



Александр КАЗАКОВ,
LL.M, руководитель группы
по структурированию
проектов, Евразийский
Банк Развития

Секьюритизация: история и пути развития

За прошедшие 15 лет секьюритизация в России превратилась из никому не известного феномена в привычный и понятный инструмент, который успел пережить и стремительный взлет в конце 2000-х, и кризис 2009 г., а потом попасть в дурную компанию¹. Объемы выпусков в последнее время падали, но сегодняшний системный кризис в России дает секьюритизации еще один шанс укрепиться на рынке.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В МИРЕ

Термин «секьюритизация» был впервые использован Wall Street Journal в 1977 г. Его предложил глава ипотечного департамен-

та 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 пулом². Андеррайтером выступал Salomon Brothers, а оригинатором ипотечных кредитов — Банк Америки. Раниери возглавлял первый на Уолл-стрит департамент ипотечных финансов, а саму структуру придумал его подчиненный Роберт Далл³.

1980-х гг. годах секьюритизация взорвала традиционные финансовые рынки, сильно потеснив синдицированные кредиты⁴. Заказчиками этой финансовой инновации стали американские коммер-

¹ «Именно через схемы с использованием ИСУ пенсионные фонды и банки Анатолия Мотылева вкладывались в его проекты. А после отзыва лицензий у банков и фондов Мотылева обнаружилось, что стоимость этого покрытия завышена минимум вдвое. Дыра в банках составила рекордные 100 млрд руб. Минимум треть этой дыры — потерянные пенсионные деньги, которые фонды Мотылева... вкладывали в ИСУ». «ЦБ режет лимиты на ипотечные сертификаты» // «Ведомости», 03.09.2015

² Lewis Ranieri, A Primer on Securitization, L.Kendall & M. Fishman, 2000

³ 1977: US\$100m deal for Bank of America: the first private-label MBS // IFR, September 2000

⁴ Бер Х.П., «Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов — инновационная техника финансирования банков», М., 2006 г., стр. 3

ческие банки, которые в ожидании волны покупок недвижимости поколением беби-бумеров озаботились вопросом, не вызовет ли возросший спрос на ипотеку проблемы с балансом банков-кредиторов и нет ли возможности вывести растущие пулы ипотечных кредитов за баланс и в идеале рефинансировать их.

Однако с точки зрения юриста секьюритизация — сложный инструмент, который включает в себя:

- классические гражданско-правовые институты — кредит, залог/ипотека, уступка требования, квалификация сделок как мнимых и притворных;
- регулирование рынка ценных бумаг — собственно эмиссия, транширование и субординация требований;
- корпоративное право — специальные проектные компании (SPV) и трасты;
- налоговые вопросы — НДС на уступку, налогообложение SPV и владельцев ценных бумаг;
- бюджетное и банковское регулирование — государственная поддержка рынков, регулирование банков, аудит и банковские нормативы, инструменты денежно-кредитной политики центральных банков;
- международное частное право — трансграничная секьюритизация и возможные последствия разной квалификации сделки¹.

Если ограничить анализ только гражданско-правовыми вопросами, включив в эту категорию ценные бумаги и корпоративное право, то секьюритизация появляется на стыке залога, уступки, доктрины ограничения ответственности юридического лица, холдингов и ценных бумаг².

¹ Так, первая российская сделка — секьюритизация банка «Союз» в 2006 г. — предполагала уступку пула автокредитов по английскому праву (assignment in equity), при этом банк продолжал учитывать кредиты на своем балансе и обслуживать их. В случае банкротства originатора английский судья, вероятно, посчитал бы пул уступленным в SPV, тогда как его российский коллега вряд ли бы признал сделку. Подробнее см. Казаков А.А., «Секьюритизация: первые сделки после 5 лет разговоров» // «Рынок ценных бумаг», февраль 2006 г.

² См. также Казаков А.А., «Секьюритизация активов — эволюция института» // «Рынок ценных бумаг», № 19, 2003 г.

С ускорением экономического оборота в конце XIX в. возросло значение обязательственных прав. Кроме того, рынок начал поиски нового инструмента, позволяющего использовать любые имущественные права в качестве обеспечения обязательства. Также требовалось, чтобы обращение таких инструментов регулировалось нормами о ценных бумагах, что дает ряд очевидных преимуществ: упрощенный порядок оборота (индоссамент или простое вручение вместо цессии), ограничение прав должника на оспаривание, стандартизация и возможность формирования рынка и так далее.

