**Ольга ГЕХТ,**
вице-президент – старший кредитный эксперт группы структурированного финансирования, Moody's Investors Service

Работает в Moody's Investors Service с 2005 года и занимает позицию вице-президента – старшего кредитного эксперта группы структурированного финансирования в команде, отвечающей за присвоение рейтингов ипотечным ценным бумагам в странах Европы, Ближнего Востока и Африки. Ольга является координатором деятельности Moody's на рынках структурированного финансирования России и других стран СНГ и в этой роли руководит процессами присвоения рейтингов и взаимодействия с инвесторами на этих рынках. Ольга также отвечает за анализ и оценку сделок ИЦБ, выпускаемых в России и Великобритании.

До прихода в агентство Moody's занимала должность аналитика в отделе финансового контроля и управления в Citigroup.

**Станислав НАСТАСЬИН,**
младший вице-президент – аналитик группы структурированного финансирования, Moody's Investors Service

Работает в команде, отвечающей за присвоение рейтингов ипотечным ценным бумагам в странах Европы, Ближнего Востока и Африки, с октября 2012 года и в основном отвечает за анализ и оценку сделок ИЦБ, выпускаемых в России и Нидерландах. Станислав также работал в команде RMBS с февраля 2007 по сентябрь 2010 года.

До прихода в агентство Moody's занимал должность помощника менеджера в отделе аудита финансовых институтов в KPMG. С октября 2010 по октябрь 2012 года занимал должность старшего эксперта в компании BearingPoint GmbH, в отделе Banking Operations and Applications.

Станислав закончил экономический факультет Сибирской аэрокосмической академии (г. Красноярск). В 2001 году он получил степень мастера в области международных экономических отношений Университета г. Констанц (Германия), а в 2005 году — степень кандидата экономических наук в том же университете.

# Российский рынок секьюритизации: показатели кредитного качества останутся стабильными

**Объемы выпуска ипотечных ценных бумаг продолжили стремительно расти в 2013 году. За прошлый год Moody's присвоило рейтинги 11 выпускам российских ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой (ИЦБ), и одному выпуску ценных бумаг, обеспеченных финансовыми активами (ABS). Мы также повысили рейтинги облигаций, выпущенных шестью эмитентами ипотечных ценных бумаг, в результате изменения нашего подхода к моделированию российских сделок с ИЦБ. В 2014 году увеличение объемов эмиссии ИЦБ продолжится, мы ожидаем новых трансакций ABS. При этом показатели кредитного качества российских сделок с ИЦБ и с ABS останутся относительно стабильными, несмотря на некоторое ослабление стандартов андеррайтинга и ухудшение характеристик секьюритизированных портфелей. Стабильный прогноз обусловлен хорошими показателями текущих сделок, продолжающимся, хотя и более медленными темпами, экономическим ростом и стабилизацией цен на жилье.**

Показатели кредитного качества портфелей в российских сделках с ипотечными ценными бумагами (ИЦБ) были стабильными в течение 2013 года. Доля кредитов с просрочкой в 60 дней или больше, как процент от текущего баланса в российских рублевых сделках с ИЦБ, понизилась с 2.49% в апреле 2009 года до 0.84% в сентябре 2013 года (см. Рисунок 1). За тот же период доля кредитов с просрочкой больше, чем 60 дней, но меньше, чем 90 дней как процент от текущего баланса понизилась с 0.68% до 0.19%, а также стабилизировался рост объема дефолтных закладных накопленным итогом (см. Рисунки 2 и 3). Кредитные характеристики трансакций стабилизировались в посткризисный период в первую очередь в результате снижения уровня безработицы и стабилизации цен на рынке недвижимости. Как и ожидалось, показатели кредитного качества портфелей, номинированных в иностранной валюте, были значительно хуже, чем показатели рублевых портфелей.

**Выдача ипотечных кредитов сконцентрирована на кредитоспособных заемщиках.** Хорошие показатели кредитного качества ипотеки в России частично обусловлены низким уровнем проникновения ипотечного кредитования. До сих пор ипотечные кредиты предоставлялись в первую очередь кредитоспособным заемщикам.

