

© 2019 **Седых Максим Андреевич**
Sedykh Maxim Andreevich

начальник сектора № 3 защиты интересов банка
в сфере розничного бизнеса юридического
управления Северо-Западного банка
ПАО Сбербанк

Head of Sector No. 3 of the Banking Advocacy
Department in Retail Business, North-West Bank
of PJSC Sberbank

E-mail: Sedykh.Ma.An@sberbank.ru



УДК 338

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В РОССИИ: РАЗВИТИЕ, ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ

SECURITIZATION IN RUSSIA: DEVELOPMENT, PROBLEMS AND PROSPECTS

Ключевые слова: секьюритизация, синтетическая секьюритизация, классическая, SPV, оригинатор, ипотека, банк, структурные облигации.

Keywords: securitization, synthetic securitization, classic, SPV, originator, mortgage, bank, structural bonds.

В статье автор в простой и доступной форме раскрывает термин и экономическую природу секьюритизации. Описывается история появления как самого термина, так и путь развития секьюритизации как экономического инструмента. Секьюритизация - это техника привлечения финансирования для определенных активов благодаря эмиссии ценных бумаг. Автором выделены основные типы секьюритизации, описаны особенности каждого из них. В зависимости от того, кто является эмитентом ценных бумаг, секьюритизацию условно подразделяют на классическую и синтетическую. Для классической (традиционной) секьюритизации банковских активов характерна передача активов компании Special Purpose Vehicle (SPV). Суть деятельности данной компании состоит в том, что она приобретает определенные финансовые активы, обладающие постоянными поступлениями по ним, и на их основе осуществляет эмиссию долговых обязательств. Синтетическая секьюритизация отличается отсутствием продажи и фактической передачи активов. Эмиссия долговых обязательств осуществляется самим банком. Также были рассмотрены все роли участников данного процесса в пошаговом алгоритме работы при секьюритизации. В качестве примера автор рассматривает модель работы одного из ведущих банков России. Основной блок работы был посвящен изучению текущего этапа развития инструмента секьюритизации в России. Также автором поднимается одна из неразрешенных на сегодняшний день проблем - при передаче прав на документарную закладную лицу, передающее право, делает

на такой закладной отметку о ее новом владельце, однако фактически сделать это невозможно ввиду значительного количества одновременно передаваемых закладных. Разрешить указанную проблему автор предлагает путем изменения инструмента синтетической секьюритизации. Перспективам ее развития с учетом изменений законодательства посвящена заключительная часть статьи. В качестве примера приведены структурные облигации.

In this article the author discloses the term and economic nature of securitization in a simple and accessible form. The history of the emergence of both the term itself and the path of securitization as an economic instrument is described. Securitization is the technique of attracting financing for certain assets through the issue of securities. The authors of the article highlighted the main types of securitization and described the peculiarities of each of them. Depending on who is the issuer of securities, securitization is conditionally divided into classical and synthetic. The classic (traditional) securitization of bank assets is characterized by the transfer of assets to Special Purpose Vehicle (SPV). Synthetic securitization is characterized by a lack of sale and actual transfer of assets. Debt is issued by the bank itself. All roles of participants of this process are described. As an example, the author considers the model of work of one of the leading banks in Russia. The main block of work was devoted to the study of the current stage of development of the securitization tool in Russia. The author also shows one of the unresolved problems - when transferring rights to a documentary mortgage, the transferring person makes a mark on such a mortgage about its new owner, but in fact it is impossible to do so due to the large number of simultaneously transferred mortgages. The author proposes to solve this problem by using the synthetic securitization tool. The final part of the article is devoted to development of synthetic securitization through the changes in in legislation. Structural bonds are given as an example.

В последнее время все более широкое распространение получает "секьюритизация". Мы сталкиваемся с этим термином и в экономическом и правовом поле. Однако понимание природы этого термина, как правило, есть у узкого круга профессионалов. Отчасти связано это и с тем, что методика секьюритизации для отечественного рынка относительно нова.

Секьюритизация - привлечения финансирования путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами, генерирующими стабильные денежные потоки (например, портфель ипотечных кредитов). Слово происходит от английского securities - "ценные бумаги".

Термин "секьюритизация" был впервые использован Wall Street Journal в 1977 г. Его предложил глава ипотечного департамента Salomon Brothers Льюис Раниери для описания первого выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам. Сделка предполагала прямое распределение (pass-through) всего денежного потока от пула кредитов между владельцами бумаг, обеспеченных таким пулом. Андеррайтером выступал Salomon Brothers, а оригинатором ипотечных кредитов - Банк Америки. Раниери возглавлял первый на WallStreet департамент ипотечных финансов, а саму структуру придумал его подчиненный Роберт Далл. [2, с. 18].

Затем механизм секьюритизации получил распространение в Канаде, Великобритании и Японии, в 1990-х - в странах Западной Европы. В странах Восточной и Центральной Европы этот механизм появился только в XXI веке.

В России секьюритизацию проводили такие организации, как "Газпром", МДМ Банк, Собинбанк, Международный Московский Банк, Альфа-Банк, Банк Москвы, "Русский Стандарт", "ДельтаКредит", "Юниаструм", Сбербанк.