Создание нужного инструмента шло параллельно в континентальных юрисдикциях и в странах общего права. В обоих случаях двигателем прогресса стала ипотека: ипотечные кредиты благодаря длинному периоду кредитования, низким рискам и предсказуемым денежным потокам являются идеальным активом для секьюритизации.



Люис Раниери, предложивший термин «секьюритизация» в 1977 г.

Сначала вперед вырвалась немецкая команда с идеей закладных писем (Pfandbriefe). Возникновение закладных писем относят к концу XVIII в., когда Фридрих Великий указом создает данный вид ценных бумаг для облегчения доступа к кредитным ресурсам. Упомянутый указ создавал «ландшафты» — ассоциации землевладельцев. Участники таких ассоциаций могли выпускать долговые бумаги, обеспеченные залогом земельного участка. К концу XIX в. от единичных закладных рынок пришел к идее выпуска бумаг, обеспеченных всей недвижимостью ландшафта. Закладные

письма способствовали возникновению немецких ипотечных банков. Развивая идею закладных писем, европейский рынок пришел к обеспеченным облигациям (covered bonds). Долговое обязательство по таким бумагам обеспечивается недвижимостью и пулом кредитов публичному сектору (в основном — муниципалитетам). Сегодня рынок обеспеченных облигаций только в ЕС составляет порядка 2.5 трлн евро¹. На уровне ЕС обеспеченные облигации регулируются Директивами №85/611 on Undertakings of Collective Investment in Transferable Securities, UCITS, №2013/36/EU on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms и № 575/2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms.

Важно отметить, что при выпуске обеспеченных облигаций актив остается на балансе эмитента-оригинатора. Таким образом, обеспеченные облигации — инструмент с двойным требованием (dual recourse), то есть гарантии инвестору предоставляются генеральным требованием к эмитенту и залогом активов, которые в случае банкротства эмитента обычно выделяются в отдельную конкурсную массу.

Полного российского аналога европейских covered bonds нет, но есть два схожих инструмента — облигации с залоговым обеспечением (ст. 27.3 ФЗ от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», далее — ФЗ об РЦБ) и ипотечные облигации, выпущенные с баланса банка (ФЗ от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», далее — ФЗ об ИЦБ). Балансовые ипотечные облигации больше всего похожи на covered bond, но в их покрытие нельзя включить публичный долг. У российских залоговых облигаций покрытие не выделяется в отдельную конкурсную массу, но зато расширен перечень активов, которые могут быть положены в обеспечение. К таким активам в российском случае относятся ценные бумаги, недвижимость и иное имущество по усмотрению Центрального банка.

¹ Источник: European Covered Bond Council, <http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=519>

Американский рынок секьюритизации, как и европейский, начался с ипотеки, но развивался другим путем. Со времен Великой депрессии федеральные власти в США стремились поддерживать программы жилищного строительства и ипотечного кредитования. Федеральные программы обеспечивали ипотечным кредитам большую ликвидность за счет создания вторичного рынка. В 1930 г. Конгресс во исполнение решения «консолидировать и координировать усилия правительства, касающиеся ветеранов войны» создал Администрацию по делам ветеранов (The Veterans Administration), в составе которой учреждалось Бюро по делам ветеранов (Veterans Bureau), Пенсионное бюро департамента внутренних дел (the Bureau of Pensions of the Interior Department) и Национальный дом инвалидов (National Home for Disabled Volunteer Soldiers). Администрация по делам ветеранов помогала им приобретать жилье, гарантируя ипотечные кредиты. 27 июня 1934 г. Штаты приняли Национальный жилищный закон (National Housing Act, NHA). Он предусматривал создание Федеральной жилищной администрации (Federal Housing Administration, FHA), которая обеспечивала ипотечные кредиты частных заемщиков и национальных ипотечных ассоциаций. Первой такой ассоциацией стала знаменитая Fannie Mae (Federal National Mortgage Association)². Позднее создаются еще два гиганта ипотечного рынка — Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) и Ginnie Mae (Government National Mortgage Association). В 1970-х гг. эти корпорации выпускают на рынок ценные бумаги, дополнительно обеспеченные пулами ипотечных активов. Таким образом секьюритизация стала основным инструментом проведения в жизнь политики правительства в жилищной сфере. Первым на рынке был Ginnie Mae с выпуском ипотечных облигаций (Mortgage backed securities, MBS) в 1968 г.

Начало секьюритизации неипотечных активов датируют мартом 1985 г. (сделка

² Подробнее см. Казаков А.А., «Секьюритизация активов — эволюция института» // «Рынок ценных бумаг», № 19, 2003 г.