Кроме того, согласно данным Росстата, номинальный и реальный уровни заработной платы постоянно растут (в 2009 году наблюдалось некоторое снижение, но рост возобновился уже в 2010 году). В октябре 2013 года средний уровень номинальной заработной платы в стране составлял приблизительно 30 000 руб. (см. Рисунок 4). При этом в сделках, в которых большая часть ипотечных кредитов была выдана в центральных регионах, средний уровень ежемесячного платежа по ним равен 25 000 руб., а в сделках с равномерным распределением кредитов по всем регионам страны средний уровень ежемесячного платежа равен примерно 17 000 руб. Поскольку ипотечные кредиты в российских сделках с ИЦБ имеют фиксированную процентную ставку и в ближайшее время ожидается продолжение роста номинальных зарплат, мы не ожидаем проблем, связанных с платежеспособностью заемщиков в существующих сделках с ИЦБ, если, конечно, не произойдет резкого роста уровня безработицы.

**Уровень досрочного погашения кредитов в рублевых сделках составляет приблизительно 15%.** Как показано на Рисунке 5, уровень досрочного погашения кредитов в рублевых портфелях резко уменьшился на пике кризиса (осень 2008 г. — весна 2009 г.) и достиг рекордно низкого значения 5% в год. К середине 2009 года уровень досрочного погашения стабилизировался и сейчас находится на отметке около 15% в год.

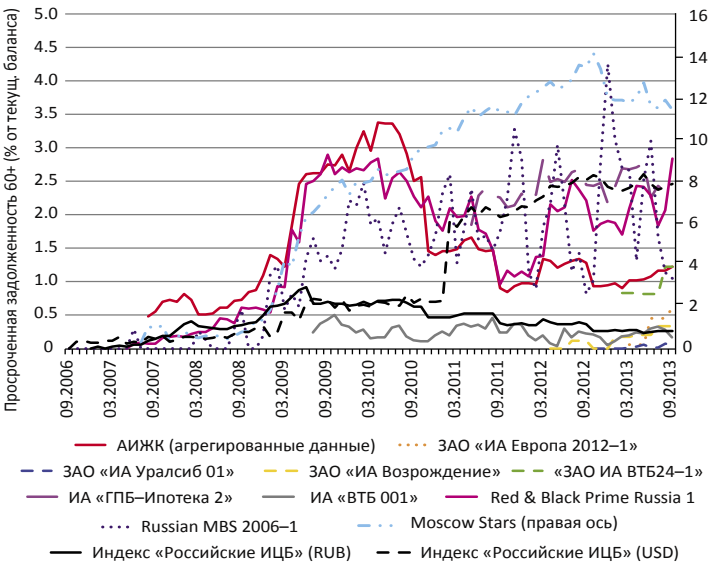



**Рисунок 1**
**Российские ИЦБ: просроченная задолженность более 60 дней**

Источники: Moody's Investors Service, Moody's Performance Data Service, периодические отчеты сервисеров и расчетных агентов

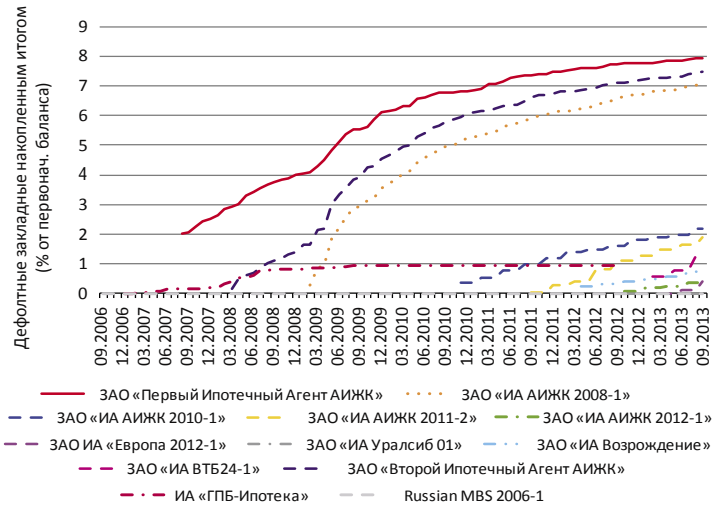



**Рисунок 2**
**Российские ИЦБ: дефолтные закладные накопленным итогом**

Источники: Moody's Investors Service, Moody's Performance Data Service, периодические отчеты сервисеров и расчетных агентов

