



Анна ЗАЙЦЕВА,
генеральный директор Депозитарной компании «РЕГИОН»

В 1999 году окончила Московский инженерно-физический институт (технический университет) по специальности «Прикладная математика». В 2008 году получила степень MBA по специальности «Стратегический менеджмент и предпринимательство» в высшей школе MBA «Integral» РЭА имени Плеханова. В 1997–2000 годы работала в Депозитарно-клиринговой компании менеджером отдела клиентов и ценных бумаг. С 2000-го по 2003 год работала в Инвестиционной компании «РЕГИОН», где прошла путь от начальника депозитарного отдела до директора по депозитарным операциям. С 2003 года работает в Депозитарной компании «РЕГИОН», где сначала была исполнительным директором, а с 2006 года — генеральный директор. Член совета директоров ПАРТАД. С 2005 года принимает активное участие в рабочих группах по совершенствованию законодательства об ипотечных ценных бумагах.

Новые инструменты на рынке: неипотечная секьюритизация, и не только

Вступивший в силу Федеральный закон № 379-ФЗ от 21.12.2013 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», или, как его окрестили, Закон о секьюритизации, открыл возможность для появления новых видов облигаций с залоговым обеспечением. Ранее в этом качестве могли выступать только ценные бумаги и недвижимое имущество.

Со вступлением в силу этого закона список расширяется. В него попадают денежные требования по обязательствам. Кроме того, регулятору финансового рынка предоставлена возможность своими нормативными актами установить иной перечень имущества, которое может быть предметом залога по облигациям. Уже подготовленный и обнародованный Банком России проект указания «Об установлении переч-

ня иного имущества (в том числе прав требования), которое может быть предметом залога по облигациям» предусматривает дополнительный перечень активов, которые могут быть предметом залога. Все это открывает новые возможности для структурированных инструментов, причем не только в сфере секьюритизации.

Перечень активов, которые могут являться предметом залога по облигациям с обеспечением, предусмотренный проектом указания, разделяется на четыре группы:

- 1) движимые вещи, как существующие, так и те, которые будут созданы или приобретены в будущем;
- 2) доля или часть доли в уставном капитале общества с ограниченной ответственностью;
- 3) имущественные права на результаты интеллектуальной деятельности и приравненные к ним средства индивидуализации;

4) имущественные права, как существующие, так и те, которые возникнут в будущем, должником (должниками) по которым выступают физические лица, юридические лица, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации, Российская Федерация, субъекты Российской Федерации, муниципальные образования, включая права по договору банковского счета (вклада), права требования участника долевого строительства, возникающие из договора участия в долевом строительстве, права требования, возникающие из договора аренды, в том числе права требования, возникающие из договора финансовой аренды (договора лизинга), права требования из договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

Имеет смысл рассмотреть подробнее эти группы. По возможностям использования стоит в одну категорию соединить движимое имущество и имущественные права на результаты интеллектуальной деятельности.

Включение данных видов активов в перечень имущества, которое может быть предметом залога по облигациям, позволяет привлекать финансирование на рынке широкому кругу эмитентов. В частности, это позволит производственным компаниям привлекать средства под залог своего оборудования или же своих товаров, причем как существующих, так и тех, которые будут произведены в будущем. Последнее позволит выйти на этот рынок компаниям с длительным производственным циклом, что актуально для таких отраслей, как энергетическое и транспортное машиностроение.

Возможность использования в качестве обеспечения по ценным бумагам не только имущества, но и своей продукции дает реальному сектору привлекать финансовые ресурсы без дополнительных административных расходов и барьеров, которые неизбежно возникают обычно в процессе кредитования.

Эта группа активов открывает и более широкие возможности. В частности, такой механизм можно использовать при инвестировании бюджетных средств через институты развития. Причем не только в реальный сектор экономики, но и, например, в сферу интеллектуального производства.

Потенциальными заемщиками могут выступать и крупные транспортные компании, автодилеры, которые получают возможность привлекать финансирование под залог своего автопарка, а также крупные издательства, исследовательские лаборатории, институты, — этот список можно продолжать и дальше.