Sperry Corporation, обеспеченная поступлениями от продаж компьютерной техники в кредит). Постепенно новые классы активов вовлекались в процесс секьюритизации. Так, самым популярным активом после ипотечных кредитов стали займы на покупку автомобилей. Задолженность по кредитным картам, по потребительским кредитам, арендные платежи и любые другие активы, вплоть до таких экзотических, как страховые сборы (Catastrophe Bond, то есть облигации, платежи эмитента по которым приостанавливаются при наступлении определенных страховых случаев по покрытию) или текущие и ожидаемые роялти музыканта Дэвида Боуи. С развитием систем обработки больших объемов информации (Big Data) практически любой экономический актив можно проанализировать, а следовательно, и секьюритизировать, если это эффективно.

Глобально между немецкой и американской моделью секьюритизации есть одна принципиальная разница. Она проявила себя на ранних этапах и определила в дальнейшем значительные различия двух эмитентов. Речь идет о банкротстве эмитента, которое в американской практике всегда ведет к появлению единой конкурсной массы. Соответственно, европейский законодатель концентрировался на ограничении возможности мошеннических действий на рынке, ограничивая для этого круг потенциальных эмитентов covered bonds, а американский рынок искал функциональную замену отдельной конкурсной массе.

Такую замену нашли: если нельзя выделить отдельную конкурсную массу у банка-эмитента после банкротства, то нужно это сделать еще до него силами договорного права и корпоративного права. Так появились первые SPV. Сегодня выделение проектов на отдельные компании стало обыденной практикой, как и построение холдинговых структур. Однако так было не всегда: «Перекрестное владение акциями компаний является настолько привычным в современной экономике, что многие забыли, что практически без исключений право компании владеть акциями другой компании основано на реформистской деятельности законодателя. Общее право в Нью-Йорке и

практически всех других штатах основывалось на отрицании такого права, даже если обе компании работали на одном рынке»¹. Континентальное право, похоже, не знало подобных ограничений, однако и здесь проявляются различия в подходе к корпоративному регулированию: в то время как общее право изначально фокусировалось на раскрытии информации и правилах инвестиций средств публичных компаний, на континенте больше внимания уделяли форме обществ, правам участников, ответственности материнской компании по долгам дочерней и так далее.

SPV произрастает из концепции холдинга и общей доктрины ограничения ответственности. Однако первые SPV формировались в виде трастов, а не холдинговых структур. Отдельно холдинговая структура позволяла выпустить долговые бумаги с баланса SPV — облигации, но не давала достаточных гарантий на случай банкротства инициатора, то есть материнской компании. С помощью траста можно было надежно обособить активы, но в силу своей специфики он использовался только для эмиссии долевых бумаг². Сегодня SPV учреждается трастом или фондом и принадлежит им, а они, в свою очередь, не принадлежат никому. Это позволяет объединить преимущества изоляции от банкротства банка — инициатора секьюритизации и одновременно выпустить классические долговые бумаги для инвесторов. Связка траст-SPV известна рынку как «сиротская структура» (orphan structure).

Система была настолько эффективна, что ее использовали и для целей манипулирования балансом. Громкие банкротства, например корпорации Enron в 2001 г., и последовавший в 2008 г. ипотечный кри-

¹ Freedland F., History of Holding Company Legislation in New York State: Some Doubts as to the New Jersey First Tradition, 24 Fordham L. Rev. 369 (1955).

² Т.е. выпускать трастовые сертификаты, российским аналогом которых являются паи инвестиционных фондов и ипотечные сертификаты участия. Подробнее см. Казаков А.А., «К вопросу о применении конструкции траста российским правом» в Бэр Х.П., «Секьюритизация активов», 2006, стр. 507–524.

зис в США поставили под сомнение секьюритизацию как таковую. Высказывались мнения, что «более низкая стоимость фондирования для инициаторов [сделок по секьюритизации] попросту отражает перенос риска на необеспеченных третьих лиц».

