

КОММЕНТАРИИ И КОНСУЛЬТАЦИИ

# Секьюритизация как способ долгового финансирования

## Тестирование законодательства о рынке ценных бумаг

Секьюритизация на долговом рынке представляет собой способ привлечения финансирования, связанный с выпуском облигаций, обеспеченных залогом активов, которые приносят регулярный доход. Примерами таких активов могут быть права требования по кредитным договорам, договорам лизинга, факторинговые платежи, поступления от аренды недвижимости и т.д.

???

# Секьюритизация как способ долгового финансирования

## Успешное тестирование новелл законодательства о рынке ценных бумаг



Олег Ушаков, адвокат, старший юрист Адвокатского бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»

■ Окончание.  
Начало на стр. 9

Основной идеей секьюритизации является отделение (обособление) секьюритизируемых активов от имущества originатора. Речь в данном случае идет как о продаже указанных активов в пользу компании специального назначения (КСН), так и об иных обстоятельствах, не позволяющих вернуть актив обратно originатору.

Продажа активов в пользу КСН нивелирует риск обращения на них взыскания по долгам originатора (в том числе при банкротстве).

Роль КСН является технической. КСН выпускает облигации, обеспеченные залогом приобретенных активов, а средства от размещения облигаций поступают в пользу originатора, как правило, в форме оплаты покупной цены за продажу (уступку) в пользу КСН секьюритизируемого пула. При этом в процессе присвоения облигациям рейтинга рейтинговое агентство оценивает именно качество переданного КСН пула, а не надежность самого эмитента, что обусловлено его определенными характеристиками (ограниченная правоспособность, лимитированный характер расходов, отсутствие штата сотрудников и т.д.).

Одним из основных преимуществ данной юридической конструкции является возможность выпуска облигаций, рейтинг которых может превышать рейтинг самого инициатора сделки (и даже, как будет показано далее, превышать суверенный рейтинг РФ).

Кроме того, вместо «длинных» денег, получаемых от актива, originатор получает быстрое финансирование от размещения облигаций.

В рамках сделки секьюритизации обычно выпускается несколько классов облигаций, права владельцев по которым субординированы между собой. Чем выше класс облигаций, тем ниже риск по ним, но и ниже доходность. Облигации младшего класса, как правило, выкупаются originатором – тем самым он участвует в распределении рисков по сделке.

В российской практике структура секьюритизационных сделок, как правило, предусматривает выпуск двух или трех классов облигаций. Облигации старших классов обладают высокой надежностью – не случайно они, как правило, включаются в Ломбардный список ЦБ РФ, а

также являются объектом инвестирования со стороны НПФ.

### «Ипотечная» секьюритизация

Основы для секьюритизации в рамках российского правового поля были заложены в 2003 г. принятием Федерального закона от 11.11.03 г. № 152-ФЗ (ред. от 30.12.15 г.) «Об ипотечных ценных бумагах». Данный закон позволил секьюритизировать обеспеченные ипотекой права требования.

Структура российских сделок по секьюритизации ипотечных активов пред-



Надежда Моргунова, юрист Адвокатского бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»

ритизировать так называемые неипотечные активы, в связи с чем originаторам приходилось прибегать к до-

рогостоящим схемам, в соответствии с которыми КСН создавалось за рубежом, а сделка структурировалась по иностранному праву.

Между тем, 1 июля 2014 г. вступили в силу изменения в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», которые нивелировали указанную проблему.

К настоящему времени Банком России приняты все необходимые подзаконные

имеет право продавать кредиты на КСН (которая в данном случае именуется как специализированное финансовое общество (СФО)), а также выкупать их.

2) *Денежные средства от заемщиков поступают на залоговые счета, права требования по которым находятся в залоге у владельцев облигаций.*

3) *В целях ограничения риска банкротства СФО в документации по сделке содержится ограничение контрагентов в праве на подачу заявлений о признании СФО банкротом.*

### Российское законодательство с вступлением с 1 июля 2014 г. в силу изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» позволяет секьюритизировать так называемые неипотечные активы

усматривает следующие специфические элементы:

- выпускаемые облигации, как правило, являются амортизируемыми. Структура сделки предполагает, что выплаты основного долга по кредитам синхронизированы с погашением облигаций.
- в залог по облигациям передается так называемое «ипотечное покрытие» – особый имущественный комплекс, в состав которого обычно входят обеспеченные ипотекой требования, денежные средства, а в некоторых случаях – также недвижимое имущество.

Уступка (замена) входящих в состав ипотечного покрытия требований возможна только в установленных законом случаях – в основном, если соответствующее требование становится дефолтным. Таким образом, заложенный в обеспечение облигаций портфель является «статическим», т.е. не подлежащим существенному изменению.

- контроль за состоянием ипотечного покрытия осуществляет специализированный депозитарий.

### Секьюритизация в рамках нового законодательства

До последнего времени российское законодательство не позволяло секью-

ритизировать практически любой актив, генерирующий денежный поток, в рамках российского правового поля.

Первый опыт выпуска облигаций в рамках нового закона состоялся в 2015 г. В июне Обществом с ограниченной ответственностью «Специализированное финансовое общество Европа 14-1А» были размещены облигации двух классов, обеспеченные пулом прав требования по автокредитам, выданным АО «Кредит Европа Банк» (originатор сделки).

Структура сделки представляет большой интерес.

1) *Облигации начинают амортизироваться по истечении двух лет после их размещения, а также при наступлении определенных негативных обстоятельств (так называемых триггеров).*

В течение первых двух лет «жизни» сделки облигации не подлежат частичному погашению, а поступления по основному долгу по автокредитам в этот период могут быть использованы на приобретение новых автокредитов.

Таким образом, учитывая, что срок автокредитов является коротким, секьюритизируемый пул в данном случае является «динамическим»: originатор в установленных документацией случаях

Облигациям старшего класса был присвоен рейтинг сразу двух международных рейтинговых агентств – ВВВ- по шкале S&P и Вааz по шкале Moody's, который превысил на одну ступень суверенный рейтинг России и на четыре ступени – рейтинг банка-originатора (по шкале Moody's).

Необходимо отметить, что ранее в силу Положения о порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска (утв. Банком России 28.09.12 г. № 387-П) облигациями российских эмитентов с рейтингами двух международных рейтинговых агентств учитывались на балансе кредитных организаций как ценные бумаги с низким рейтингом (для целей расчета рыночного риска, учитываемого при расчете норматива Н1). В связи с этим такие облигации было выгодно удерживать на балансе кредитной организации. Учитывая состояние российского рынка, это обстоятельство во многом объясняет не очень значительные торги по облигациям ООО «СФО Европа 14-1А» - бумаги в основном приобретались как долгосрочные вложения.

В связи со вступлением в силу Положения ЦБ РФ № 511-П (утв. Банком России 3.12.15 г.) с 1 января 2016 года указанные облигации для целей расчета рыночного риска «перешли» в категорию ценных бумаг со средним риском. На наш взгляд, это нелогично: почему бумага, которая имеет международный рейтинг выше суверенного (а в рассматриваемом случае – даже 2 таких рейтинга) для целей расчета норматива Н1 оценивается не как «низкорисковая», а со средним риском?

Надеемся, что данный недостаток регулирования в последующем будет исправлен ЦБ РФ. ☐