

# Цифровая секьюритизация — долгосрочные перспективы и инициативы регулятора

Круглый стол представителей  
инфраструктуры рынка

**П**редставители специализированных депозитариев и юридических фирм в рамках круглого стола «Энциклопедии российской секьюритизации — 2024» традиционно поделились мнением о вступивших в 2023 году в силу юридических нововведениях, рассказали об интересных сделках прошедшего года и оценили оптимальность текущей регуляторной среды.

*Какие юридические нововведения появились на рынке секьюритизации в 2023 году? Какие изменения в законодательстве ожидаются в 2024 году?*



**Анна ЗАЙЦЕВА,**  
генеральный  
директор,  
ДК РЕГИОН



**Асият ТОЛМАЧЕВА,**  
начальник отдела  
специализированного  
депозитария  
по обслуживанию  
ипотечных ценных  
бумаг, ДК РЕГИОН

— В 2023 году начали применяться машиночитаемые доверенности (далее — МЧД). К сожалению, ни рынок, ни государственные органы оказались не готовы

к переходу на новую форму электронной доверенности в машиночитаемом виде, хотя срок вступления нововведений несколько раз откладывался.

МЧД — это доверенность в электронной форме в формате XML, подписанная усиленной квалифицированной электронной подписью руководителя организации или индивидуального предпринимателя (далее — ИП), где описаны полномочия сотрудника организации. Предполагалось, что с сентября 2023 года МЧД станет обязательной для многих организаций и ИП, однако Федеральный закон от 04.08.2023 №457-ФЗ на целый год отсрочил обязательный переход на МЧД. Благодаря этой отсрочке проблема не приобрела массовый характер, что позволило рынку приспособляться постепенно.

В конце 2023 года появились первые электронные закладные, подписанные уполномоченными лицами с МЧД.

В связи с этим в депозитарий стали поступать вопросы от банков по заполнению данных в закладных по форме МЧД (простой или нотариально заверенной): что делать, если есть передоверие; нужно ли прикладывать МЧД к самой закладной и т. д. — много вопросов, на которые рынок искал ответы самостоятельно.

На данный момент остается открытым вопрос контроля МЧД со стороны депозитария. В нашем представлении проверка полномочий подписантов от лица заемщика, должника и банка — это ответственность Росреестра. В итоге на рынке сформировалась разная практика.

Хорошей новостью в 2023 году стало техническое развитие информационных систем Росреестра, позволившее осуществлять регистрацию изменений в закладной в случае перехода прав на нового владельца (ранее были проблемы с запросом на текущего владельца в депозитарий: выгружался первоначальный кредитор), а также регистрацию нескольких объектов недвижимого имущества (ранее номер регистрации права и ипотеки присваивался только одному объекту, а если закладная оформлялась на дом и земельный участок — возникали проблемы).

**Сергей САМОХВАЛОВ,**  
советник, «Меллинг, Войтишкин  
и партнеры»

— Радикальных изменений в регулировании не произошло. Тем не менее со своей стороны мы отмечаем большую

открытость к обсуждению альтернативных способов привлечения финансирования, в том числе через секьюритизацию активов. Несомненным позитивом в 2024 году может стать снижение требований по удержанию оригинатором риска в проектах неипотечной секьюритизации с текущих 20 до 5%.

**Анна ГОРЕЛОВА,**  
генеральный директор, FOCUS Management

— Наметились тенденции к решению вопроса, связанного с уменьшением объема, удерживаемого оригинаторами риска в сделках неипотечной секьюритизации. В ноябре прошлого года Банк России в письме «О развитии неипотечной секьюритизации» поддержал инициативу Ассоциации банков России и сообщил о намерении проработать возможность реформирования существующего подхода. По итогу в Государственную думу был внесен на рассмотрение законопроект о предоставлении оригинаторам возможности удержания риска в объеме менее 20%, но не менее 5% при соблюдении установленных Банком России условий. В случае принятия законопроекта срок его вступления в силу ориентировочно запланирован на 1 января 2025 года. Выражаем надежду, что инициатива реализуется, и это будет способствовать разнообразию рынка неипотечной секьюритизации новыми сделками.

