Евгений НАУМОВ,
CFA, директор,
АО «НФК-Сбережения»

Закладные на движимое имущество и права как инструмент развития рынка облигаций с обеспечением

Российский рынок имеет богатую историю сделок секьюритизации ипотечных активов, но по ряду обстоятельств облигации, обеспеченные иными активами, так и не получили широкого распространения. Причина может крыться и в слабой адаптированности налоговой системы для некоторых типов сделок, например связанных с секьюритизацией лизинговых активов, и в недостаточной проработанности стандартов эмиссии. Возможно, главное препятствие на пути развития этого рынка — отсутствие механизма закладных для облигаций, обеспеченных неипотечными активами.

Сделки по секьюритизации неипотечных активов в России начали проводиться более 15 лет назад. Одними из первых проектов в этой сфере стали секьюритизация портфеля потребительских кредитов банка «Русский Стандарт» посредством выпуска так называемых нот участия в кредите (Loan Participation Note — LPN) в 2003 году, а также выпуск «Газпромом» в 2004 году облигаций, обеспеченных будущими поступлениями по экспортным контрактам[1]. В обоих продуктах использовались зарубежные SPV, и поэтому сделки в строгом смысле слова не могли считаться секьюритизацией, проведенной на территории России.

Полноценная реализация базовых правовых механизмов, позволяющих проводить сделки по секьюритизации на основе исключительно российского права,

[1] Отделение финансовых зерен, Коммерсантъ, https://www.kommersant.ru/doc/862095.

появилась лишь к 2014 году, когда в закон «О рынке ценных бумаг» было введено понятие облигаций с обеспечением в форме денежных требований, в том числе по обязательствам, которые могут возникнуть в будущем. В том же году появились нормы, регулирующие деятельность специализированных обществ. Последние были призваны служить универсальным инструментом для секьюритизации широкого круга активов: от требований по кредитам и займам до прав на лизинговые и арендные платежи.

Вместе с тем даже спустя 5 лет после появления соответствующей законодательной базы на российском рынке секьюритизация по-прежнему ассоциируется в основном с ипотечными облигациями, а большинство проектов, связанных с секьюритизацией портфелей иных видов обязательств, как правило, реализуются в форме покупки единого пула прав требований, принадлежащих одному оригинатору (первому кредитору). В некотором смысле большинство проектов по секьюритизации — это создание SPV, не просто аккумулирующего активы всего одного оригинатора, но и, как правило, фактически полностью от него зависящего. При этом общий дух законодательства о специализированных обществах предполагает независимость специализированного общества и принимаемых им решений от оригинатора с целью недопущения конфликта интересов.

Сегодня на рынке почти отсутствуют специализированные общества, которые занимаются систематической деятельностью по приобретению и аккумулированию портфелей денежных требований одновременно от нескольких оригинаторов. Одна из немногих так называемых мультиоригинаторных сделок прошла в конце 2018 года[1]: в рамках обеспечения внутри одного выпуска облигаций были объединены требования по кредитам, выданным несколькими независимыми банками субъектам малого и среднего предпринимательства.

К сожалению, практического распространения не получили и сделки по секьюритизации лизинговых активов, несмотря на то что общий объем портфеля российских лизинговых компаний по состоянию на начало 2019 года составил 4.3 трлн рублей[2]. Эта величина вполне сопоставима с общим объемом рынка ипотечного жилищного кредитования, который на ту же дату составил около 6.4 трлн рублей[3]. Гигантский пласт лизинговых активов — далеко не единственный сегмент финансового рынка, который в настоящий момент практически не пользуется возможностями секьюритизации. Например, ничего не слышно о проектах секьюритизации в сфере краткосрочного корпоративного финансирования, в частности факторинга, овердрафтов и других необеспеченных кредитов. Низкое распространение секьюритизации во многих секторах финансового рынка на фоне достаточно успешного на протяжении последних лет процесса выпуска ценных бумаг, обеспеченных ипотечными активами, выглядит странным, особенно с учетом того, что, на первый взгляд, современное российское законодательство содержит все необходимые нормы для развития этого направления финансовой деятельности.

Вероятно, одной из главных причин, сдерживающих развитие рынка облигаций, обеспеченных неипотечными активами, является отсутствие удобного механизма управления обеспечением. Например, до недавнего времени сложности возникали с выпусками, предполагающими возможность предоставления обеспечения уже после регистрации и начала размещения ценных бумаг, так как для внесения изменений в эмиссионные документы требовалось проведение собрания владельцев облигаций. Это делало сложным, а во многих случаях и практически неосуществимым выпуск облигаций с обеспечением, предполагающим его внесение (довнесение) уже в процессе обращения ценных бумаг. С принятием в конце 2018 года поправок в законодательство о ценных бумагах эта

[1] МСП Банк представил пилотную сделку секьюритизации кредитов на Московской бирже, https://www.moex.com/n22358/?nt=106.

[2] «Эксперт РА»: рынок лизинга за 2018 год достиг 1.3 трлн руб., https://raexpert.ru/releases/2019/feb07e/.

[3] Показатели рынка жилищного (ипотечного жилищного) кредитования, http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=ipoteka.

проблема была устранена: п. 6 ст. 27.2 ФЗ «О рынке ценных бумаг», введенный Федеральным законом № 514-ФЗ от 27.12.2018, позволяет предоставлять обеспечение без согласия владельцев облигаций.

Однако, возможно, самое главное препятствие на пути массового использования секьюритизации за пределами ипотечного рынка заключается в отсутствии механизма трансформации первичных обязательств в ценные бумаги. Если для секьюритизации ипотечных активов используется закладная, которая представляет собой универсальный инструмент для конструирования различных пулов обеспечения и передачи прав по ним, то для облигаций, обеспеченных другими активами, такого инструмента в российском законодательстве просто не существует.