Методика секьюритизации состоит в следующем. Предположим, компания или банк имеет портфель займов, выданных по ипотеке. Для того чтобы высвободить свои средства, кредитор может выпустить собственные долговые ценные бумаги, обеспеченные этими активами, т.е. правами требования долга. Альтернативный вариант - создание специализированной компании (SPV), которой продаются активы. А финансируется это предприятие за счет выпуска собственных ценных бумаг. Таким образом, материнская компания снижает свои риски и получает дополнительные финансовые возможности.

В зависимости от того, кто является эмитентом ценных бумаг, секьюритизацию условно подразделяют на классическую и синтетическую.

Для классической (традиционной) секьюритизации банковских активов характерна передача активов компании Special Purpose Vehicle (SPV). Суть деятельности данной компании состоит в том, что она приобретает определенные финансовые активы, обладающие постоянными поступлениями по ним, и на их основе осуществляет эмиссию долговых обязательств.

Заемщики заключают с Банком (Оригинатором) кредитные договоры, обеспеченные ипотекой, права требования по которым удостоверяются закладными. Банк передает закладные SPV. SPV выпускает облигации, приобретаемые Инвесторами. Доход от размещения облигаций направляется Оригинатору. Оригинатор фактически получает свободный оборотный капитал. При этом Заемщики продолжают вносить денежные средства Оригинатору в счет погашения задолженности по кредитным договорам. Данные денежные средства Оригинатор передает в SPV, а SPV, в свою очередь, использует данные денежные средства для выплат по облигациям в пользу Инвесторов.

Синтетическая секьюритизация отличается отсутствием продажи и фактической передачи активов. Эмиссия долговых обязательств осуществляется самим банком.

Заемщики заключают с Банком (Оригинатором) кредитные договоры, обеспеченные ипотекой, права требования по которым удостоверяются закладными.

Далее непосредственно Оригинатор, искусственно обособив пул закладных, выпускает облигации, приобретаемые Инвесторами. Доход от размещения облигаций аккумулируются Оригинатором. При этом Заемщики продолжают вносить денежные средства Оригинатору в счет погашения задолженности по кредитным договорам. Данные денежные средства Оригинатор использует для выплат по облигациям в пользу Инвесторов.

Синтетическая система секьюритизации имеет определенные преимущества, но именно она и стала причиной кризиса 2008 года. Если при классической секьюритизации SPV находилась под жестким контролем и ее банкротство фактически исключалось, а сама организация была заинтересована в покупке качественного пула активов, то в синтетической форме все перешло в разряд эмиссии суррогатных ценных бумаг.

Интересен в этом отношении опыт одного из ведущих банков России. В цепочке сделок по секьюритизации участвует сам Банк, SPV, а также организация, специализирующаяся на обслуживании дефолтных закладных (Default Service Organization - DSO).

Заемщики заключают с Банком (Оригинатором) кредитные договоры, обеспеченные ипотекой, права требования по которым удостоверяются закладными. Банк передает закладные SPV. SPV выпускает облигации, приобретаемые Инвесторами. Доход от размещения облигаций направляется Оригинатору. Оригинатор фактически получает свободный оборотный капитал. При этом Заемщики продолжают вносить денежные средства Оригинатору в счет погашения задолженности по кредитным договорам. Данные денежные средства Оригинатор передает в SPV, а SPV, в свою очередь, использует данные денежные средства для выплат по облигациям в пользу Инвесторов.

Однако закладные, по которым допущен дефолт, перестают быть пригодными для целей эмиссии и должны быть изъяты из SPV. Для этих целей используется DSO. DSO приобретает у SPV дефолтные закладные, однако сталкивается с необходимостью проводить с ними дальнейшую работу - взыскание просроченной задолженности. И взыскание задолженности в интересах DSO по изначально "своим" закладным осуществляет Оригинатор.

История сделок секьюритизации банковских активов в России.

Секьюритизация активов - сравнительно недавнее новшество в деятельности отечественных коммерческих банков.

В России первые сделки реализованы в 2005 году, когда были секьюритизированы портфели потребительских кредитов и автокредитов банками "Союз", Русский стандарт, Хоум Кредит. Это были трансграничные сделки с продажей портфеля иностранной SPV и привлечением финансирования путем выпуска иностранных облигаций.

В конце 2006 - 2007 годах Газпромбанком и АИЖК были реализованы первые ипотечные секьюритизации в рамках закона "Об ипотечных ценных бумагах" от 14 октября 2003 года. Данный закон позволил секьюритизировать ипотечные кредиты путем выпуска облигаций с ипотечным покрытием с баланса банка или через SPV (ипотечного агента).

В 2005 - 2008 годах в России наблюдается бурная активность на рынке секьюритизации. Были реализованы более 30 трансграничных сделок и секьюритизированы различные классы активов: ипотека, автокредиты, потребительские кредиты, кредитные карты, лизинговые платежи, факторинговые платежи и др.

