Олег ИВАНОВ,
сопредседатель Комитета
по инвестиционным банковским
продуктам Ассоциации банков России

Цели и задачи развития рынка неипотечной секьюритизации[1]

Несмотря на относительные успехи в деле выпуска ипотечных ценных бумаг, в России сделки неипотечной секьюритизации все еще носят единичный характер. Данный сегмент рынка не получил всестороннего развития: крайне ограничен перечень оригинаторов, не сформирована база потенциальных инвесторов и вторичный рынок, сохраняется ряд инфраструктурных дисбалансов, слабо задействованы механизмы государственной поддержки, не устранены отдельные законодательные ограничения. Причиной и вместе с тем следствием такой ситуации является системная недооценка потенциала неипотечной секьюритизации и роли, которую структурированные облигации специализированных финансовых обществ (СФО) могли бы сыграть в финансировании экономического роста.

В то же время сделки неипотечной секьюритизации имеют не менее длительную историю, чем выпуск российских ипотечных ценных бумаг (ИЦБ). В середине 2000-х годов стали популярными трансграничные сделки с различными классами базовых активов — потоками платежей (diversified payment rights, DPR), автокредитами, потребительскими и ипотечными кредитами, лизинговыми платежами и пр. В 2010-х годов импульс национальным сделкам неипотечной секьюритизации придали изменения в законе «О рынке ценных бумаг», закрепившие правовой статус специализированного общества (СФО, специализированное общество проектного финансирование (СОПФ)),

[1] В основу настоящей статьи положены основные тезисы и выводы доклада «Перезагрузка рынка неипотечной секьюритизации», подготовленного в декабре 2021 года совместным Комитетом по секьюритизации Ассоциации банков России и Национальной финансовой ассоциации.

последовательное совершенствование нормативных актов Банка России, а также деятельность МСП Банка в отношении пилотных сделок секьюритизации кредитов малым и средним предпринимателям (МСП).

С учетом изложенного выше представляет интерес поиск ответов на следующие вопросы:

- Является ли столь заметное отставание неипотечного сегмента глобальной тенденцией или российской особенностью?
- Можно ли, опираясь на анализ зарубежных рынков, оценить оптимальное соотношение объемов выпуска «неипотеки» и ИЦБ?
- Каковы причины того, что классы неипотечных активов до сих пор не востребованы оригинаторами и инвесторами?
- Какие шаги следует предпринять для развития рынка «неипотеки»?

НЕИПОТЕЧНАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ НА РАЗВИТЫХ РЫНКАХ

Несмотря на то что ипотечные жилищные кредиты повсеместно являются ведущим классом секьюритизируемых активов, на «неипотеку» приходится от 20 до 50% от общего объема выпущенных инструментов секьюритизации в зависимости от особенностей национального рынка. Не относящиеся к жилищной ипотеке сегменты рынка секьюритизации, включая коммерческую ипотеку (commercial mortgage-backed securities, CMBS), хотя и составляют меньшую часть, сохраняют свое значение и даже развиваются опережающими темпами. Если рассматривать реальный сектор экономики, то наиболее значимыми являются формы неипотечной секьюритизации разного рода обязательств юридических лиц, например субъектов МСП, крупных корпоративных заемщиков и проектных компаний, а также граждан по договорам целевого и нецелевого кредита (автокредита, образовательного, необеспеченного кредита, кредитным картам) и иным соглашениям (автолизинг). По мнению зарубежных исследователей, наибольшее влияние на экономический рост оказывает секьюритизация корпоративной, а не потребительской задолженности.

В страновом разрезе традиционными лидерами выступают США, Китай и объединенная Европа.