**Луиза ЛЕСНАЯ,** директор, «Тревеч Групп»

— С точки зрения долговременных тенденций мы видим стремление регулятора развивать цифровые инструменты. Несколько лет назад ЦБ анонсировал необходимость становления и развития цифровой секьюритизации. Движение законодателя в этом направлении идет. Так, в 2023 году вступили в силу изменения, обусловленные введением института цифрового рубля вслед за цифровыми финансовыми активами. Тем самым постепенно вопрос цифровой секьюритизации получает должное регулирование и переходит из теоретической плоскости в практическую.

Прошедший год не был богат на законодательные новшества в сфере секьюритизации. Однако позиция регулятора

по отдельным классическим аспектам в области секьюритизации изменилась. Так, например, при регистрации новых выпусков облигаций в 2023 году неоднократно поднимался вопрос о том, что замена таких элементов инфраструктуры, как сервисный агент и расчетный агент, должна осуществляться с согласия владельцев облигаций и с внесением изменений в решение о выпуске ценных бумаг. Обозначенную новую позицию необхо-

димо учитывать при структурировании выпуска и формулировании его условий с тем, чтобы была обеспечена непрерывность и стабильность функционирования инфраструктуры сделок секьюритизации.

В 2024 году рынком ожидается изменение касательно объема принятия риска оригинатором по сделкам на базе специализированных финансовых обществ. Законопроект об этом вынесен на рассмотрение.

### **Какие нестандартные юридические кейсы вы можете отметить среди последних сделок?**



**Сергей САМОХВАЛОВ**

— Шок от осеннего повышения ставок не мог не сказаться на планах по старту новых или размещению начатых в течение года проектов, поэтому под конец года размещений было немного.

По нашим проектам мы видим, что рынок постоянно адаптируется, и новые интересные кейсы, безусловно, будут появляться в течение 2024 года. За последние годы на рынке появились мультиоригинаторные структуры, проекты с разгрузкой группового капитала, мезонины с параллельной амортизацией, обсуждаются новые идеи: амортизируемые младшие транши, синтетические секьюритизации без продажи актива и прочее. Все идеи и предложения мы внимательно анализируем: одни переходят в документы, другие пока остаются на полке и ждут своего

часа. В целом, на рынке высоко востребованы российские SPV-структуры и идей очень много.

**Луиза ЛЕСНАЯ**

— Каждая сделка секьюритизации, на наш взгляд, так или иначе является уникальной. Мы наблюдаем тенденцию уменьшения количества публичных сделок. Сохраняется интерес к сделкам секьюритизации просроченной задолженности, в том числе обеспеченной ипотекой, а также к сделкам с потребительскими кредитами.

Реализуются сделки с проектным финансированием и факторингом.

Хотелось бы отметить также, что в 2024 году ожидается полное погашение старших выпусков облигаций по сделкам, по которым ранее произошло банкротство оригинаторов, выполнявших функции сервисного агента. Нужно отметить, что данные сделки живут, что говорит о качественном структурировании данных сделок и хорошей работе инфраструктуры.

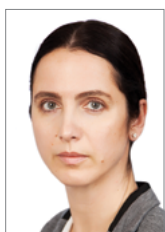
### **Каких решений рынок ждет от регулятора в 2024 году? Является ли текущая регуляторная среда стабильной?**

**Сергей САМОХВАЛОВ**

— Мы отмечаем запрос от участников рынка на регуляторную поддержку. Нам кажется, что в условиях взрывного роста некоторых сегментов рынка капитала, таких как структурные ЦФА или IPO, дающих инвесторам возможность получить повы-

шенный доход за принимаемый риск, было бы правильно поддержать развитие и более консервативного рынка структурных инструментов, таких как секьюритизация. Государству секьюритизация дает возможность привлекать деньги в реальный сектор экономики, заемщикам — управлять

процентным риском, инвесторам — получить обеспеченный активами инструмент с диверсифицированным риском. Секьюритизация сориентирована, прежде всего, на институциональных инвесторов. Это означает, что для здорового роста этого рынка как минимум требуется выравнивание условий инвестирования в данный класс активов в сравнении с инвестированием в обычные облигации (например, в части расчета рыночного риска по таким инструментам, возможность РЕПО с ЦБ).



**Луиза ЛЕСНАЯ**

— Текущая регуляторная среда является относительно стабильной, однако, как было отмечено выше, по многим сделкам рынок сталкивается с новой или уточненной позицией регулятора.

