурсів не дозволяють зупинитися на досягнутому і вимагають глибокого вивчення даної проблематики.

МЕТА СТАТТІ

Метою написання даної статті є аналіз світового досвіду сек'юритизації іпотечних активів, визначення організаційних засад її проведення, а також з'ясування перспектив запровадження даної техніки рефінансування в практиці вітчизняних комерційних банків.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Сек'юритизація іпотечних активів — це фінансова інновація ХХ ст., яка останнім часом набула широкого розповсюдження в країнах із розвинутою ринковою економікою та значно розширила можливості по залученню довгострокових фінансових ресурсів за допомогою складних фінансових інструментів. Термін "сек'юритизація" походить від англійського слова "security", що в перекладі з англійської мови означає цінний папір.

У вітчизняній науковій літературі в силу новизни для української банківської практики феномену сек'юритизації наводяться досить обмежені трактування даного терміна. Так, в основному сек'юритизація активів визначається як процес заміни банківських запозичень і кредитів емісією боргових цінних паперів [4, 5, 6].

Зарубіжні вчені дають більш повні визначення. Так, Е. Девідсон та Е. Сандерс під сек'юритизацією активів розуміють "процес формування пулів фінансових зобов'язань та надання їм форми, що дозволяє фінансовим активам вільно обертатися серед множини інвесторів" [2, с.16].

Ф. Фабоцці визначає сек'юритизацію як процес конвертації грошових потоків від базових активів або боргових зобов'язань перед оригінатором (банком-іпотечним кредитором) у цілісний рівномірний потік платежів, що дозволяє оригінатору залучити фінансові ресурси шляхом кредитування або випуску боргових цінних паперів під забезпечення активів [3].

На нашу думку, найбільш ґрунтовне визначення терміна "сек'юритизація" дав німецький вчений Х. Бер, який під сек'юритизацією активів вбачає інноваційну техніку фінансування, при якій диверсифікований пул фінансових активів списується з балансу банку та набуває юридичної самостійності шляхом передачі спеціально створеній юридичній особі SPV (Special Purpose Vehicle), яка здійснює його рефінансування на міжнародному ринку капіталів або грошовому ринку шляхом випуску цінних паперів [1].

Отже, у широкому сенсі слова під сек'юритизацією активів (зокрема, й іпотечних) слід розуміти складний механізм фінансування, за допомогою якого відбувається трансформація низьколіквідних активів у високоліквідні фінансові інструменти грошового ринку та ринку капіталів. У вузькому (класичному) розумінні сек'юритизація — виділення фінансових активів оригінатора (банку-іпотечного кредитора) шляхом їх продажу спеціалізованій установі другого рівня (SPV), яка випускає

боргові цінні папери, забезпечені даними активами.

У свою чергу, при розумінні сек'юритизації у широкому сенсі слова сек'юритизаційні угоди в залежності від місця знаходження активів можна класифікувати на балансові та позабалансові.

При балансовій сек'юритизації оригінатор емітує боргові цінні папери під заставу іпотечних активів, що знаходяться на його балансі. У світовій банківській практиці до фінансових інструментів, що випускаються в межах балансової сек'юритизації, відносять облігації з покриттям (Cover Bonds), німецькі іпотечні цінні папери (Pfandbriefe), тощо.

При позабалансовій (класичній) сек'юритизації оригінатор продає іпотечні активи спеціалізованій компанії (SPV), створеній для проведення сек'юритизації, що фінансує їх купівлю шляхом випуску та розміщення забезпечених іпотечними активами цінних паперів (наприклад, MBS).

У таблиці 1 наведено порівняльний аналіз іпотечних цінних паперів, що випускаються при балансовій та позабалансовій сек'юритизації.

Так, при балансовій сек'юритизації іпотечні активи, що виступають забезпеченням іпотечних облігацій, залишаються на балансі оригінатора. У разі дефолту у забезпеченні оригінатор зможе використати інші активи для виконання зобов'язань перед інвесторами. Але при цьому іпотечним облігаціям загрожує бізнес-ризик оригінатора, який до того ж приймає на себе кредитний ризик та ризик дострокового погашення. У такому випадку ризик інвестора буде достатньо невисоким.