## СТРУКТУРА ИПОТЕЧНОГО ПОКРЫТИЯ В РОССИЙСКИХ СДЕЛКАХ С ИЦБ ПОСТЕПЕННО ИЗМЕНЯЕТСЯ

**Стандарты андеррайтинга стали строже, чем до кризиса.** Одним из последствий кризиса стало снижение показателей кредит/залог (К/З) и платеж/доход (П/Д). В настоящее время лишь несколько банков предлагают кредиты с К/З более 95% и большинство банков требуют, чтобы отношение П/Д было около 50–60%. Кроме того, все оригинаторы не только используют данные бюро кредитных историй (БКИ) при андеррайтинге ипотечных кредитов, но и сами предоставляют БКИ данные о своих заемщиках, что значительно увеличивает объем и повышает качество информации, хранящейся в БКИ. Многие банки вообще прекратили выдачу валютных кредитов. Кроме этого, оригинаторы осознали важность проверки того, насколько точно произведена оценка предмета залога. Многие из них сейчас имеют собственные команды оценщиков, которые проверяют отчеты сторонних оценочных организаций, основываясь на собственном опыте и на информации, находящейся в свободном доступе.

Тем не менее, стоит отметить, что в течение 2013 года мы наблюдали некоторое ослабление стандартов андеррайтинга, которое объясняется усилением конкуренции среди банков после кризиса. Результатом таких послаблений является некоторое снижение характеристик кредитного качества секьюритизируемых кредитов, как видно в Таблице 1, которая показывает агрегированные характеристики ипотечного покрытия российских сделок с ИЦБ (характеристики портфелей последних сделок секьюритизации приведены в Таблице 2). Если данная тенденция не будет сопровождаться введением дополнительных мер контроля кредитного качества, это может привести к повышению частоты дефолтов в портфелях с недавно выданными секьюритизированными кредитами.

**Ипотечные кредиты, выданные заемщикам с неподтвержденными доходами.** В результате усиления конкуренции в 2013 году на рынке опять появились продукты, выданные заемщикам без подтверждения доходов. Более того, такие кредиты уже попали в некоторые секьюритизируемые портфели. Такой продукт характеризуется тем, что для получения ипотечного кредита заемщик должен предоставить всего несколько документов (обычно это паспорт или другой документ, удостоверяющий личность, и документ, подтверждающий прописку). При этом оригинатор не просит предоставить подтверждение дохода, то есть величина дохода просто указывается заемщиком в заявке на кредит. Поскольку реальный доход заемщика может отличаться от указанного в заявке, то есть его реальная платежеспособность может быть ниже предполагаемой,

вероятность дефолта по такому продукту может быть высокой, в особенности в случае экономического кризиса. Оригинаторы обычно предъявляют дополнительные требования к этим продуктам, направленные на снижение риска, например вводят ограничения по значению К/З, срокам и назначению кредита. Тем не менее, мы ожидаем, что такие продукты будут показывать более высокую частоту дефолтов по сравнению со стандартными продуктами. Поэтому мы используем повышенную вероятность дефолта для таких ипотечных кредитов как в ожидаемых, так и в стрессовых сценариях при моделировании трансакции[1].

## ПОЯВЛЯЮТСЯ НОВЫЕ СТРУКТУРЫ СДЕЛОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

**Первая сделка с ИЦБ с использованием ипотечного страхования.** В декабре 2013 года закрылась первая российская сделка с ИЦБ, в которой было применено ипотечное страхование портфеля (lender's mortgage insurance, LMI). Оригинатором в сделке выступил ТрансКапиталБанк[2]. По всем секьюритизированным кредитам заключены договоры ипотечного страхования со «Страховой компанией АИЖК» (СК АИЖК), которая является дочерней организацией АИЖК, находящейся в государственной собственности. Страховое возмещение покрывает до 100% основной суммы кредита, а также наращенные проценты, начисленные на остаток основной суммы, и определенные расходы на обращение взыскания на предмет залога.

В этой сделке наличие ипотечного страхования в структуре трансакции привело к снижению уровня поддержки кредитного качества, требуемого для достижения рейтинга на уровне Baa3(sf) для старшего транша выпущенных облигаций, с 20.5% до 14.5%.