Например, несмотря на то что в 2016 году регулятор разъяснял, что сделки факторинга выходят за пределы правоспособ-

ности специализированных финансовых обществ, секьюритизация факторинговых операций состоялась и успешно функционирует уже несколько лет. Однако здесь есть существенные особенности: возникает дополнительная подотчетность СФО и ее управляющей организации уже Росфинмониторингу, что увеличивает ответственность и риски управляющей организации, а также возрастают расходы по сделке.

**Анна ГОРЕЛОВА**

— В Вестнике Банка России №5 от 23 января 2024 года Банк России заявил о намерении способствовать более активному использованию инструментов секьюритизации банковских кредитных портфелей и не только. В качестве одной из потенциальных мер развития рынка секьюритизации мы видим проработку нормативной базы в отношении возможностей использования продуктов ЦФА для секьюритизации, включая расширение возможностей СФО по выпуску таких ЦФА.

### ***Одним из факторов, сдерживающих развитие секьюритизации, является относительная трудность реализации дебютной сделки. Какие изменения необходимы, чтобы ослабить влияние этого фактора?***

**Луиза ЛЕСНАЯ**

— Представляется, трудности реализации дебютной сделки секьюритизации не связаны с законодательным регулированием, хотя для отдельных потенциальных оригинаторов объем принятия риска в размере 20% является сложным для преодоления препятствием. Скорее нужно отметить сложность, связанную с затратами на выстраивание внутренней инфраструктуры оригинатора (в том числе и ИТ) для реализации сделки. Также я бы отметила и сложность, если так можно сказать, психологического характера: сложно реализовывать сделку с баланса «сиротского» общества. В этом случае помогают только собственный опыт и репутация участников сделки на рынке. Мы всегда рекомендуем потенциальным оригинаторам посещать профильные мероприятия, чтобы познакомиться с опытными участниками сделок, увидеть новые сделки.

**Сергей САМОХВАЛОВ**

— Действительно, дебютные проекты всегда трудоемки. С другой стороны, сделав первый проект, практически все оригинаторы не останавливаются и делают второй, третий и т.д. Расходы и трудозатраты по последующим проектам заметно ниже. По нашему опыту, трудности у дебитирующих эмитентов могут возникать на этапе внутреннего обоснования проекта. В этом смысле мы всегда открыты раннему взаимодействию и готовы поделиться нашей компетенцией, сориентировать, что важно, а что нет, рассказать о похожих прецедентах, познакомить с партнерами, которые смогут дать первую оценку базового актива, составить предварительную модель. Большую помощь дебютным проектам могло бы оказать возвращение точечных программ поддержки (по аналогии с программами покупки ипотечных облигаций). Данные программы по-

могли выйти на рынок большому числу новых originаторов в 2010–2014 годах. Радикальных улучшений стоит ожидать при условии стимулирования институциональных инвесторов к покупке секьюритизационных бумаг. В этом смысле Положение 647-П было крайне полезно для стимулирования инвестиционного интереса, но требуется дальнейшая гармонизация регулирования.

#### **Анна ГОРЕЛОВА**

— Представляется, что есть несколько обширных вопросов, препятствующих развитию рынка секьюритизации, в том числе вопрос реализации дебютных сделок по новым неипотечным продуктам. Во-первых, нестабильная ключевая ставка не позволяет банкам-организаторам сформировать подходящий портфель активов, генерирующий денежный поток и отвечающих условиям текущего рынка, так как сроки подготовки к сделке занимают от 6 месяцев. Во-вторых, требования к удержанию риска зачастую приводят к экономической нецелесообразности реализации подобных сделок. Полагаем, что при разрешении данных моментов рынок секьюритизационных продуктов сможет расширяться.

#### **Анна ЗАЙЦЕВА, Асият ТОЛМАЧЕВА**

— Одним из факторов сложности дебютной сделки является формирование пула, а именно: проверка закладных для включения их в реестр ипотечного покрытия. При дебютной сделке originатор сталкивается сразу с несколькими сложностями: во-первых, отбор закладных, подходящих для секьюритизации; во-вторых, отсеивание закладных при включении в ипотечное покрытие; в-третьих, проставление отметок на закладных (о депозитарном учете или переходе прав). Специализированный депозитарий, при включении в состав ипотечного покрытия закладных, тщательно проверяет закладные на соответствие требованиям 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» и 102-ФЗ «Об ипотеке», включая требования к данным, которые вносит Росреестр. Зачастую процент закладных, не прошедших проверку, достигает 20%. Если в закладных от-

сутствует дата проведения отчета независимого оценщика, то требуется дополнительно предоставить и проверить отчеты оценщика, которые также могут содержать ошибки, что может увеличить отсеивание закладных еще на 20%. Кроме того, сама проверка занимает существенный промежуток времени, часть ипотек в ходе проверки погашается, поэтому приходится закладывать большее количество закладных на проверку, что в целом сильно увеличивает расходы на сделку.