Произошедшее подтвердило худшие опасения профессора Линна ЛоПаки, высказанные еще в 1994 г. в нашумевшей работе «Сделка без обеспечения», где он в принципе ставит под вопрос допустимость субординации и залогов как таковых: «Ст. 9 [Единообразного Торгового Кодекса США]¹ искусственно и несправедливо благоприятствует обеспеченным требованиям перед необеспеченными. Она фактически делает сделки необеспеченных кредиторов фиктивными. Она субординирует необеспеченных кредиторов и влечет для них негативные последствия на основании условий соглашений об обеспечении (заключенных должником с обеспеченными кредиторами), которые эти необеспеченные кредиторы не согласовывали и к которым у них даже не было доступа. Но условия таких соглашений являются юридически обязывающими несмотря на то, что они [объективно] могут быть неразумными. Эти причудливые правила... вызывают к жизни большие объемы обеспеченного кредитования, чем это было бы оптимальным»².

Оставая за скобками общие рассуждения об обеспечении и его последствиях для необеспеченных кредиторов, в случае с влиянием секьюритизации на кризис нужно отметить два момента.

Налицо использование SPV и трастов вне зависимости от секьюритизации, как это было в случае с Enron, банком «Российский Кредит» и подобными банкротствами. «Секьюритизация всегда представляет инициатору фондирование в обмен на продажу активов»³, причем по ставкам ниже, чем этот же инициатор может привлечь на рынке самостоятельно. Если данное условие не выполняется, то

не имеет смысла организовывать такую сложную и дорогостоящую сделку. Регуляторы проанализировали описанный риск, в результате появились более жесткие правила консолидации и оценки рисков, выраженные в Базеле II и III. Риску предположить, что практически идеальная предбанкротная отчетность Enron не смогла бы появиться с учетом данных правил⁴.

Американский ипотечный кризис стал спусковым крючком для масштабного обесценивания активов, однако владельцы стандартных MBS и ABS пострадали куда меньше, чем владельцы сложных деривативных продуктов типа CDO (Collateralized debt obligation). Последние формально являются разновидностью секьюритизации, но по сути преследуют цель повышения рейтинга активов, включенных в покрытие CDO за счет интегрированных в структуру выпуска кредитных деривативов и страховок. CDO оторваны от «реального сектора» — изначальных инициаторов кредитов. Это игра с риском в чистом виде⁵. Таким образом, мы имеем дело с тем же ненадлежащим использованием секьюритизации.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В РОССИИ

Российский рынок развивался по сценарию, похожему на американский: в 1997 г. создается Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК), которое начинает активно работать с 2001 г. Тогда же в парламент вносится законопроект «Об ипотечных ценных бумагах», который 11 ноября 2003 г. превращается в федеральный закон. Он предусматривал сразу три модели развития рынка, две облигационные — европейскую, когда право выпускать ипо-

⁴ Дополнительно см. Астраханцева М., Лещинский М. «Секьюритизация по-американски, или С какими иллюзиями нам придется расстаться?» // «Рынок ценных бумаг», июнь 2008 г.

⁵ Большинство участников рынка секьюритизации после кризиса 2008 г. считало, что институт CDO умер навсегда, однако недавно он стал возрождаться в несколько измененном виде. Подробнее см., например, текущие сделки Goldman Sachs: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-02-04/goldman-sachs-hawks-cdos-tainted-by-credit-crisis-under-new-name>.

¹ Здесь и далее в квадратных скобках примечания мои — А.К.

² LoPucki, *The Unsecured Creditor's Bargain* // 80 Va. L. Rev. 1887, 1994

³ Schwarcz S., *ibid*

течные облигации получили банки, при этом эмиссия производится с баланса банка, а покрытие выделяется в отдельную конкурсную массу, и американскую, то есть классическую секьюритизацию через SPV с передачей покрытия с баланса инициатора, — и одну трастовую, а именно ипотечные сертификаты участия (ИСУ). В отличие от облигаций, ИСУ — долевой инвестиционный инструмент. Он предполагает распределение денежных потоков покрытия между владельцами ИСУ без гарантии выплат номинала.

В 2005–2006 гг. происходят первые сделки с российскими активами. Это уже упомянутая секьюритизация автокредитов банка «СОЮЗ» и секьюритизации потребительских кредитов «Хоум Кредит & Финанс Банка» и «Русского Стандарта», диверсифицированных платежных прав Альфа-Банка, лизинговых платежей компании «Магистраль Финанс», компании «Инвестиционный партнер» и ФК «Объединенные инвесторы»¹. Однако эти сделки проводились еще по иностранному праву. Российский ФЗ об ИЦБ не работал, так как отсутствовала подзаконная нормативная база, но при этом закон содержал ряд избыточных и неэффективных требований. Такие сложности удалось преодолеть в конце 2006 г. в первом российском выпуске ипотечных облигаций для «ГПБ-Ипотека» (на момент выпуска — АКБ «Совфинтрейд»). Отсутствовавшее на момент выпуска в ФЗ об ИЦБ транширование пришлось функционально заменить выпуском привилегированных акций ипотечного агента (SPV), благодаря чему было сформировано денежное покрытие (first loss cash collateral), а инициатору передано право на весь спред (excess spread) между выплатами по ипотечным облигациям и поступлениями по покрытию. Абсурдное требование закона о страховании жизни ипотечных заемщиков в пользу самих заемщиков (при том, что рыночным стандартом являлось страхование в пользу банка) обошли путем страхования жизни третьими лицами на номинальные суммы.