Использование нового инструмента также позволит уйти от элементов субъективизма, традиционно свойственного банкам, и излишней забюрократизированности. Безусловно, для отбора претендентов на госинвестиции «по-новому» необходимо создание регламентированных механизмов, а для отбора претендентов на бюджетные деньги необходим конкурсный отбор. Для оценки претендентов логично использовать услуги профессиональных компаний (банков, консалтинговых компаний, аудиторов), которых также необходимо отбирать на конкурсной основе.

Все это может иметь синергетический эффект и стать хорошим драйвером роста как производства, научных разработок, так и финансового рынка. Такой способ финансирования выгодно отличается ликвидностью, ведь в конечном итоге государственные институты развития без особых дополнительных процедур могут реализовать ценные бумаги на рынке, когда эмитент на нем станет востребованным.

Однако стоит обратить внимание и на потенциальные накладные расходы, в том числе государственные пошлины, которые возникают в процессе подготовки, регистрации и размещения выпусков ценных бумаг. Привлечение денежных средств на долговом рынке хочется видеть более дешевым, нежели привлечение денежных средств в банках.

Тут следует также отметить, что круг инвесторов в данные инструменты ограничен квалифицированными инвесторами — во всяком случае, в соответствии с проектом указания Банка России в редакции, доступной на момент написания этой статьи. Такое жесткое ограничение видится излишним. Залог в виде автопарка или производственной линии не более сложный для оценки инвесторами, чем, например, недвижимое имущество.

При этом облигации, в обеспечении которых лежат права требования, видятся

значительно более сложными. Не совсем понятно, почему последние могут приобретаться любыми инвесторами, а облигации, обеспеченные движимым имуществом, — только квалифицированными.

Кроме того, нередки ситуации, когда у потенциального эмитента уже есть свой инвестор, который готов финансировать проект. И приобретение облигаций для него является по тем или иным причинам предпочтительнее, чем, скажем, выдача займа. Этот инвестор не является квалифицированным, в то же время прекрасно оценивает и эмитента, и передаваемые в залог активы. Такая ситуация породит необходимость организации схем, позволяющих все же осуществить данную сделку, что, в свою очередь, лишь приведет к удорожанию заемных средств для конечного заемщика.

Безусловно, имеет смысл задуматься о защите прав непрофессиональных инвесторов. Но сделать это стоит не при помощи столь жесткого ограничения инвестирования, а иными средствами. Например, через механизмы разграничения требований к инвесторам при размещении путем открытой и закрытой подписки или при включении облигаций в котировальные списки биржи.

На следующем виде залоговых активов — доле или части доли в уставном капитале общества с ограниченной ответственностью — отдельно останавливаться не будем. Как представляется, данным пунктом просто уравнили права акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью в возможности использовать доли, как и акции, в качестве обеспечения по обязательствам, вытекающим из облигаций. Данный инструмент не имеет широкого распространения на данный момент, и едва ли это изменится в обозримом будущем.

И наконец, ожидаемый всем финансовым рынком, банковским сообществом актив с длинным названием: денежные требования, которые возникнут в будущем из существующих или будущих обязательств, и имущественные права, как существующие, так и те, которые возникнут в будущем, должником (должниками) по которым выступают физические лица, юридические лица, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации, Российская Федерация, субъекты

Российской Федерации, муниципальные образования, включая права по договору банковского счета (вклада), права требования участника долевого строительства, возникающие из договора участия в долевом строительстве, права требования, возникающие из договора аренды, в том числе права требования, возникающие из договора финансовой аренды (договора лизинга), права требования из договоров, являющихся производными финансовыми инструментами. Тот самый актив, который дал неформальное название закону — «неипотечная секьюритизация».

Неипотечная секьюритизация призвана решить множество задач: снизить нагрузку на капитал банка-оригинатора, привлечь финансирование по удовлетворительным ставкам на рынке, расширить залоговую базу банков для привлечения средств в Банке России, а также расширить линейку инструментов для инвесторов. Возможность транширования позволяет предложить инвесторам облигации старшего транша, являющиеся качественным инструментом с высоким уровнем рейтинга.