Хорошим решением этих сложностей является формирование пула электронными закладными. Конечно, такой возможности должны предшествовать решение банка-originатора перейти на выдачу электронных закладных и отказ от бумажных закладных.

Электронные закладные позволяют свести к минимуму отказы включения в реестр ипотечного покрытия, а также в разы сократить сроки проверки. Обычно проверка не занимает более 2–3 дней даже очень больших пулов, а процент отказов составляет в среднем около 2.5%.

Наш спедсер ведет уже десять ипотечных покрытий, сформированных электронными закладными, среди них есть два пула с договорами долевого участия, и мы можем совершенно уверенно говорить о существенном упрощении процедуры по сравнению с документарными закладными.

Одним из факторов, останавливавших банки в переходе на электронные закладные, были сомнения в возможности сменить депозитарий хранения после выпуска электронной закладной. На настоящий момент эти опасения могут быть развеяны. В 2023 году наш депозитарий осуществил прием на учет и хранение ранее выпущенных и учитывавшихся в другом депозитарии электронных закладных. Передача довольно большого числа электронных закладных прошла успешно, и мы можем смело заявлять о работоспособности схемы передачи электронных закладных между различными депозитариями хранения.

Поэтому призываем все банки, работающие с ипотекой, переходить на электронные закладные.

## Как вы оцениваете перспективу развития цифровой секьюритизации с использованием ЦФА? Каковы преимущества такого механизма относительно классического?

**Сергей САМОХВАЛОВ**

— Развивать секьюритизацию необходимо во всех направлениях. Инструменты секьюритизации являются высоконадежным активом и показателем здорового рынка. Если инвестору удобнее инвестировать в секьюритизации через ЦФА, то эту возможность необходимо предоставить. Мы поддерживаем инициативы по развитию рынка и открыты к работе с платформами и биржей над созданием возможных структур секьюритизации с использованием ЦФА и их внедрением. Говорить о преимуществах было бы преждевременно, поскольку полноценное внедрение такого механизма инвестирования потребует регуляторных доработок<sup>1</sup>.

**Луиза ЛЕСНАЯ**

— Цифровая секьюритизация с использованием ЦФА постепенно переходит из теории в практику, но остаются пробелы, не позволяющие использовать ЦФА в сделках на базе СФО. Может ли СФО приобретать ЦФА как базисный актив для сделок секьюритизации без риска признания данной сделки как выходящей за пределы специальной правоспособности СФО? Если данный вопрос еще можно считать дискуссионным, так как ЦФА фактически могут включать денежные требования, то эмитентом ЦФА специализированное общество быть не может однозначно. Текущее законодательство это не позволяет.

Перспективы развития таковой секьюритизации при наличии необходимого и достаточного регулирования кажутся очевидными: сейчас наступила эра цифровизации, сокращения бумажного документооборота, и заинтересованность как рынка, так и регулятора в новом инструменте есть. Преимущества такого механизма относительно классического могли бы быть

в стандартизации / алгоритмизации и прозрачности для инвесторов, быстром доступе к данным и надежности их хранения. Кроме того, возможно, речь могла бы идти и о сокращении издержек: международный опыт свидетельствует о сокращении операционных расходов. Но это счетная задача с учетом стоимости программно-технического обеспечения и необходимости создания, полагаем, резервного банка данных. Но особенно остро и актуально встает вопрос обеспечения информационной безопасности.



**Анна ГОРЕЛОВА**

— На данный момент прогнозы по поводу развития цифровой секьюритизации можно строить только в долгосрочной перспективе, так как все-таки развитие ЦФА как самостоятельного инструмента находится на этапе становления.

Наблюдается тенденция развития рынка ЦФА в целом, о чем свидетельствует быстрорастущее число операторов информационных систем цифровых финансовых активов и тестовых выпусков, даже несмотря на достаточно низкую ликвидность в настоящий момент.