При позабалансовій сек'юритизації ризики розподіляються дещо інакше. З одного боку, іпотечні облігації не підпадають під ризик оригінатора, оскільки емітуються спеціалізованою компанією (SPV). З іншого боку, оригінатор передає SPV разом з пулом іпотечних кредитів кредитний ризик, ризик дострокового погашення та ринковий ризик, які, в кінцевому підсумку, несе інвестор

в залежності від характеристик обраних інструментів для інвестування [3].

На думку Х. Бера, весь процес проведення класичної сек'юритизації іпотечних активів доцільно поділити на 5 етапів [1]:

1. Планування та підготовка сек'юритизаційної угоди.
2. Оцінка активів та формування пула.
3. Структурування та підготовка документів.
4. Рефінансування.
5. Поточний супровід та нагляд.

Так, на першому етапі створюється експертна група, визначаються цілі фінансування, підготовлюється фінансово-економічне обґрунтування доцільності фінансування іпотечних активів шляхом їх сек'юритизації та розробляються декілька проектів структурування. При підготовці фінансово-економічного обґрунтування сек'юритизації активів необхідно провести, по-перше, аналіз кредитної якості виділених для сек'юритизації іпотечних активів та, по-друге, аналіз якості управління даними активами. Перевірка стану активів передбачає аналіз активів з точки зору їх відповідності певним критеріям, вивчення історії поведінки даних активів в минулому, визначення частоти невиконання боржниками своїх зобов'язань, а також ймовірності дострокового погашення та затримки платежів. Аналіз цієї інформації має надзвичайно важливе значення у майбутньому для визначення розміру додаткового забезпечення, присвоєння рейтингу, загального структурування та транслювання потоків платежів.

У свою чергу, аналіз господарської діяльності банку-іпотечного кредитора (оригінатора) полягає у перевірці документів первинного бухгалтерського обліку, договорів та документації, що стосуються обраних активів, кредитної політики банку, організаційних та технологічних основ діяльності його кредитного відділу тощо. Детальний аналіз практики господарювання банку-претендента на сек'юритизацію дозволяє зробити заключний висновок у ціло-

му про якість його активів. Так, позитивно на загальну оцінку може вплинути той факт, що оригінатор переважним чином спеціалізується саме на видачі іпотечних позик (у тому числі з обмеженням по значенню LTV — співвідношення "розмір кредиту — вартість нерухомості"), а також використовує скорингові системи оцінки позичальників та багатоступінчастий аналіз їх кредитоспроможності.

Далі на підставі аналізу активів та господарської діяльності оригінатора відповідно до поставлених цілей розробляються декілька варіантів структурування. При цьому, як зазначає Х. Бер, окрім загальних юридичних аспектів проведення сек'юритизації іпотечних активів, досить детально повинні бути описані бухгалтерські та податкові наслідки операції [1, с. 162]. У кінцевому підсумку, враховуючи всебічний аналіз доцільності та спроможності проведення угоди по сек'юритизації активів, керівництво банку обирає найоптимальніший варіант фінансування та приймає остаточне рішення щодо реалізації даного проекту. Світова банківська практика свідчить, що в силу складності та об'ємності досліджень, які необхідно провести в рамках першого етапу сек'юритизації іпотечних активів, підготовка угоди може тривати від шести до дванадцяти місяців [1, с.115].

На другому етапі проведення сек'юритизації іпотечних активів здійснюється вибір активів, додаткових для сек'юритизації, та формується попередній пул активів. Зважаючи на те, що активи з даного пулу будуть генерувати в майбутньому необхідний для обслуговування іпотечних цінних паперів потік платежів, відбір активів та проектування пулу є чи не найважливішою фазою сек'юритизації іпотечних активів.

