



СЕКЬЮ  
РИТИЗ  
АЦИЯ

**Юлия Абушеева**

руководитель управления обслуживания ипотечного покрытия и инвестиционных фондов АО «ВТБ Специализированный депозитарий»

**Светлана Вареник**

начальник отдела учета и контроля ипотечного покрытия управления обслуживания ипотечного покрытия и инвестиционных фондов АО «ВТБ Специализированный депозитарий»

**Анна Горелова**

старший юрист юридической фирмы «ЛЕКАП»

**Анастасия Кутына**

руководитель направления маркетинга и продаж АО «ВТБ Специализированный депозитарий»

# Всё о секьюритизации

## ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СДЕЛОК НЕИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ МОЖЕТ СТАТЬ ОДНИМ ИЗ ГЛАВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ДЛЯ БАНКОВСКИХ ОРГАНИЗАЦИЙ ПО РАЗГРУЗКЕ КАПИТАЛА

Потенциал неипотечной секьюритизации крайне высок. За последние пять лет на рынке сформировался класс клиентов, готовых инвестировать в такие продукты. А несколько сделок секьюритизации NPL привлекли значительный спрос среди квалифицированных инвесторов-физических лиц.

В декабре 2021 года саморегулируемая организация «Национальная финансовая ассоциация» и Ассоциация банков России подготовили развёрнутый совместный доклад «Перезагрузка рынка неипотечной секьюритизации», который вызвал большой интерес среди всех участников рынка. Вдохновившись докладом, а также с учетом сложившейся экономической ситуации на рынке капиталов, мы хотели бы поделиться своим взглядом на проблемы, с которыми сталкивалась неипотечная секьюритизация, предложить рынку определенные решения в текущих условиях, а также осветить потенциаль-

ную роль специализированных депозитариев в таких сделках.

Потенциал неипотечной секьюритизации крайне высок. За последние пять лет на рынке сформировался класс клиентов, готовых инвестировать в такие продукты, а несколько сделок секьюритизации NPL привлекли значительный спрос среди квалифицированных инвесторов-физических лиц. Помимо прочего в ближайшем будущем использование неипотечных секьюритизаций (включая NPL) может стать одним из главных инструментов для банковских организаций по разгрузке капитала.

## Причины непопулярности неипотечной секьюритизации

Однако в настоящий момент сделки неипотечной секьюритизации носят единичный характер. Поэтому вначале рассмотрим причины непопулярности неипотечных секьюритизаций. А затем — способы повышения привлекательности таких сделок среди организаторов.

Итак, причины непопулярности неипотечной секьюритизации таковы: дороговизна и недостаточный объем активов originатора; слабая стандартизация программ кредитования; непрозрачность состава портфеля; препятствующие налоговые аспекты; слабая конкурентная инфраструктура; нехватка контроля со стороны ревьюера; недостаточное количество инвесторов на рынке; залоговые особенности.

Разберем каждую причину более подробно.

### Дороговизна и недостаточный объем активов originатора

На сегодняшний день стоимость организации сделки неипотечной секьюритизации довольно высока. Это объясняется тем, что каждая такая секьюритизация носит нетиповой характер, а, следовательно, требует большего объема ресурсов со стороны вовлеченных в сделку участников. Таким образом, возрастает стоимость обслуживания у управляющих организаций специализированного финансового общества, присвоения рейтинга рейтинговым агентством, услуг юридического консультанта, внешнего сервисного агента (при необходимости) и иных лиц. В среднем сделка становится рентабельной при общем объеме выпуска от 1 (одного) миллиарда рублей. При этом интерес к новым неипотечным структурам зачастую имеет

меньшие объемы из-за недостаточного объема активов определенного типа для объединения в целях секьюритизации, что приводит к отказу в целом от подобных сделок.

Полагаем, что данную проблему можно было бы разрешить путем типизации (разработки единой формы документации) для определенных классов сделок: например, сделки по секьюритизации потребительских кредитов, автокредитов либо просроченной задолженности (запрос на секьюритизацию которой в обозримом будущем оценивается как высокий).

### Слабая стандартизация программ кредитования

Во многих банках отсутствуют стандартные программы кредитования по многим категориям кредитов, от потребительских кредитов до МСП. Кредиты часто выдаются по индивидуальным условиям, в связи с чем возникают трудности при формировании однородного пула активов, достаточного для выпуска облигаций в желаемом объеме, либо для получения необходимого рейтинга по облигациям.