США. Наибольшее разнообразие видов неипотечных сделок имеет место на американском рынке. Здесь традиционно выделяются сделки секьюритизации автокредитов (auto loan ABS), автолизинга (auto lease ABS), коммерческой задолженности при приобретении машин и оборудования (commercial ABS)[1], необеспеченной потребительской задолженности (unsecured consumer ABS), специфических активов (non-traditional ABS)[2], долей в крупных кредитах (CLO), коммерческой ипотеки (CMBS), а также программы выпуска коммерческих бумаг (ABCP), обеспеченных различными классами активов (чаще всего потребительской задолженностью). На конец 2020 года приблизительно пятая часть американского рынка инструментов секьюритизации приходилась на неипотечные активы ($2.4 трлн). Целые сегменты рынка ABS инвесторы относят к категории ESG-финансирования (Environmental, Social and Governance, ESG). Они являются экологически чистыми по своей сути, например транзакции секьюритизации договоров лизинга солнечных батарей (distributed solar ABS), а также транзакции, обеспеченные договорами финансирования проектов солнечной и ветроэнергетики для нужд коммунальных хозяйств (utilityscale solar and wind power project ABS).

Европа. На долю «неипотеки» приходится около трети объемов выпуска секьюритизации. Корпоративные кредиты (collateralized loan obligation, CLO) являются вторым по величине клас-

[1] Базовым активом для данного вида сделок являются кредитные и лизинговые платежи по договорам приобретения машин и оборудования, включая коммерческий автотранспорт, сельскохозяйственную технику, строительное оборудование, используемые МСП машины и оборудование.

[2] Данный класс является чрезвычайно вариативным и включает задолженность МСП, доходы всего бизнеса, выручку от солнечных электростанций, дата-центров, поставки газа, таймшеринга, аренды контейнеров, продажи страховых продуктов и пр.

сом активов в Европе, объем ценных бумаг в обращении составляет около €140 млрд. Доля секьюритизированных корпоративных кредитов по странам ЕС колеблется от 5% (Германия, Испания) до 20% (Бельгия, Италия). В сфере потребительского кредитования доля секьюритизируемых кредитов составляет около 10%, что, правда, в два раза ниже показателей 2010 года. На пике доля секьюритизации задолженности субъектов МСП достигала 16% от общего объема выданных кредитов. В то же время европейский рынок сделок ESG-секьюритизации, где прошли отдельные пилотные сделки, пока еще невелик по сравнению с аналогичным рынком США.

Китай. Доля неипотечной секьюритизации составляет около 40%. При этом выпуск инструментов секьюритизации растет чрезвычайно быстрыми темпами, несмотря на то что этот рынок только зарождается. Запуск секьюритизации состоялся в 2005 году с началом пилотной программы. Последняя была остановлена в связи с разразившимся финансовым кризисом. Программа была перезапущена в 2012 году и показала быстрый рост уже через два года.

Китайскому рынку секьюритизации присуще много специфических черт, что существенно отличает его от американского и европейского рынков. Кроме банков оригинаторами сделок выступают нефинансовые организации (секьюритизация денежных потоков и лизинговых платежей). Наряду с жилищной ипотекой базовыми активами для банков выступают автокредиты и отдельные виды корпоративной задолженности. Относительно новым классом активов являются проекты государственно-частного партнерства (ГЧП) в сфере инфраструктуры. В конце 2016 года национальный регулятор принял ряд решений, стимулирующих данную модель финансирования проектов ГЧП. Большинство сделок секьюритизации используют одну из двух юридических конструкций SPV: траст — для кредитных требований, специальную компанию по управлению активами (special assets management plan, SAMP) — для выпуска корпоративных ABS.