**Эволюция контрагентов в сделках с ИЦБ (специализированные депозитарии, оригинаторы и сервисные агенты, рейтинг которым не присваивался).** В результате стремительного роста рынка секьюритизации появляются новые организации, выполняющие роль специализированного депозитария и управляющей компании ипотечного агента в сделках с ИЦБ. Специализированный депозитарий и управляющая компания играют главные роли в российских трансакциях с ИЦБ, поскольку невыполнение этих функций может привести к убыткам для ипотечного агента и в некоторых случаях

[1] См. Closed Joint Stock Company Mortgage agent VTB24-2, отчет о новой эмиссии, январь 2014

[2] См. «Закрытое акционерное общество «Ипотечный агент ТКВ-1», предпродажный отчет, декабрь 2013

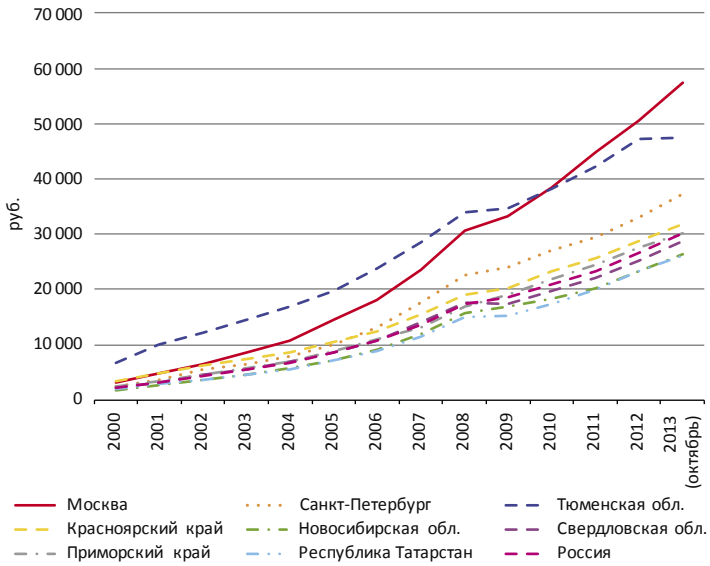



**Рисунок 3**
**Номинальная заработная плата в регионах Российской Федерации**
Источник: Росстат

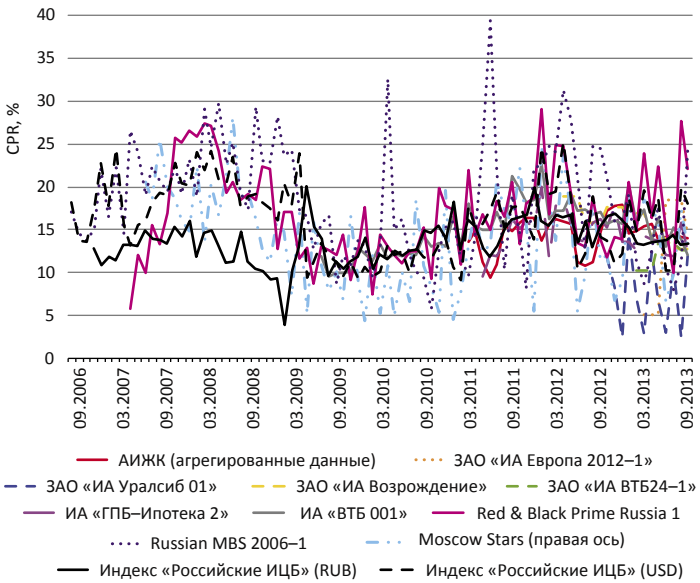



**Рисунок 4**
**Российские ИЦБ: условная ставка досрочного погашения (CPR)**

Источники: Moody's Investors Service, Moody's Performance Data Service, периодические отчеты сервисеров и расчетных агентов

— к дефолту по выпущенным облигациям[1]. Поэтому при анализе трансакций мы проводим детальную оценку этих организаций. Финансовая устойчивость этих компаний и имеющийся у них опыт могут оказать влияние на уровень максимально достижимого рейтинга в российских сделках с ИЦБ. Показателем финансовой устойчивости может быть рейтинг потенциального специализированного депозитария, рейтинг его материнской компании либо его кредитная оценка (credit estimate). Участие в сделке специализированного депозитария или управляющей компании, не имеющих необходимого опыта либо имеющих сравнительно низкий уровень финансовой устойчивости, может негативно повлиять на рейтинг старшего транша, если не будут приняты дополнительные меры по повышению кредитного качества.