У рейтинговых агентств возникают трудности при оценке пулов разнородных активов (прав требований по задолженностям), поскольку в таком случае необходимо анализировать достаточно большое количество рисков. Кроме того, однородность позволила бы снизить долю младшего транша по сделке, что увеличило бы доходность подобных инструментов.

Помимо прочего, проблемы однородности портфеля в настоящий момент можно также связывать с государственными кредитными каникулами (при «коронакризисе» / при санкциях), так как введение таких каникул не считается событием неисполнения обязательств заемщиками, но при этом такие активы уже нельзя

учитывать в объеме обеспечения, как прежде. Полагаем, что в документации по секьюритизации обязательно должны быть оговорки на предмет замены таких обязательств заемщиков в общем пуле активов.

### Непрозрачность состава портфеля

Отчеты по неипотечным секьюритизациям не содержат необходимой для инвесторов информации для анализа портфеля, что может вносить свою лепту в текущей ситуации на рынке, когда инвесторы будут опасаться приобретать активы без детального анализа обеспечения по облигациям. Потенциальные владельцы облигаций предпочитают получать детальную информацию о диверсификации портфеля по отраслям экономики, регионам размещения, типам залогового обеспечения по кредиту, платежной дисциплине заемщиков и так далее. Обезличенные данные с такой статистикой по портфелю позволили бы инвесторам проводить структурный анализ и принимать взвешенные решения при покупке таких ценных бумаг, особенно если вопрос касается просроченных долгов.

В этом смысле ипотечная секьюритизация качественно отличается от любой неипотечной, так как ипотечный агент обязуется публиковать реестр ипотечного покрытия. Полагаем, что при структурировании сделок в будущем следует учитывать этот аспект, в том числе с технической точки зрения, так как для организатора может оказаться проблематичным осуществлять выгрузку такой информации.

### Препятствующие налоговые аспекты

Некоторые виды активов, которые могли бы активно секьюритизироваться на нашем рынке, экономически нецелесообразно передавать на баланс

специализированного общества в связи с увеличенной налоговой нагрузкой. Так, например, можно сказать о лизинговых платежах. При перечислении лизинговых платежей лизингополучатель обязан уплачивать НДС. В связи с этим, для целей подобной сделки необходимо будет учитывать аспекты перечисления налоговых платежей, связанных с лизингом, в том числе начисления НДС при уплате аванса и при уплате выкупных лизинговых платежей.

Для целей эмиссионной документации необходимо будет определять порядок уплаты НДС. Помимо прочего, вопрос уплаты НДС тесно связан с тем, на кого будут оформлены транспортные средства: на originатора либо на специализированное общество. Данный вопрос является следствием проблемы с НДС. С одной стороны, передача прав требования по лизинговым договорам в пользу СФО, без перевода собственности на транспортные средства, упростит процесс перехода прав требования на СФО, так как не будет необходимости перерегистрировать все транспортные средства на СФО. С другой стороны, в случае банкротства originатора все транспортные средства могут попасть в общую залоговую массу originатора, что и является проблемой при рейтинговании подобных сделок.

Полагаем, что на вопрос секьюритизации лизинговых платежей необходимо будет посмотреть в свете меняющихся реалий в экономике вообще и сфере лизинга, в частности. Не исключаем, что предоставление лизинговым компаниям возможности осуществлять секьюритизации с учетом снятого вопроса по НДС может оказать немалую помощь всей сфере.

**Слабая конкурентная инфраструктура**  
Количество профессиональных участников рынка, готовых проводить сделки

неипотечной секьюритизации на высоком уровне, сильно ограничено. Быстрее развивать инструменты неипотечной секьюритизации позволит, во-первых, появление новых квалифицированных институциональных участников; во-вторых, разработка новых программ поддержки со стороны государства (включая поручительство по примеру ДОМ.РФ).

#### **Нехватка контроля со стороны ревизора**

В сделках ипотечной секьюритизации большую и важную роль играет специализированный депозитарий. Наличие спецдепозитария обусловлено сформированной нормативной базой по ипотечным секьюритизациям, а для неипотечных секьюритизаций такая база попросту отсутствует.

Полагаем, что для сделок неипотечной секьюритизации в целях снижения инвестиционных рисков необходимо было бы предусмотреть аналогичный по смыслу институт. Поскольку уже существующие специализированные депозитарии обладают большим опытом участия в ипотечных сделках, контрольно-ревизионные функции можно было бы передать им. Специализированный депозитарий мог бы совмещать их с функциями по хранению документации, контролем обеспечения по облигациям, предоставлением консультационных услуг инвесторам.