В прессе плохо освещена интересная сделка 2005 г. — первая балансовая секьюритизация по российскому праву. Речь идет о выпуске облигаций Банка Жилищного Финансирования, обеспеченных залогом требований по жилищным кредитам, выданным на этапе строительства. В соответствии с действовавшей редакцией ст. 27.3 ФЗ о РЦБ, залоговые облигации обеспечивались залогом недвижимого имущества или ценных бумаг. Требования по жилищным кредитам не могли быть переданы с покрытием залоговой облигации. Эту сложность преодолели путем отказа от выпуска облигации с залоговым обеспечением, вместо нее эмитировался классический бонд под поручительство, а также бумага с залогом требований по жилищным кредитам на основании общих норм ГК, ведь запрета на дополнительное обеспечение обыкновенной облигации нигде не установлено. Пришлось решить ряд юридических задач, связанных с постепенным уменьшением стоимости предмета залога, но в итоге на рынок вышла балансовая долговая бумага, платежи по которой производились в первую очередь за счет покрытия.

Сегодня достигнуты значительные объемы ипотечной секьюритизации. Согласно аналитическому отчету АИЖК², за первые семь месяцев 2015 г. состоялось 12 выпусков ИЦБ на сумму 52.9 млрд руб. Среди них два выпуска осуществлены с баланса банка. Доля ипотечных ценных бумаг, выпущенных через специального ипотечного агента (SPV), составила 86% общего объема выпуска ИЦБ (в 2013 г. — 76.3%, а в 2014 г. — 84.5%). По данным на 01.07.2015, на рынке обращается 77 выпусков ИЦБ (167 траншей) на сумму около 418.6 млрд руб., что составляет примерно 11.4% задолженности по ипотечным жилищным кредитам.

После становления рынка российских ипотечных ценных бумаг следующими двумя большими шагами вперед были:

¹ Подробнее об этих сделках см. Анисимов А., Иполитов А., «История российской секьюритизации активов» // «Рынок ценных бумаг», № 11, 2006 г.

² Ежеквартальный отчет аналитического центра АО «АИЖК», август 2015 г., «Рынок жилья и ипотечного кредитования: итоги I полугодия 2015 г.», http://www.ahml.ru/common/img/uploaded/files/agency/reporting/quarterly/report2q_2015.pdf

- принятие ФЗ от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», более известного как Закон о секьюритизации, большинство положений которого вступили в силу с 1 июля 2014 г.;

- принятие масштабных поправок в Гражданский кодекс РФ¹.

Поскольку эти этапы относятся скорее не к истории, а к настоящему секьюритизации, то я рассмотрю их только тезисно.

Итак, начиная с 2014 г. российское право дает возможность выпуска облигаций, обеспеченных залогом практически любых активов, в том числе требований по кредитам и займам, включая и коммерческую задолженность. Такие требования могут как существовать на балансе инициатора, так и возникать в будущем. Аналогично законодатель поступил и с залогом, разрешив залог будущих прав (п. 2 ст. 336, п. 2. ст. 341, п. 2. ст. 358.1 ГК РФ), а также залог в обеспечение будущих требований (п. 3. ст. 341 ГК РФ).

Для целей непотечной секьюритизации могут быть созданы два вида СПV: специализированное финансовое общество (СФО) и специализированное общество проектного финансирования (СОПФ). Деятельность СФО носит общий характер, тогда как СОПФ создается исключительно для финансирования долгосрочного (на срок не менее трех лет) инвестиционного проекта².

Логика законодателя в описании общего и частного вида финансовых обществ, вероятнее всего, заключается в упрощении включения того или иного вида секьюритизации в программы государственной или квазигосударственной поддержки. Так, действующие положения о предоставлении государственных

гарантий³ довольно просто могут быть адаптированы под проекты, реализуемые через СОПФ.