Как правило, для создания первоначального пула обеспечения используется громоздкая схема. Во-первых, происходит уступка прав требования по первичным обязательствам оригинатором специализированному обществу, при этом в каждом случае необходимо учитывать специфику исходных договоров, лежащих в основе возникновения прав требования. Такая передача, естественно, сопровождается уведомлением всех конечных дебиторов. Во-вторых, всегда возникает необходимость отдельно урегулировать вопросы взаимодействия с сервисным агентом (обычно оригинатором долга), который будет в дальнейшем исполнять обязанности по получению и переводу в адрес эмитента средств, поступивших от должников. Задача может усложниться, если потребуется назначить резервного сервисного агента на случай, если оригинатор долга по каким-то причинам окажется не в состоянии осуществлять эту деятельность после уступки долга.

Задача по трансформации разрозненных прав требования в общий портфель оказалась бы намного проще, если бы в распоряжении участников рынка был финансовый инструмент, аналогичный закладной, но способный удостоверять права требования по широкому кругу обязательств, например по лизингу или любым видам кредитов и займов (как обеспеченных, так и необеспеченных).

В России термин «закладная» не только в правовом, но и в экономическом смысле ассоциируется исключительно с залогом недвижимого имущества. Вместе с тем во многих правовых системах, особенно базирующихся на англо-саксонском праве, закладные применяются для удостоверения намного более разнообразного спектра прав требования и залога (англ. Chattel Mortgages). Например, ст. 9 Единообразного торгового кодекса США (англ. The Uniform Commercial Code) дает определение так называемым закладным на движимое имущество (англ. Chattel Paper). Наиболее часто подобные инструменты используются при работе с кредитами, обеспеченными автотранспортом, судами, авиационной техникой, товарами в обороте. Причем этой ценной бумагой могут удостоверяться не только права требования, связанные с кредитами и займами, но и требования по лизинговым договорам.

Появление промежуточного инструмента для секьюритизации позволяет оптимизировать процесс формирования пулов различных требований. Например, в настоящее время каждая сделка по секьюритизации скрупулезно структурируется совместно оригинатором и управляющей компанией специализированного общества, однако при этом далеко не всегда достигается диверсификация активов, ведь, как правило, все активы приходят от единственного оригинатора, имеющего свой индивидуальный риск-профиль конечных прав требования. Если же каждое конечное обязательство будет секьюритизировано отдельной ценной бумагой, то это позволит создать широкий вторичный рынок, на котором различные типы агентов (дилеры и ЗПИФы) получат возможность торговать обязательствами большого круга оригинаторов, формировать на их основе диверсифицированные мультиоригинаторные портфели с заданными целевыми характеристиками показателей риска и доходности и только после такого переформатирования продавать их специализированным обществам.

Подобная ценная бумага, назовем ее условно «универсальной закладной», могла бы оформляться сразу же на этапе заключения первичного договора между оригинатором и должником еще до уступки прав требования и удостоверять как право на получение денежного требования, так и при

необходимости право залога или (в случае с лизинговыми договорами) право собственности на предмет лизинга до момента его выкупа лизингополучателем. В последнем случае универсальная закладная несла бы в себе элементы складского свидетельства, удостоверяющего право собственности на движимое имущество, а также позволяла бы ее держателю ставить на учет и / или регистрировать транспортные средства, спецтехнику, морские и воздушные суда в соответствующих органах в процессе замены лизингодателя. В целях формирования пула обеспечения передача прав требования специализированному обществу — эмитенту облигаций могла бы осуществляться путем простой сделки купли-продажи универсальной закладной. Удобный механизм передачи прав требований по различным обязательствам существенно упростит и удешевит процедуру выпуска облигаций, обеспеченных активами.

Отдельно стоит обратить внимание на практические аспекты выпуска и обращения универсальных закладных. Очевидно, для их внедрения в практику российского финансового рынка потребуется дать их определение в Гражданском кодексе и ФЗ «О рынке ценных бумаг» либо принять отдельный ФЗ о залоговых ценных бумагах. Представляется, что деятельность, связанная с функциями оформления и выдачи универсальных закладных, наиболее близка к деятельности по фиксации возникновения права залога на движимое имущество в едином реестре уведомлений. В настоящий момент эту деятельность осуществляют нотариусы, поэтому наиболее логичным решением было бы нотариальное оформление сертификата таких ценных бумаг. Впоследствии, как и обычная закладная, универсальная закладная могла бы учитываться в любом депозитарии, таким образом издержки, связанные с последующим обращением этих ценных бумаг, будут минимизироваться. Очевидно, необходимо предусмотреть и электронную форму выпуска такой ценной бумаги по аналогии с электронными закладными, введенными в законодательство в конце 2017 года.

Появление нового вида ценных бумаг для проведения первичной секьюритизации обязательств способно создать принципиально новые схемы финансирования на рынке, когда специализированное общество создается не под конкретный пул активов, связанных с одним или от силы несколькими оригинаторами, а становится подлинно независимым оператором на общем рынке первичных обязательств, аккумулируя их за счет приобретения у большого количества первичных кредиторов и конкурируя с другими специализированными обществами в процессе приобретения таких активов. Секьюритизация первичных обязательств также существенно облегчит работу закрытых ПИФов, инвестиционные декларации которых предусматривают приобретение прав требований по денежным обязательствам.

Придание первичным обязательствам формы ценных бумаг в конечном итоге будет стимулировать банки и лизинговые компании к более активному использованию механизмов секьюритизации, позволит повысить ликвидность рынка облигаций, обеспеченных активами, добиться общего снижения издержек и, безусловно, привлечет на рынок новых инвесторов как со стороны населения, так и из числа финансовых институтов.