#### **Недостаточное количество инвесторов на рынке**

За последние пять лет сформировался класс лиц, в целом готовых инвестировать в такие продукты. Но, несмотря на это, количество инвесторов под специфические неипотечные сделки всё ещё не является достаточным. Прежде чем начать подготовку к сделке, организатору предварительно необходимо провести маркетинговое исследование,

чтобы понять, будет ли спрос на данную бумагу. Чем более непривычен тип актива, тем с большим количеством трудностей на стадии рейтингования, регистрации эмиссионной документации и размещения может столкнуться организатор.

Полагаем (и уже предлагали выше), что спрос можно было бы увеличить путем типизации определенных классов сделок. Помимо прочего, может помочь предоставление более привлекательных процентных ставок, отталкивающихся от ключевой ставки Банка России, либо широкая популяризация подобных инструментов путем объяснения инвесторам основных целей и задач секьюритизаций (повышение ликвидности банков, поддержка определенных отраслей бизнеса и так далее).

#### **Залоговые особенности**

Как правило, залогом по неипотечным секьюритизациям выступает залоговый счет и однородные права требования к должникам по пулу активов.

Все денежные средства от должников поступают на залоговый счет, после чего распределяются по каскаду платежей. Такой каскад и его объемы прописываются в эмиссионной документации. Тем не менее, расходование средств с залогового счета для инвесторов может выглядеть недостаточно прозрачным, так как эмитенты не публикуют соответствующие данные. Полагаем, что дополнительный контроль расходования средств мог бы помочь усилить привлекательность подобных инструментов. Такой контроль может осуществлять представитель владельцев облигаций.

В отличие от ипотечных конструкций, в сделках неипотечной секьюритизации отсутствуют обязательные требования по соотношению размера обеспечения с объемом задолженности по облига-

циям, что увеличивает риск дефолта эмитента в глазах инвестора, несмотря на то, что практика таких дефолтов отсутствует.

### **Факторы повышения привлекательности сделок непотечной секьюритизации**

Повысить привлекательность сделок непотечной секьюритизации могли бы несколько факторов: новая роль специализированного депозитария; мультиоригинаторные сделки; применение блокчейна; финансовая грамотность; структурные облигации; способы принятия рисков.

Распишем все более подробно.

#### **Новая роль спецдепа**

Спецдепозитарий может стать более значимым участником институциональной инфраструктуры, выступая в качестве контролера соблюдения действующего законодательства и ограждая участников сделок от совершения нарушений. Одним из направлений его деятельности может стать выявление потенциальных опасностей при подготовке и сопровождении сделок непотечной секьюритизации. Такой подход будет являться дополнительной гарантией безопасности для потенциальных инвесторов и повысит привлекательность сделок.

Помимо прочего, специализированный депозитарий мог бы осуществлять:

- контроль ведения операционных регистров денежных средств эмитента, расчета размера купонного дохода и сумм погашения по облигациям, в том числе сумм частичного и полного досрочного погашения, соблюдения порядка распределения денежных средств в соответствии с решением о выпуске облигаций;
- подготовку новых отчетов для инвесторов, по аналогии с отчетами по ипотечным ценным бумагам.

Появление инфраструктуры, способной (по аналогии с ипотечными сделками) предоставлять полный спектр услуг (обслуживание непотечных портфелей, фидуциарные услуги в пользу инвесторов), способствовало бы увеличению количества сделок, повышению их надежности и качества. Внесение в 156-ФЗ изменений, направленных на расширение деятельности специализированных депозитариев и включение в нее, в том числе, сделок непотечной секьюритизации, может позволить это сделать.

#### **Мультиоригинаторные сделки**

В связи с дороговизной реализации сделок непотечной секьюритизации возможно расширение использования мультиоригинаторных сделок на одной платформе для экономии затрат на инфраструктуру специализированного общества. На рынке уже существует достаточно богатый опыт проведения подобных ипотечных сделок, например на платформе АИЖК.

#### **Применение блокчейна**

Осуществление подготовки и сопровождения сделок секьюритизации возможно на основе блокчейна — одной из главных для финансового рынка современных технологий. К примеру, при поддержке Банка России была разработана блокчейн-сеть «Мастерчейн», которая уже используется ведущими игроками российского финансового рынка. Она способна объединить всех участников, включая международные валютно-кредитные и финансовые организации, брокерские фирмы, страховые, инвестиционные компании и фонды, валютные и фондовые биржи, внешнеторговые и производственные компании, специализированные депозитарии, банки и так далее. Данная технология позволит обеспечить быстрое взаимодействие между участниками

рынка, сократить расходы эмитента по подготовке и сопровождению сделки, повысить интерес инвесторов к таким сделкам, а кроме того — это отличная платформа для проведения мультиоригинаторных сделок.