В 2013 году мы также видели сделки, в которых оригинатор и сервисный агент имели низкие рейтинги. Выполнение ключевых ролей в сделках контрагентами, не имеющими достаточного опыта, может стать источником дополнительных рисков в структуре сделки, что также может привести к уменьшению максимально возможного рейтинга для старшего транша при отсутствии дополнительных элементов поддержки кредитного качества[2]. Кроме того, ограниченность исторической информации по этим организациям вносит фактор дополнительной неопределенности в отношении того, как ипотечные кредиты, выданные или обслуживаемые этими организациями, будут вести себя в условиях экономического стресса. Поэтому при моделировании таких сделок мы предполагаем, что во время экономического кризиса портфели активов в этих сделках будут показывать повышенную волатильность показателей кредитного качества.

**Первый выпуск рублевых ценных бумаг, обеспеченных российскими потребительскими кредитами (consumer loan ABS).** В ноябре 2013 года мы присвоили рейтинг первому после кризиса выпуску российских ценных бумаг ABS, ООО «ХК Финанс». Оригинатором кредитов является ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк»[3]. Эта

[1] См. отчет Specialised Depositary and Management Company Roles Are Critical in Russian RMBS, май 2013 г.

[2] См. отчет «Каким образом трансакциям секьюритизации в России были присвоены рейтинги инвестиционного уровня несмотря на низкие рейтинги оригинаторов/сервисных агентов?», ноябрь 2013 г.

[3] См. ООО «ХК Финанс», предпродажный отчет, сентябрь 2013 г.

трансакция является первым российским выпуском рублевых ценных бумаг, обеспеченных потребительскими кредитами.

Активы, использовавшиеся в данной сделке — рублевые кредиты с фиксированной процентной ставкой. Эти активы были приобретены голландским спецюрлицом («голландским покупателем») с целью защиты от потенциальной неплатежеспособности российского эмитента. Как показано на Рисунке 6, российский эмитент предоставляет в кредит средства, вырученные за счет размещения облигаций, голландскому покупателю. Голландский покупатель использует этот кредит для финансирования покупки прав требования по потребительским кредитам у банка-оригинатора. Передача эмитентом и голландским покупателем прав требования в залог агенту по обеспечению (security trustee) обеспечивает защиту по голландскому законодательству, что позволяет производить выплаты инвесторам, даже если российский эмитент становится неплатежеспособным.

Благодаря наличию в структуре данной сделки двух спецюрлиц, несмотря на офшорную продажу активов, выпуск ценных бумаг может быть осуществлен в России, что позволяет более широкому кругу инвесторов приобрести данные ценные бумаги. Это благоприятный для сделки фактор, поскольку некоторые отечественные инвесторы, такие как российские пенсионные фонды, могут инвестировать только в активы, выпущенные на российском рынке.

## ОСНОВНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ПОДХОДА К МОДЕЛИРОВАНИЮ РОССИЙСКИХ СДЕЛОК С ИЦБ В 2013 ГОДУ — ПРЕКРАЩЕНИЕ МОДЕЛИРОВАНИЯ ЛИКВИДАЦИИ ЭМИТЕНТА

В связи с изменениями в Закон об ИЦБ, вступившими в силу в январе 2013 года, мы изменили наш подход к моделированию сделок с российскими ИЦБ. Одним из основных изменений Закона об ИЦБ является запрет добровольной ликвидации эмитента в случае существования непогашенных размещенных или находящихся в обращении облигаций этого эмитента, что значительно снизило риск ликвидации эмитента. До принятия поправок к закону мы исходили из того, что эмитент, размер чистых активов которого имеет отрицательную величину, должен будет принять решение о своей добровольной ликвидации и продаже активов. Таким образом, нам необходимо было учитывать соответствующие рыночные риски при моделировании. После проведения анализа всех изменений Закона об ИЦБ и с учетом запрета на добровольную ликвидацию эмитента мы решили в дальнейшем не моделировать риск ликвидации эмитента.