Секьюритизация снимает риски банкротства originатора (при выпуске облигаций, эмитентом которых является специализированное финансовое общество), а риски неплатежей (просрочек) по денежным обязательствам, являющимся обеспечением по облигациям, принимает на себя младший транш. Кроме того, законом установлены требования к принятию originатором риска в объеме не менее 20% от обязательств по облигациям с залоговым обеспечением. Формы и способы этого процесса уже установлены указанием Банка России № 3309-У от 07.07.2014.

Прежде всего отметим, что на момент написания данной статьи рассматриваемый проект указания Банка России и закон содержат определенную коллизию. В проекте оговаривается следующий момент: «Доля указанного в пункте 1 настоящего Указания имущества, являющегося предметом залога по не предназначенным для квалифицированных инвесторов облигациям с залоговым обеспечением, должна составлять не более тридцати процентов от общего размера залогового обеспечения. Остальная часть залогового обеспечения должна состоять из имущества, указанного

в пункте 1 статьи 27.3 Федерального закона от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

При этом денежные требования сохраняются как в законе, так и в пункте 1 указания. Возникает вопрос: для какой категории инвесторов предусмотрены эти ценные бумаги? Надеемся, что для широкого круга инвесторов. Потенциальными эмитентами данных инструментов в первую очередь являются банки. Последние годы были отмечены значительным ростом кредитования в потребительском секторе. Банками накоплен достаточно большой объем высококачественных кредитов, пригодных для секьюритизации.

Профессиональное сообщество с нетерпением ждало принятия закона о секьюритизации и нормативной базы под него. Многие начали работу над сделками заранее, чтобы к моменту начала законодательного регулирования быть готовыми к выпуску и оказаться лидером нового рынка.

К концу 2014 года все ожидали появления первых сделок. Однако за время предстартового ожидания многое изменилось. Возможность рыночных размещений практически сошла на нет, и все надежды теперь обращены только на рефинансирование со стороны Банка России. А его внимание в первую очередь сконцентрировано на секьюритизации кредитов малому бизнесу. И несмотря на то что доля кредитования малого и среднего бизнеса невелика, этот сегмент является приоритетным, исходя из стратегической цели развития его как основного драйвера экономики, в том числе в кризисных ситуациях. Таким образом, самая активная работа на настоящий момент разворачивается именно в этом сегменте. И вероятнее всего, первые сделки «неипотечной секьюритизации» следует ожидать именно в нем.

Большое число банков выражало готовность провести секьюритизацию портфелей автокредитов. Данный актив является достаточно понятным для инвесторов. Кредиты имеют высокую однородность, они не являются столь краткосрочными, как потребительские, кроме того, имеют под собой обеспечение в виде автомобиля. Законом также предусмотрен учет залога движимого имущества путем направления уведомления о залоге нотариусу, что, несомненно, повышает надежность залога.

Таким образом, со вступлением в силу закона банки получают возможность секьюритизировать различные виды денежных обязательств: кредиты малому и среднему бизнесу, автокредиты, кредитные карты, потребительские кредиты. Аналогичную возможность получают и микрофинансовые организации.

Рассмотрим отдельно возможность секьюритизации имущественных прав, вытекающих из договоров долевого участия строительства (ДДУ). До настоящего момента подобного механизма не существовало. Вопреки расхожему мнению, ипотеку, выданную под имущественные права из ДДУ, нельзя считать ипотекой, выданной под объекты незавершенного строительства. Это принципиально разные активы. ДДУ представляет собой правоотношение, по которому одна сторона (застройщик) обязуется постройке объект недвижимости и передать его участнику долевого строительства, а другая сторона (участник долевого строительства) обязуется уплатить обусловленную договором цену и принять объект при наличии разрешения на ввод в эксплуатацию. То есть ДДУ является имущественным правом. В то время как под объектом, строительство которого не завершено, в контексте Закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)» (пункт 1 статьи 5) следует понимать объект недвижимости, строительство которого не завершено, но право собственности на которое зарегистрировано.