#### **Финансовая грамотность**

Сложные финансовые инструменты зачастую недоступны обычным физическим лицам. Такие меры, как повышение финансовой грамотности частных инвесторов, организация доступного обучения для сдачи экзамена на получение статуса квалифицированного инвестора с целью обеспечения доступа к облигациям по непотечным сделкам секьюритизации — позволили бы расширить круг потенциально заинтересованных в подобных сделках лиц. Тем более, согласно данным Московской биржи отмечается существенный рост количества физических лиц, имеющих брокерские счета. За 2021 год их число увеличилось почти вдвое и составило порядка 17 млн (более 10% населения России). Активность частных инвесторов в 2021 году достигла максимального уровня за всю историю наблюдений. Ежемесячно сделки заключали более 2 млн человек (847 тысяч в 2020 году). В 2021 году частные инвесторы вложили в облигации 819 млрд рублей. Наибольшая доля вложений в долговые бумаги (80,7%) приходилась на корпоративные облигации, 15,4% — на государственные облигации, 3,9% — на еврооблигации. Сложно спрогнозировать дальнейший интерес частных инвесторов к рынку, но полагаем, что, несмотря ни на какие обстоятельства, он будет только расти.

#### **Структурные облигации**

Использование структурных облигаций в сделках непотечной секьюритизации только начинает набирать

обороты, но пока их по большей части используют для «переупаковок» и сделок под конкретного инвестора. Тем не менее через конструкцию структурных облигаций можно было бы реализовать множество интересных структур: например, секьюритизацию NPL с возможностью не выплачивать часть номинальной стоимости в случае неполного взыскания задолженности с должников.

Для оригинаторов структурные облигации обладают также дополнительным преимуществом в виде отсутствия принятия рисков по 3309-У. Подобные высокорисковые инструменты также могут быть востребованы на рынке среди отдельных категорий инвесторов, так как сейчас на российском рынке крайне мало российских сложноструктурированных инструментов с повышенной доходностью.

#### Способы принятия рисков

Для классических непотечных секьюритизаций с использованием обычного специализированного общества обязательно принятие рисков оригинатором по 3309-У. Перечень способов ограничен, и по многим сделкам оригинаторы хотели бы иметь возможность выйти за императивно закрепленный список. Насколько нам известно, в других юрисдикциях также используются альтернативные конструкции, позволяющие оригинаторам иметь большую гибкость при принятии рисков.

В заключение хотелось бы констатировать следующее. Мы полагаем, что у непотечной секьюритизации большое будущее, так как существует неограниченный перечень активов, которые еще не секьюритизировались. Высоким потенциалом обладают права требования из концессионных

соглашений (особенно реализуемых в целях достижения показателей национальных проектов), потребительские кредиты, автокредиты, мобильные/интернет платежи, коммунальные платежи, лизинговые сделки, факторинговые сделки, кредитные карты, непрофильные активы бизнеса. Расширение применения непотечных секьюритизаций предоставляет крупным игрокам возможность разгрузки баланса, а частным инвесторам — более интересную линейку продуктов. Это весомые аргументы в пользу таких секьюритизаций в текущих экономических реалиях. □

К видам непотечной секьюритизации относятся следующие виды сделок: автокредиты, потребительские кредиты, просроченная потребительская задолженность, крупные корпоративные кредиты, лизинговые платежи, ESG-секьюритизация, соглашения о защите и поощрении капиталных вложений.

В совместном докладе саморегулируемой организации «Национальная финансовая ассоциация» и Ассоциации банков России «Перезагрузка рынка непотечной секьюритизации» говорится, что «при консервативной оценке рыночного потенциала отдельных классов активов, сделанной на основе показателей более развитых рынков, рынок непотечных облигаций СФО/СОПФ мог бы составлять 4,5 трлн рублей. С учетом глобального объема выпуска инструментов секьюритизации около 1 трлн долл. в 2020 году и доли России в глобальном ВВП ежегодный выпуск структурированных облигаций может превышать 1 трлн рублей. Не менее четвертой части этой суммы должно приходиться на непотечную секьюритизацию, если производить оценку, руководствуясь мировым трендом».