В результате этого изменения к подходу моделирования российских сделок с ИЦБ 1 октября 2013 года мы повысили кредитные рейтинги облигаций, выпущенных следующими эмитентами: ЗАО «Ипотечный агент Европа 2012-1», ЗАО «Ипотечный агент НОМОС», ЗАО «Ипотечный агент Возрождение 2», ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2010-1», ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2011-2» и ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2012-1». Среднее повышение рейтинга составило один уровень.

| Параметр | Диапазон | Тенденция |
|---|---|---|
| Текущее средневзвешенное отношение К/З* | 47–64% | Слегка увеличивается |
| Средневзвешенная процентная ставка | 11.5–14% | Слегка увеличивается |
| Средневзвешенная выдержка портфеля (seasoning) | 1–5 лет | Слегка уменьшается |
| Доля заемщиков — индивидуальных предпринимателей | 0–12% | Стабильно |
| Доля заемщиков, доход которых был подтвержден по форме банка** | 16–62% | Слегка увеличивается |
| Доля индивидуальных домов | 0–8% | Стабильно |
| Средняя величина кредита, млн руб. | 0.9—2.2 | Слегка увеличивается |
| Средняя стоимость объекта залога, млн руб. | 1.8—3.9 | Слегка увеличивается |
| Доля заемщиков с негативной кредитной историей | 10–20% заемщиков в выборках имеют (обычно незначительную) техническую просрочку по другим кредитам, которая была погашена в прошлом | |
| Цена покупки недвижимости | Цена покупки недвижимости в среднем на 10–20% ниже, чем оценочная стоимость | |

**Таблица 1**
**Основные характеристики ипотечного покрытия в российских сделках с ИЦБ**

* Основано на стоимости независимых оценщиков

** Исключая трансакции АИЖК

Источник: расчеты Moody's

**Таблица 2. Характеристики портфелей в последних российских сделках с ИЦБ**

| Наименование трансакции | ИА «Райффайзен 01» | ИА «ПСБ-2013» | ИА «ХМБ-1» | ИА «Открытие 1» | ИА «ИТБ 2013» | ИА «Абсолют-2» | ИА «ВТБ24-2» | ИА «ТКБ-1» |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Оригинатор | Райффайзенбанк | Промсвязьбанк | Ханты-Мансийский Банк | Банк «ОТКРЫТИЕ» | Инвестторгбанк | Абсолют Банк | ВТБ 24 | ТрансКапиталБанк |
| Дата закрытия | 21.06.13 | 28.07.13 | 19.07.13 | 13.09.13 | 12.11.13 | 20.12.13 | 12.12.13 | 27.12.13 |
| Рейтинг старшего класса на 11.02.14 | A3 (sf) | Baa3 (sf) | Baa3 (sf) | Baa3 (sf) | Baa3 (sf) | Baa3 (sf) | Baa2 (sf) | Baa3 (sf) |
| Первоначальный баланс портфеля на дату закрытия | 5.0 млрд руб. | 3.1 млрд руб. | 6.5 млрд руб. | 4.4 млрд руб. | 3.5 млрд руб. | 8.2 млрд руб. | 29.2 млрд руб. | 4.5 млрд руб. |
| Средневзвеш. К/З | 51.46% | 57.80% | 54.03% | 54.20% | 63.05% | 56.28% | 54.50% | 52.44% |
| Доля кредитов с К/З > 70% | 13.62% | 35.80% | 20.44% | 15.30% | 45.31% | 23.99% | 23.80% | 19.62% |
| Средневзвеш. индексированное значение К/З | 48.31% | 55.58% | 47.60% | 49.60% | 59.93% | 53.22% | 49.75% | 48.64% |
| Средневзвеш. процентная ставка | 12.59% | 13.18% | 12.17% | 13.93% | 13.54% | 12.16% | 12.36% | 13.54% |
| Доля ИП | 0.00% | 0.00% | 1.30% | 11.10% | 3.14% | 9.43% | 6.60% | 14.03% |
| Доля заемщиков с доходом, подтвержденным по форме банка | 15.05% | 54.07% | 57.7% | 61.5% | 37.24% | 54.11% | 46.59% | 73.27% |
| Максимальная региональная концентрация | 30.74% (Москва) | 13.55% (Москва) | 88.38% (ХМАО) | 17.0% (Санкт-Петербург) | 12.49% (Республика Татарстан) | 20.29% (Московская обл.) | 17.9% (Москва и Московская обл.) | 34.66% (Москва) |