ПОТЕНЦИАЛ РОССИЙСКОГО РЫНКА НЕИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Кредитные портфели МСП. Перспективы рынка неипотечной секьюритизации следует рассматривать в разрезе различных классов активов. Несмотря на очевидные технологические трудности, с политической точки зрения наиболее перспективной представляется секьюритизация кредитных портфелей МСП. Одной из основных целей принятия закона о секьюритизации[1] в 2014 году провозглашено создание нового механизма финансирования кредитов, предоставляемых малому и среднему бизнесу. Законодательные изменения подкрепляло наличие специализированного государственного института развития — МСП Банка (с последующим созданием Корпорации МСП). С начала 2016 года реализовано 9 сделок МСП-секьюритизации с участием пяти оригинаторов, общий объем размещенных облигаций и/или предоставленных старших кредитов составил около 50 млрд рублей. Все сделки были подготовлены и размещены с участием МСП Банка в качестве организатора. Типичные объемы размещений по сделкам составляют 5–7 млрд рублей. Согласно статистике Банка России, общая задолженность перед банковской системой по кредитам, предоставленным субъектам МСП, превышает 6.8 трлн рублей. Таким образом, вклад секьюритизации в качестве источника фондирования составляет не более 1%.

Автокредиты традиционно являются одним из самых востребованных банковских продуктов. Почти каждый второй новый автомобиль приобретается с привлечением заемных средств. Наличие обеспечения в виде залога автомобиля и средний срок (2–3 года) делают автокредиты подходящим классом активов как для статических, так и для револьверных сделок секьюритизации. Первая сделка трансграничной секьюритизации портфеля автокредитов была проведена российскими банками еще в 2005 году.

[1] Федеральный закон от 21.12.2013 №379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Секьюритизация автокредитов Кредит Европа Банка в 2015 году стала первой сделкой, проведенной в соответствии с новым законом о секьюритизации[1]. Общий объем задолженности по автокредитам составляет 1.2 трлн рублей. Однородность и стандартизация делают автокредиты высококачественным первичным активом. Несмотря на это, сделки автосекьюритизации в России остаются крайне редкими. За 15 лет лишь несколько банков-оригинаторов закрыли по несколько сделок общим объемом не более 20 млрд рублей. Таким образом, доля секьюритизируемых активов в данном сегменте не превышает 0.2%. Причинами столь низкого проникновения секьюритизации могут служить отсутствие профильного института развития (в отличие от сегментов ипотеки и МСП), высокая доля кредитов с субсидированной процентной ставкой, сохраняющееся недоверие инвесторов к револьверным сделкам.

Потребительские кредиты. Как и автокредиты, потребительские кредиты относились к первым классам активов, который начали секьюритизировать российские банки в середине 2000-х годов, проводя трансграничные сделки. Изначально наибольший интерес к ним проявляли банки-монолайнеры, специализирующиеся на потребительском кредитовании. Базовыми активами являлись как кредиты наличными, так и платежи заемщиков по кредитным картам. Препятствием для дальнейшего развития стал кризис 2008–2009 годов, спровоцированный кризисом на рынке subprime-ипотеки и сложной ипотечной секьюритизацией[2].

Быстрый рост объемов потребительских кредитов в последние годы, увеличение нагрузки на капитал в связи с принимаемыми Банком России мерами макропруденциального регулирования повышают интерес банков к секьюритизации потребительских кредитов. Общий объем задолженности по необеспеченным потребительским кредитам, включая задолженность по кредитным картам, составляет 11.1 трлн рублей. Пример первой сделки секьюритизации, структурированной целиком по российскому праву (Банк ВТБ), наглядно продемонстрировал потенциал данного инструмента (СФО было передано 3% портфеля потребительских кредитов банка-оригинатора).

NPL-секьюритизация. Новым трендом на рынке секьюритизации стала секьюритизация просроченной задолженности (non-performing loans, NPL). Первая российская сделка NPL-секьюритизации была закрыта в 2018 году. Вступившие в силу изменения в закон «О потребительском кредите» (п. 1 ст. 12) ограничили перечень лиц, которым банки и микрофинансовые организации (и иные лица, осуществляющие профессиональную деятельность по предоставлению потребительских займов), коллекторские организации (то есть лица, осуществляющие деятельность по возврату просроченной задолженности физических лиц в качестве основного вида деятельности), а также СФО могут уступать требования по потребительским кредитам (займам), что создало дополнительные стимулы по использованию структурированных сделок для фондирования приобретения портфелей проблемных кредитов.