На думку спеціалістів в галузі сек'юритизації активів, забезпечити контроль за витратами та складністю втілення у життя запланованої угоди можливо, якщо застосувати відповідні критерії відбору активів до пулу. Це дасть можливість сформулювати найбільш просто та оптимально пул активів та створити певний захист від кредитних ризиків. До таких специфічних критеріїв відбору активів до пулу належать наступні: географічна диверсифікація, найбільший розмір боргу на одного позичальника, строк давності вимоги (не більше двох років), значення LTV, спосіб погашення кредиту (рівновеликими частинами — ануїтет), тип процентної ставки (фіксована чи плаваюча), повна амортизація кредитних зобов'язань до моменту погашення іпотечних цінних паперів тощо. Як правило, у світовій бан-

Таблиця 1. Порівняльний аналіз іпотечних цінних паперів

№ з/п	Критерій	Балансова сек'юритизація	Позабалансова сек'юритизація
1.	Джерело платежів інвесторам	Грошовий потік емітента	Грошовий потік від іпотечного покриття
2.	Кредитний ризик	Емітент	Інвестор
3.	Ризик дострокового погашення	Емітент	Інвестор
4.	Ринковий ризик	Інвестор	Інвестор
5.	Кредитна якість	Окрім якості активів залежить також і від фінансового стану оригінатора	Окрім якості активів залежить також і від структури угоди
6.	Процентні платежі	Як правило, щоріку	Як правило, щомісяця
7.	Погашення основного боргу	Одноразовим платежем в кінці терміну	Амортизація та дострокове погашення

Примітка. Складено автором на основі [1, 2, 3].

ківській практиці при відборі активів до пулу фінансові установи орієнтуються на встановлений рейтинговими агентствами стандартний (еталонний) пул (Benchmark Pool), який враховує особливості конкретної країни.

Наприклад, при сек'юритизації іпотек у Великобританії до такого пулу висуваються наступні вимоги: обмеження географічної концентрації (максимум 50% об'єму пулу приходиться на Лондон), мінімальна кількість та мінімальний розмір кредиту (мінімум 300 кредитних угод, сума кредиту 15—150 тис. фунтів стерлінгів), а також максимальне співвідношення розміру кредиту до вартості нерухомості ($LTV = 80\%$) [3, с. 106].

Слід зазначити, що особливо важливим при визначенні попереднього пулу активів є легкість обчислення та прогнозування потоків платежів, що породжуються активами, які входять до складу даного пулу. Досягти оптимальної відповідності між потоками, що "входять" і "виходять", за термінами й обсягами можливо, якщо активи генерують потік платежів із відомою регулярністю. Тому першим кроком щодо прогнозу майбутнього потоку платежів є вивчення історичної поведінки активів, які планується сек'юритизувати. А далі отримуються статистичні дані за допомогою моделювання різних сценаріїв. У зарубіжній банківській практиці для розрахунку майбутніх значень потоків платежів найчастіше використовуються імовірнісний аналіз, екстраполяція та метод Монте-Карло [1, с.185]. Для зручності результати доцільно представити у графічному вигляді або у формі апроксимації (наближеної числової рівності).

На третьому етапі сек'юритизації іпотечних активів відбувається структурування угоди (рівень субординації, частка старших траншів із заданим рейтингом), вибір SPV та інших контрагентів по угоді, підписання договорів (наприклад, щодо продажу активів, щодо надання додаткового забезпечення, щодо управління пулом і рахунками тощо).

На четвертому етапі сек'юритизації іпотечних активів безпосередньо відбувається рефінансування — кінцевий варіант структурування пропонується цільовій групі інвесторів або проводиться публічна підписка. При цьому вибір між приватним і публічним розміщенням іпотечних цінних паперів залежить, головним чином, від обсягу угоди, потреб оригінатора, а також від стану ринку та попиту з боку інвесторів.