## ПРОГНОЗ НА 2014 ГОД: ОЖИДАЕТСЯ РОСТ ОБЪЕМА НОВЫХ ЭМИССИЙ

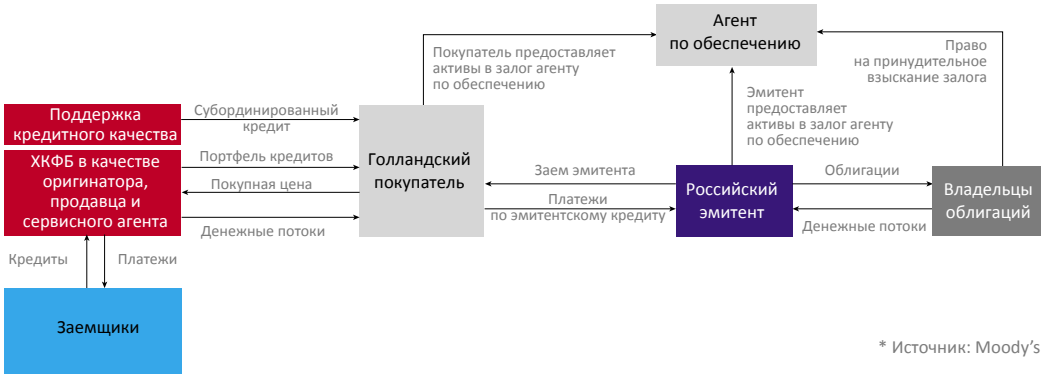
**Показатели кредитного качества российских сделок ИЦБ и ABS останутся стабильными.** Мы ожидаем, что в течение ближайших двух-трех лет доля просроченных кредитов в российских сделках с ИЦБ останется на стабильном уровне, несмотря на ухудшение экономических показателей и характеристик секьюритизируемых портфелей, поскольку мы ожидаем, что экономика в целом и цены на недвижимость в частности продолжат свой рост. Риски для стабильного роста в течение трех-пяти лет могут возникнуть в результате значительного снижения темпов экономики и, как следствие, ослабления финансового сектора. Описанное выше ослабление критериев андеррайтинга компенсируется накоплением опыта оригинаторами, а также более активным использованием данных БКИ. Кроме того, увеличение показателя К/З ограничено российским законом об ИЦБ, который устанавливает максимальный К/З секьюритизированных кредитов на уровне 80%.

Мы также ожидаем, что показатели кредитного качества потребительских кредитов, секьюритизированных в первой российской сделке ABS, останутся стабильными, несмотря на то что сохраняется некоторая неопределенность, связанная с высокими процентными ставками по этим продуктам. Тем не менее, в сделке «ХК Финанс» эта неопределенность смягчается строгими критериями приемлемости, предъявляемыми к активам в секьюритизированном портфеле, а также к активам, добавляемым в портфель в течение револьверного периода.

**Новые российские сделки ABS могут быть проведены в 2014 году.** В связи с тем что трансакции ABS способствуют диверсификации источников фондирования банков, успешное проведение первой внутренней трансакции ABS в России может послужить положительным примером для других российских сделок ABS. Мы ожидаем, что в 2014 году будут проведены новые трансакции ABS, которые будут иметь либо псевдовнутренние структуры, как в первой рублевой сделке ABS, либо будут использовать положения нового закона о секьюритизации, который вступает в силу в июле 2014 года.

**В 2014 году ожидается увеличение объемов эмиссии в сделках с ИЦБ.** В 2014 году мы

**Рисунок 5. Упрощенная структурная схема ООО «ХК Финанс»**




* Источник: Moody's

ожидаем увидеть примерно 15 новых трансакций с ИЦБ в России (против 11 в 2013 году) с общим объемом выпуска приблизительно 100–110 млрд руб. Продолжение действия программ АИЖК по выкупу ИЦБ и завершение действия программы Внешэкономбанка (ВЭБ) будут основными факторами, влияющими на число новых трансакций и их объемы в текущем году. АИЖК уже опубликовало стандартные критерии по текущей программе выкупа ИЦБ. В 2013 году АИЖК анонсировало два транша этой программы, каждый размером в 20 млрд руб., которые будут использованы для выкупа ИЦБ в 2014 году.