На текущий момент закрыто более 10 сделок NPL-секьюритизации общим объемом около 6.7 млрд рублей. С учетом законодательных ограничений оригинаторами сделок выступают банки, МФО и коллекторские агентства. Общий объем просроченной задолженности граждан по необеспеченным кредитам, аккумулированной на банковских балансах, составляет около 700 млрд рублей. Таким образом, в сделках секьюритизации пока задействовано от 3 до 7% данного портфеля.

Крупные корпоративные кредиты. Что касается долей в крупных корпоративных кредитах, то соответствующие

[1] Барейша И. Секьюритизация автокредитов АО «Кредит Европа Банк»: правовые и структурные вопросы // Адвокатское бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры». https://epam.ru/files/documents/insights/56fb83f788349.pdf.

[2] В 2005–2013 годах несколько сделок с потребительскими кредитами в сумме более чем на $1 млрд закрыли банки «Хоум Кредит Финанс» и «Русский стандарт».

сделки не предполагают создания гранулированного пула, в отличие от секьюритизации низкономинальных кредитов. Базовые пулы могут включать в себя доли в синдицированных кредитах, несколько десятков крупных кредитов рейтингованным заемщикам либо долг всего одного высоконадежного заемщика. В России соответствующие сделки пока не получили распространения[1].

Квазисекьюритизацией подобного вида можно считать состоявшийся в 2019 году первый выпуск облигаций СОПФ «Фабрика проектного финансирования», являющегося дочерним обществом ВЭБ.РФ. В залог по облигациям СОПФ переданы транши «А» в синдицированных кредитах, предоставленных ВЭБ.РФ. Облигации также обеспечены государственной гарантией Российской Федерации.

В то же время на балансах банков формируется большой объем достаточно однородных портфелей крупных корпоративных кредитов (кредитных линий). Крупнейшие кредитные организации, участники Фабрики проектного финансирования, выступают кредиторами в траншах «Б» синдицированных кредитов. Значительные объемы кредитных средств предоставлены нефтегазовым, химическим, добывающим компаниям, инфраструктурным проектам и пр. Предпосылкой для развития данного сегмента могло бы стать развитие рынка синдицированного кредитования и более глубокое проникновение кредитных рейтингов.

Лизинговые компании. Кроме банков, в числе первых оригинаторов на российском рынке выступили лизинговые компании. Первой сделкой с данным классом активов в 2006 году стала трансграничная секьюритизация платежей по договорам лизинга железнодорожных вагонов. Базовым активом выступал портфель из семи лизинговых контрактов, заключенных ОАО «РЖД» с несколькими лизинговыми компаниями. С принятием закона о секьюритизации в российском праве было проведено несколько сделок, в которых СФО передавались крупные портфели лизинговых договоров с МСП и гражданами[2].

Традиционная сложность данных сделок связана с наличием у лизингодателей обязательств по уплате НДС, что усложняет уступку задолженности по лизинговым платежам. Право собственности на предмет лизинга обычно сохраняется за оригинатором. Несмотря на это, большинство крупнейших лизинговых компаний рассматривают возможность проведения сделок секьюритизации.

В качестве уникальных следует упомянуть также несколько российских сделок, относящихся к секьюритизации проектов ГЧП или «всего бизнеса». С учетом вида секьюритизируемых активов они также носят «зеленый» или социальный характер[3]. Регулярно высказываются предложения по расширению видов секьюритизируемых активов. В начале 2021 года Агентство инвестиционного развития выступило с инициативой по эмиссии облигаций с залоговым обеспечением в виде денежных средств, которые поступят в будущем в качестве меры поддержки по соглашениям о за-

[1] Еще в 2009 году в рамках трансграничной сделки ВТБ Капитал выступил организатором сделки секьюритизации активов ВТБ Австрия. В пул секьюритизированных активов вошли 20 кредитов и 9 рейтингованных еврооблигаций российских компаний. Общий объем кредитных нот, выпущенных под эти бумаги на Ирландской фондовой бирже, составил более $550 млн.