В качестве основных преимуществ ЦФА для секьюритизации можно выделить высокую скорость выпуска цифровых прав эмитентами, гибкость обязательств, удостоверяемых цифровыми правами, упрощенный вход на рынок цифровых прав, автоматизацию исполнения условий обязательств с применением смарт-контрактов, неизменность и прозрачность записей, которые вносятся в блокчейн о транзакциях.

Основным минусом ЦФА на данном этапе является несформированность вторичного рынка, да и востребованность ЦФА у инвесторов на первичном рынке пока еще не на достаточно высоком уровне. Представляется, что будет спрос — будет и развитие.

<sup>1</sup> Самохвалов С. Цифровая секьюритизация — с чего начать // Энциклопедии российской секьюритизации — 2023. СПб., 2023. С. 74.

## Какой может стать структура сделки секьюритизации с использованием смарт-контрактов?

**Сергей САМОХВАЛОВ**

— Если помечтать, то смарт-контракт, безусловно, мог бы стать настоящей революцией для структурных проектов: удобство сбора данных по портфелю активов, автоматизация расчетов, контроль за триггерами, предоставление данных инвесторам в режиме онлайн, автоматизация контроля за расходами SPV. Пока это скорее теория. В иностранных юрисдикциях выделяют ряд рисков смарт-контрактов, таких как: программные ошибки (на ком лежит риск, как исправить), субъект, имеющий право вносить изменения в смарт-контракт после размещения сделки, риск компании-разработчика, нестабильность информационного обмена, ошибки при передаче данных из внешних баз, уязвимость систем передачи информации и т.д. Полагаем, что постепенно рынок будет двигаться в сторону повышения эффективности и автоматизации всех процессов, связанных с портфелями активов. Возможно, нас ждет еще несколько промежуточных ступеней, после которых начнут появляться и первые смарт-сделки секьюритизации.

**Луиза ЛЕСНАЯ**

— Смарт-контракты позволили бы иметь портфель 100%-но стандартизированных прав, что устранило бы необходимость аудита пула. Теоретически можно было «умным» сделать и расчет выплат инвесторам, вероятно, возможна автоматизация части функционала сервисного и расчетного агентов.

Но пока мы только размышляем о таких возможностях. Международный и опыт секьюритизации на платформе блокчейн уже формируется, хотя сделки пока единичны. У нас должна быть возможность учитывать лучший опыт и учиться не на собственных ошибках.

**Анна ГОРЕЛОВА**

— Смарт-контракты могут автоматизировать ряд процессов в рамках сделок секьюритизации активов, повысить прозрачность и упростить расчеты. Использование смарт-контрактов может стать толчком к распространению многотраншевой структуры сделок секьюритизации, так как смарт-контракты способствуют упрощению внедрения динамической субординации.

Смарт-контракты позволяют добиться большей прозрачности: информация по размеру обеспечения и исполнению обязательств по базовому активу может обновляться автоматически в реальном времени. В случае установления плавающего процента по облигациям смарт-контракт сможет определять этот процент автоматически, самостоятельно анализируя данные и сопоставляя их с условиями, от которых зависит процентная ставка.

Смарт-контракты предусматривают автоматизированную систему выплат, в то же время сохранив порядок погашения обязательств по облигациям. Без вмешательства человека может происходить и реализация базового актива при наступлении ковенанта.

## Какие сделки неипотечной секьюритизации за 2023 год вы можете отметить как наиболее успешные?

**Луиза ЛЕСНАЯ**

— По-прежнему остается востребованной секьюритизация потребительских кредитов, кредитов МСП, проектного финансирования. Все больше становится закрытых сделок, в том числе по выпуску структурных облигаций с целым ассортиментом базисных активов. Сделки непубличны, но успешны, так как позволяют как достигать поставленные задачи, так и опробовать новые подходы к структурированию.

**Анна ГОРЕЛОВА**

— К сожалению, 2023 год не показал большого разнообразия сделок неипотечной секьюритизации, но мы с гордостью можем отметить секьюритизацию потребительских кредитов Банка ВТБ (ПАО) в рамках программы облигаций СФО «ВТБ РКС Эталон», которую сопровождала команда LECAP, частью экосистемы которой мы являемся.