Для успішного завершення сек'юритизації іпотечних активів особливо важливим є останній — п'ятий етап. Здійснюючи поточний супровід

та нагляд за процесом реалізації угоди, сторони виконують передбачені умовами договору обв'язки. Так, оригінатор, окрім традиційних завдань, пов'язаних із обслуговуванням кредитів (нагляд за станом кредитного портфелю, виставлення вимог по оплаті у разі затримки та у зв'язку з цим життя превентивних заходів), також здійснює наступні операції: транслює потоки платежів для обслуговування цінних паперів на рахунки SPV; управляє надлишковими коштами, що надійшли від боржників, та реінвестує їх; щотижнево та щомісячно звітує про стан активів.

Закон України "Про іпотечні облігації" дозволяє проведення на території України як балансової, так і позабалансової сек'юритизації шляхом випуску відповідно звичайних та структурованих іпотечних облігацій. Так, у ст.3 даного закону зазначається, що емітентом звичайних іпотечних облігацій є іпотечний кредитор, який несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями іпотечним покриттям та всім іншим своїм майном. У свою чергу, емітентом структурованих іпотечних облігацій є спеціалізована іпотечна установа, яка несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями лише іпотечним покриттям [9].

Незважаючи на те що Закон "Про іпотечні облігації" набув чинності ще у 2005 р., було створено законодавчу базу для укладання сек'юритизаційних угод, на сьогоднішній день в Україні практика сек'юритизації іпотечних активів не набула широкого розповсюдження. До сьогодні мали місце лише окремі випадки балансової сек'юритизації.

На нашу думку, проблема полягає в наступному: по-перше, складність оформлення сек'юритизаційної угоди, особливо позабалансової, з правової точки зору (необхідність укладання значної кількості договорів, зокрема щодо факту відчуження іпотечних активів; механізму взаємозаліків — порядку перезарядування платежів, що надходять від іпотечного покриття, на користь виплат за іпотечними облігаціями); по-друге, поки що висока вартість сек'юритизації для вітчизняних банківських установ (необхідність використання послуг експертів у галузі права, страхових організацій, рейтингових агентств тощо); по-третє, відсутність кваліфікованих кадрів, які мають досвід чи знання щодо укладання подібних угод; по-четверте, необхідність залучення іноземних консультантів; по-п'яте, відсутність інституційних інвесторів, зацікавлених у вкладенні капіталу в іпотечні цінні папери вітчизняних банків.

З огляду на важкість започаткування сек'юритизації активів "в до-

машніх умовах" не лише в Україні, а й в інших країнах із трансформаційною економікою, набуття досвіду щодо використання цієї складної техніки рефінансування розпочинається, як правило, із проведення транскордонної сек'юритизації (коли емітент і оригінатор знаходяться в різних країнах). Так, із дев'яти випусків іпотечних цінних паперів на базі пулів активів російських банків лише два було розміщено в Російській Федерації, а інші мали транскордонну сек'юритизацію [10].

У лютому 2007 р. ЗАТ "ПриватБанк" здійснив першу в історії української банківської справи транскордонну позабалансову сек'юритизацію іпотечних активів на загальну суму 180 млн дол. США. При цьому розмір старшого траншу іпотечних облігацій становив 134,1 млн дол. США, другого траншу — 36,9 млн дол. США. Унікальність цієї сек'юритизації полягає також в тому, що вперше боргові зобов'язання українського емітента отримали від міжнародних рейтингових компаній інвестиційні рейтинги (по старшому траншу "Ваа3" від агентства Moody's та по другому траншу "BBB-" від агентства Fitch). На нашу думку, успішність проведення даної угоди була забезпечена, у першу чергу, завдяки участі у якості фінансового консультанта міжнародної аудиторської компанії "Deloitte", а також експертів у галузі міжнародного права юридичних фірм "Baker & McKenzie" та "White & Case". Організатором сек'юритизаційної угоди ЗАТ "ПриватБанку" виступив швейцарський банк UBS AG [11].