Несмотря на то что ВЭБ сворачивает свою программу выкупа ИЦБ, на 2014 год уже достигнуты соглашения с девятью банками-оригинаторами. Согласно данным, которые опубликовал ВЭБ[1], банк планирует выкупить ИЦБ на сумму приблизительно 66 млрд руб. в 2014 году.

Мы также ожидаем выхода на рынок ИЦБ новых частных инвесторов — большей частью негосударственных пенсионных фондов и инвестиционных компаний, а также, возможно, иностранных инвесторов. В течение ближайших трех-пяти лет негосударственные инвесторы будут увеличивать свою долю на российском рынке ИЦБ, в то время как уровень государственной поддержки будет постепенно снижаться.

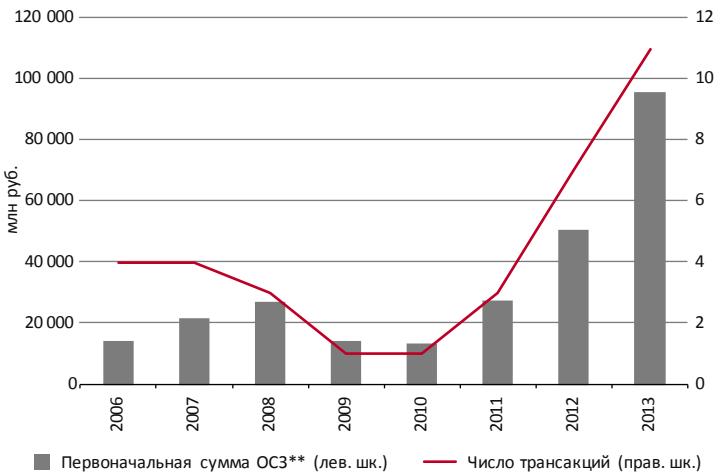
[1] Источник: http://veb.ru/agent/mrtg/prg/

**Рисунок 6**
**Эмиссии ИЦБ, которым был присвоен рейтинг Moody's***

* Остаток основного долга облигаций, выпущенных в иностранной валюте, был пересчитан в рубли по курсу ЦБ РФ на 30.12.2013

** Сумма основного долга всех облигаций, включая транши, которым рейтинг не присваивался

Источник: Moody's



**Крупнейшая в России конференция для профессионалов рынка секьюритизации**

**Третья ежегодная профессиональная конференция**

# ИПОТЕЧНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ и СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В РОССИИ • 2014

**9 октября 2014 года, Москва, «Кортъярд Марриотт Москва Центр»**

**Организатор:**

Cbonds congress

**Спонсоры*:**

STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES McGRAW HILL FINANCIAL

MOODY'S INVESTORS SERVICE

МОСКОВСКАЯ БИРЖА

Программа ориентирована на профессиональное и подробное обсуждение практических аспектов инвестирования, юридического сопровождения, налогового и законодательного регулирования сделок с ипотечными ценными бумагами, а также практики секьюритизации других типов активов.

К участию приглашаются банки-оригинаторы, организаторы сделок, агенты, ипотечные компании, рейтинговые агентства, консультанты, юристы, управляющие компании, депозитарии, а также российские и иностранные инвесторы.

На конференции будет обеспечен синхронный перевод (языки: русский и английский).

**Стоимость участия: 22 000 руб.**

**При регистрации до 9 августа 2014 предоставляется скидка 10%**

**Программа, спонсорство:**
Екатерина Гриценко
kate@cbonds.info
Тел. +7 (812) 336-97-21 *223

**Регистрация:**
Елена Мокрицкая,
elena@cbonds.info
Тел. +7 (812) 336-97-21 *104

* Спонсоры, подтвердившие свое участие на дату сдачи Энциклопедии в печать (март 2014 г.)

**www.cbonds-congress.com**