С Законом о секьюритизации и новеллами ГК РФ в российское право также пришли некоторые лучшие западные практики:

- ограничение права на банкротство SPV;
- замена SPV, что ранее практиковалось только для управляющих компаний ИСУ;
- введение общего собрания владельцев облигаций и представителя владельцев облигаций⁴;
- введение управляющего залогом (security trustee);
- возможность договорного субординирования требований кредиторов;
- выступление кредиторов *pari passu* в качестве созалогодержателей;
- возможность предоставления гарантий и заверений, имеющих правовые последствия;
- возможность согласования финансовых и поведенческих ковенантов;
- использование счетов эскроу, номинальных и залоговых счетов;
- независимая гарантия, которую могут выдавать коммерческие организации;
- право сторон договора установить последствия его недействительности;
- контракты *take-or-pay* (абонентские договоры);
- опционы, в том числе опцион на заключение договора;
- плата за односторонний отказ от договора;
- ряд других новелл.

Таким образом, в настоящий момент российское право в целом позволяет проводить сделки по секьюритизации на уровне принятых международных стан-

¹ В первую очередь ФЗ от 21 декабря 2013 г. № 367-ФЗ «О внесении изменений в часть первую Гражданского кодекса Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных законодательных актов (положений законодательных актов) Российской Федерации» и ряд других законов о внесении изменений в ГК.

² Подробнее см. например Сулос Р., «Неипотечная секьюритизация в России: есть ли будущее?» // «БАНК-надзор», №1 (3)/I полугодие 2015 г.

³ Например, Постановление Правительства РФ от 11.10.2014 № 1044 «Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования» и Постановление Правительства РФ от 14.12.2010 № 1016 «Об утверждении Правил отбора инвестиционных проектов и принципалов для предоставления государственных гарантий Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым на осуществление инвестиционных проектов».

⁴ Назначение представителя владельцев облигаций станет обязательным с 01.07.2016.

дартов. И это можно только приветствовать, поскольку, по данным Банка России и Ассоциации российских банков, помимо ипотеки на российском рынке сейчас есть более 11 трлн руб. активов, пригодных для секьюритизации¹.

Однако рынок пока не спешит: закрытых сделок очень мало. На конец 2015 г. есть данные о секьюритизациях автокредитов Кредит Европа Банка (сделка прошла с переподпиской), а также лизингового портфеля банка «Уралсиб».

Практика ФРС и ЕЦБ по поддержке банковского сектора в кризис основывалась на кредитовании под залог MBS и ABS. В отличие от Банка России, иностранные регуляторы не берут в обеспечение неупакованные кредиты или векселя². В любом случае, центральные банки в кризис поддерживали рынок именно через секьюритизацию. На этом фоне удивительна позиция ЦБ РФ, который внес поправку в свою Инструкцию от 03.12.2012 № 139-И «Об обязательных

нормативах банков», которая повышает нагрузку на норматив достаточности для владельцев младших траншей со 100% до 1250%, а в дополнение устанавливает минимальный порог участия банка-оригинатора на уровне 20%. При этом неипотечные выпуски пока формально не могут быть включены в Ломбардный список ЦБ РФ.

Параллельно Банк России ограничивает инвестирование пенсионных накоплений в ИСУ (с 40% портфеля до 10% совокупно для ИСУ и других бумаг со слабым кредитным качеством). Последний шаг представляется правильным, тогда как первый, скорее всего, убьет неипотечную секьюритизацию.

При этом пенсионная система нуждается в инструменте со стабильной долгосрочной доходностью. Потенциально возможный объем инвестиций НПФ и ГУК в ИЦБ может составить 833.4 млрд руб. (378.2 млрд руб. — НПФ, 455.2 млрд руб. — ГУК), что на 670.2 млрд руб. выше текущего уровня инвестиций.

Таким образом, российская секьюритизация повторяет путь своего западного прародителя от взрывного интереса и бума в конце 2000-х до довольно прохладного отношения со стороны регулятора в середине 2010-х. Но сегодня однозначно можно сказать, что секьюритизация в России выжила в сложной борьбе и имеет все шансы на успешное будущее.

¹ Материалы II Всероссийской конференции «Секьюритизация ипотечных и неипотечных активов. Перспективы российского рынка» от 14 марта 2014 г., <http://event-mbs.ru/event/sekyuritizatsiya-ipotechnyih-i-neipotechnyih-aktivov>.

² См., например, Guideline (EU) 2015/510 of the ECB of 19 December 2014 on the implementation of the Eurosystem monetary policy framework (ECB/2014/60), OJ L 91, 2.4.2015, p. 3.