У березні 2007р. розпочалося розміщення іпотечних облігацій, емітованих АБ "Укргазбанк". Це — перший ("пілотний") проект у вітчизняній практиці іпотечного кредитування щодо створення ефективного системи рефінансування іпотечних позик та залучення довгострокових джерел фінансових ресурсів на цілі іпотечного кредитування за допомогою балансової сек'юритизації. Основні параметри даного випуску такі: обсяг випуску — 50 млн грн.; номінальна вартість однієї облігації — 1000 грн.; тип облігації — звичайні іпотечні облігації; дата погашення — 25 лютого 2010 р.; кількість купонів — 12; купонний період — 91 день; відсоткова ставка для всіх купонних періодів — 10,5% річних [12].

У цілому надії щодо поширення практики сек'юритизації іпотечних активів в Україні покладаються на спеціально створену урядом у 2004 р. установу другого рівня (тобто вітчизняну SPV) — Державну іпотечну установу (далі ДІУ). Предметом діяльності ДІУ є рефінансування банків-іпотечних кредиторів за умови дотримання ними стандартів іпо-

течного кредитування та за рахунок коштів, отриманих від розміщення цінних паперів. Станом на 30 червня 2008 р. ДІУ уклала генеральну угоду про співпрацю із 74 банками, сукупний кредитний портфель ДІУ становив 1,419 млрд грн., а ставка рефінансування банків-партнерів — 13,5% річних [13].

У серпні 2008 р. ДКЦПФР зареєструвала перший випуск іпотечних облігацій ДІУ, загальною номінальною вартістю 200 млн грн. При цьому даний випуск включає сім серій звичайних іпотечних облігацій зі строком обігу 3 роки; номінальна вартість однієї облігації складає 100 тис. грн., купонний період — 91 день; на перші чотири купонних періоди встановлюється фіксована ставка дохідності у розмірі 11,5% річних; кількість іпотечних кредитів у пулі — 736 штук; коефіцієнт іпотечного покриття — 0,76; середньозважений строк іпотечних активів у складі іпотечного покриття — 256 місяців (або 21 рік); середньозважений розмір процентів за іпотечними активами у складі іпотечного покриття — 11,63% [13]. Функції управління іпотечним покриттям покладено на ВАТ "Державний ощадний банк України".

На нашу думку, розвиток сек'юритизації іпотечних активів за програмою ДІУ, що передбачає відбір до пулу активів лише кваліфікованих за чітко встановленими критеріями іпотечних позик, сприятиме появі на фінансовому ринку України надійних інструментів інвестування.

ВИСНОВКИ

Отже, сек'юритизація іпотечних активів являє собою складну фінансову технологію, що дозволяє моделювати випуски іпотечних цінних паперів із різними характеристиками і таким чином забезпечує банків-іпотечних кредиторів постійними джерелами довгострокових фінансових ресурсів. При цьому сек'юритизаційні угоди надають переваги як оригінаторам, так і інвесторам в залежності від розподілу ризиків і доходності, що визначається типом сек'юритизації (балансова чи позабалансова), структурою угоди (кількістю траншів і їх рейтингами) та параметрами фінансових інструментів, що емітуються.

Поширення практики сек'юритизації іпотечних активів надасть наступні переваги вітчизняним банкам-іпотечним кредиторам: по-перше, доступ до дешевших (у порівнянні із традиційними джерелами) довгострокових фінансових ресурсів; по-друге, зменшення розміру регулятивного капіталу та кре-

дитного ризику (у випадку позабалансової сек'юритизації); по-третє, диверсифікація джерел залучення коштів; по-четверте, вдосконалення якості управління активами та пасивами, а також ліквідністю та ризиками; по-п'яте, покращення у цілому власного фінансового стану та іміджу.

Однак для подальшого розвитку сек'юритизації іпотечних активів в Україні необхідно: прийняти закон про сек'юритизацію, який би регламентував порядок її проведення, а також права й обов'язки сторін-учасників угоди; визначити порядок оподаткування сек'юритизаційної угоди (зокрема, звільнити на початковому етапі впровадження в Україні практики сек'юритизації від оподаткування платежі, що надходять від покупців іпотечних цінних паперів, на користь оригінаторів, а також відрахування з регулярних платежів позичальників по іпотечному покриттю інвесторам, як резидентам, так і нерезидентам; розробити ДІУ за участю спеціалістів рейтингових агентств та страхових компаній модель еталонного пулу активів; провести роботу по ознайомленню персоналу банків та потенційних інвесторів (зокрема, приватних пенсійних фондів та страхових компаній) із сек'юритизацією іпотечних активів, пояснивши основні організаційні моменти, переваги та потенційні ризики, що можуть виникнути під час її проведення.