Федеральным Законом от 4 декабря 2007 года № 324-ФЗ были внесены изменения в статью 5 Федерального закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)». Они распространили действие положений закона об ипотеке на залог прав требования участника долевого строительства, вытекающих из его договора. Но только при условии соответствия договора участника долевого строительства требованиям Федерального закона «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» от 30 декабря 2004 года № 214-ФЗ.

В соответствии с данными изменениями кредитор, предоставивший кредит (заем) на приобретение прав требования по договору участия в долевом строительстве, приобретает право залога на право требования по договору участия в долевом строитель-

стве. При этом право залога кредитора на право требования подлежит государственной регистрации в органе, осуществляющем государственную регистрацию прав на недвижимое имущество и сделок с ним. Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» от 11.11.2003 № 152-ФЗ не содержит прямого запрета на включение в состав ипотечного покрытия прав требований по кредитным договорам (договорам займа), обеспеченных залогом прав требования по ДДУ. В законе применяется формулировка «обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и (или) об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа». Таким образом, долговые обязательства, обеспеченные залогом прав требования по ДДУ, отвечают требованиям закона об ипотечных ценных бумагах и могут быть включены в состав ипотечного покрытия.

В то же время закон об ипотечных ценных бумагах содержит требования к соотношению основной суммы долга по обеспеченному ипотекой обязательству к стоимости недвижимого имущества, являющегося предметом ипотеки, а также к наличию отчета независимого оценщика. И именно этот момент делает невозможным включение ипотек, обеспеченных правами требования по ДДУ, в реестр ипотечного покрытия. Указание в нормативном акте Банка России данного актива как имущества, которое может быть предметом залога по облигациям, предоставляет возможность секьюритизировать такие имущественные права. Многие банки также интересовались этой возможностью.

Но, помимо банков, есть и еще заинтересованные в выпуске обеспеченных облигаций рыночные субъекты. Прежде всего это лизинговые компании. Они могут разместить облигации, которые будут обеспечены договорами лизинга. При этом надежность залога в данном случае много выше, чем у автокредитов, поскольку базовый актив, являющийся обеспечением, принадлежит самой лизинговой компании (то есть потенциальному эмитенту).

Следовательно, при дефолте обязательства из договора лизинга отсутствуют необходимость в длительной процедуре обращения взыскания на залог, обеспечивающий это обязательство. До настоящего времени лизинговые компании привлека-

ли финансирование путем открытия кредитных линий в банках под залог договоров лизинга. У них накоплен значительный опыт в формировании однородных пулов и работы с ними. Теперь для них открывается возможность привлечения неограниченно-го круга инвесторов.

И последний потенциальный инструмент, о котором стоит упомянуть, — это права требования, возникающие из договора аренды. За 2014 год появилось более 40 выпусков ипотечных сертификатов участия (а всего зарегистрировано 52 выпуска правил доверительного управления ипотечным покрытием). Более половины реестров ипотечного покрытия ИСУ состоят из объектов нежилой недвижимости, то есть, по сути, денежный поток формируется за счет арендных платежей. Можно предположить, что новый инструмент — облигация, обеспеченная правами из договоров аренды, будет востребована на рынке и составит достойную конкуренцию рентным ПИФам и ипотечным сертификатам участия.

Очевидно, что принятый закон открывает широкие перспективы для различных категорий эмитентов и новых инструментов. Несколькими интересными сделками секьюритизации уже было подготовлено и находилось на низком старте, но произошедшие события на рынке ставят под сомнение любую возможность реализации этих проектов. Ставки, по которым выданы кредиты и займы, а также ставки, по которым возможно привлечение на рынке, на настоящий момент просто несоизмеримы.

Безусловно, сегодня не самое благоприятное время для новых долговых инструментов и тем более для секьюритизации, но и это время можно грамотно использовать. Наверняка первые сделки появятся в этом году. Едва ли это будут рыночные размещения, вероятнее всего, бумаги будут рефинансированы в Банке России, но в любом случае они позволят «обкатать» технологию, выявить узкие места, возможно, подправить нормативную базу.

Закон о секьюритизации, по оценкам экспертов, является значительно более удобным и либеральным в сравнении с законом об ипотечных ценных бумагах, но только проведенные первые сделки позволят определенно говорить обо всех его достоинствах и недостатках.