Финансовый кризис 2008 года привел к фактическому закрытию внешнего рынка для российских оригинаторов, после чего первые трансграничные сделки были реализованы лишь в 2012 году. И с тех пор наблюдается неизменный рост. [3, с. 3]

В 2018 году рынок ипотечной секьюритизации продолжил свой рост и показал неплохой, хотя и далеко не рекордный результат. За год было закрыто семь сделок. Общий объем сделок - 146,4 млрд. руб. Интересно, что Сбербанк, который в прошлом году осуществил свой второй крупный выпуск "фабричных" ИЦБ, как и в прошлый раз, полностью выкупил его на свой баланс.

Перспективы развития секьюритизации в России.

На сегодняшний день в схеме секьюритизации при работе в наиболее востребованном сегменте - ипотека - имеется не разрешенная проблема.

В соответствии с положениями ч. 1 ст. 48 ФЗ "Об ипотеке" при передаче прав на документарную закладную лицу, передающее право, делает на такой закладной отметку о ее новом владельце, если иное не установлено настоящим Федеральным законом.

В случае обездвижения документарной закладной или выдачи электронной закладной переход прав осуществляется путем внесения соответствующей записи по счету депо. Права на обездвиженную документарную закладную или электронную закладную переходят к приобретателю с момента внесения приходной записи по счету депо приобретателя, которая является достаточным доказательством наличия у приобретателя прав на соответствующую закладную. При этом отметка на документарной закладной о ее новом владельце не делается.

В случае обездвижения документарной закладной или выдачи электронной закладной владелец обездвиженной документарной закладной или электронной закладной считается законным, если его права на закладную удостоверены записью по счету депо.

Однако, надо понимать, что при передаче в рамках процесса секьюритизации в SPV значительного объема закладных внесение соответствующих записей весьма проблематично и необоснованно удорожает процедуру. Выходом могла бы стать синтетическая секьюритизация.

Новеллы правового регулирования.

И если классическая секьюритизация уже успела зарекомендовать себя в качестве эффективного инструмента, то синтетическая секьюритизация в России находится на начальном этапе своего развития.

Прошедший 2018 год ознаменовался принятием значимых законов, вносящих изменения в законодательство о рынке ценных бумаг, а именно Закона о структурных облигациях, Закона об упрощении эмиссии, Закона о синдицированном кредите. Толчком к этим изменениям отчасти послужили экономические санкции и необходимость "импортозамещения" структурных финансовых инструментов и механизмов проектного финансирования для реализации долгосрочных проектов в реальном секторе экономики.

Структурные облигации как инструмент синтетической секьюритизации.

Законом о структурных облигациях на рынок внедряется гибридный финансовый инструмент - структурная облигация, объединяющая в себе признаки долгового инструмента с фиксированной доходностью и производного финансового инструмента.

Фондированная синтетическая секьюритизация осуществляется главным образом путем выпуска кредитных нот. Оригинатор, выпустив такие ноты, привлекает денежные средства (фондирование). Он должен вернуть эти денежные средства с процентами, если только не наступит дефолт по правам требования, названным в условиях выпуска структурных облигаций. Таким образом, покупатели структурных облигаций принимают на себя риск дефолта и выступают фактически продавцами кредит-

ной защиты. Подобная конструкция, с одной стороны, позволяет распределить кредитный риск между значительным числом владельцев облигаций, с другой - предлагает конечным инвесторам новый инвестиционный продукт с повышенной доходностью. Таким образом, внедрение на российский рынок структурных облигаций теоретически дает возможность в рамках российской юрисдикции совершать сложные сделки синтетической секьюритизации.

Однако экономическая целесообразность синтетической секьюритизации объясняется главным образом возможностью "разгрузки" капитала банка за счет передачи кредитного риска приобретателям облигаций. Согласно правилам Базеля III, кредитная организация может использовать сделки синтетической секьюритизации для снижения требований к капиталу. [4, с. 120].

В то же время нормативные акты Банка России пока не позволяют использовать синтетическую секьюритизацию для снижения нагрузки на капитал. За этим - будущее.

Очевидно, что динамично развивающаяся сфера, развитие которой отчасти опережает развитие регулирующей ее нормативной базы, поставит еще немало вопросов, как перед правоприменителями, так и перед законодателями. Секьюритизация банковских активов - это объективный процесс инновационного развития банковского сектора и финансового рынка, который с решением существующих проблем будет все более востребован в России.

* * * *

1. Энциклопедия Российской секьюритизации 2016. URL: <http://www.ludiiipoteki.ru/shop/researches/entry/176/>.

2. Казаков А. Секьюритизация активов - эволюция института // РЦБ. 2014. № 19.

3. Мазур О. Новые тенденции в структурировании сделок секьюритизации: анализ успешных юридических моделей и ожидаемые изменения в правовом регулировании. 2014.

4. Махалин И., Мазаева А. "Секьюритизация в законе": что изменилось в 2018 году? Куда двигаться дальше? URL: <http://review.cbonds.info/download/779/1>.

5. <https://www.banki.ru/wikibank/sekyurizatsiya/>.