Література:

1. Сек'юритизація іпотеки: мировий опыт, структурирование и анализ / Э. Дэвидсон, Э. Сандерс и др.; пер с англ. яз. [О.В.Смородинов при участии В.Качуро]. — М.: Вершина, 2007. — 592 с.
2. Сек'юритизація активів: сек'юритизація фінансових активів — інноваційна техніка фінансування банків / Х.П. Бэр; Пер с нем. Ю.М. Алексеев, О.М. Иванов. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — 624 с.
3. Fabozzi F. J. Mortgage-backed securities: products, structuring, and analytical techniques. — Hoboken, NJ: Wiley, 2007. — 318 S.
4. Євтух О.Т. Іпотечний механізм інвестування. — Луцьк: Волинська обласна друкарня, 2001. — 258 с.
5. Кравченко В. І., Паливода К. В. Фінансування будівництва житла: Новітні тенденції / Міжнародний ін-т фінансів. — К.: Видавничий дім "Києво-Могилянська академія", 2006. — 173 с. — Ч 1.
6. Савич В. І. Іпотечне кредитування в Україні: суперечності та тен-

денції розвитку / Інститут менеджменту та економіки "Галицька академія". — Івано-Франківськ: ІМЕ "Галицька академія", 2006. — 552 с.

7. Рогожина Н.Н., Пастухова Н.С., Туманов А.А. Основы ипотечного кредитования. — М.: Инфра-М, 2007. — 575 с.

8. Разумова И. А. Ипотечное кредитование: Учебное пособие. — СПб.: Питер, 2005. — 208 с.

9. Про іпотечні облігації: Законі України від 22.12.2005 р. № 3273-IV // Відомості ВРУ. — 2006. — № 16. — С. 134.

10. Чепенко Е. Перспективы российского рынка ипотечного кредитования в 2008 г. — Режим доступу: http://www.rcb.ru/rcb/2008-03/8459/?phrase_id=19233

11. ПриватБанк завершил первую в Украине сделку сек'юритизации ипотечных активов (13 марта 2007 г.). — Режим доступу: http://www.privatbank.ua:8085/info/pressrelise/readreleas_new.stm?fileName=dpr_DNH0_320r.html

12. Каменецкий Ю. Ипотечные облигации в Украине: начало положено. — Режим доступу: www.atci.com.ua/Docs/CbondS%20Review_Mortgage-Backed%20Securities_Ukrgazbank_rus_2007.pdf

13. Проспект емісії звичайних іпотечних облігацій серій "А"- "G" Державної іпотечної установи? Режим доступу: http://www.ipoteka.gov.ua/images/stories/prospekt_zvychaynyh.pdf

НАУКОВО-ПРАКТИЧНИЙ ЖУРНАЛ

ІНВЕСТИЦІЇ

ПРАКТИКА ТА ДОСВІД



ЖУРНАЛ ВИХОДИТЬ 24 РАЗИ НА РІК

Через редакцію передплата проводиться з будь-якого місяця!

Передплатний індекс: 23892

Свідоцтво КВ № 12178-1062 ПР від 11. 01. 2007 року

Журнал включено до переліку наукових фахових видань України, в яких можуть публікуватися результати дисертаційних робіт на здобуття наукових ступенів доктора і кандидата наук з

ЕКОНОМІКИ

ЗАСНОВНИКИ:

- Рада по вивченню продуктивних сил України Національної академії наук України.
- ТОВ "ДКС Центр"

бул. Гливарська, 5, оф. 408
(044) 537 14 33, 223 26 28
e-mail: dks@kiev.rel.com