[2] В 2015 году лизинговая компания «Уралсиб» секьюритизировала требования на получение будущих денежных потоков по пулу более 3000 лизинговых договоров с клиентами сегмента малого и среднего бизнеса. Объем размещенных облигаций составил 2.2 млрд рублей.

[3] В 2020 году состоялось размещение трех траншей облигаций различной очередности в рамках рефинансирования проекта ГЧП в социальной сфере (СФО социального развития). Совокупный объем средств, полученных от размещения облигаций, составил 6 млрд рублей. Они были направлены на рефинансирование соглашения о ГЧП. В том же году в рамках первой в России секьюритизации бизнеса (whole-business securitization, WBS) двух солнечных электростанций компании «Солар Системс» состоялось размещение облигаций ООО «СФО Русол 1», объем выпуска «зеленых» облигаций составил 5.7 млрд рублей.

Таблица 1
Проникновение секьюритизации в рыночные сегменты

Показатель	МСП	Авто	Потребительский кредит	NPL потреб.	Лизинг	CLO*	Ипотека
Объем базовых активов, трлн рублей	6.8	1.2	11.1	0.7	4.8	25	11.2
Доля секьюритизации**, %	1	0.2	0.05	3	< 0.1	< 0.01	7
Потенциал*** рынка, %	10	20	10	50	5	10	30–50

* Под CLO понимается класс крупных коммерческих кредитов, в том числе синдикаций, пригодных для секьюритизации.

** Доля секьюритизации в отношении неипотечных классов активов определена как максимальное за последние 20 лет отношение доли секьюритизируемых активов к общему объему соответствующего класса активов.

*** Потенциальная доля секьюритизируемых активов оценена на основе анализа рынков Европы, Северной Америки, Китая и Юго-Восточной Азии.

щите и поощрении капитальных вложений (СЗПК)[1]. Всего в 2020–2021 годах заключено более 40 СЗПК на общую сумму инвестиций 1.5 трлн рублей по новым инвестиционным проектам в сферах химической промышленности, транспорта, энергетики, добычи и переработки полезных ископаемых, лесопереработки, сельского хозяйства, здравоохранения и иных сферах. Выпуск облигаций на этапе запуска мог бы стать источником фондирования подобных проектов, а их погашение будет осуществлялось бы за счет выплачиваемого из бюджета в будущем возмещения части затрат.

При консервативной оценке рыночного потенциала отдельных классов активов, сделанной на основе показателей более развитых рынков, рынок неипотечных облигаций СФО/СОПФ мог бы составлять 4.5 трлн рублей. С учетом глобального объема выпуска инструментов секьюритизации около $1 трлн в 2020 году и доли России в глобальном валовом внутреннем продукте ежегодный выпуск структурированных облигаций может превышать 1 трлн рублей. Не менее четвертой части этой суммы должно приходиться на неипотечную секьюритизацию, если производить оценку, руководствуясь мировым трендом.

ЗАДАЧИ РАЗВИТИЯ РЫНКА НЕИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Регулирование. Важнейшей задачей по развитию рынка неипотечной секьюритизации должно стать совершенствование его регулирования по нескольким направлениям. Необходимо выровнять сложившийся дисбаланс регуляторных условий для ИЦБ и инструментов неипотечной секьюритизации. Речь идет об изменениях, проводимых на четырех уровнях:

- федеральные законы (прежде всего, закон «О рынке ценных бумаг»);
- нормативные акты Банка России[2];

[1] В соответствии с законом, принятым в прошлом году, для обеспечения защиты интересов инвестора и государства, формирования прогнозируемых условий реализации крупных инвестиционных проектов механизм СЗПК предусматривает возможность предоставления инвесторам «стабилизационной оговорки» и возмещения части затрат на проект (затрат на объекты транспортной, энергетической, коммунальной, социальной и цифровой инфраструктуры, внедренные НИОКР, уплату процентов по кредитам, привлеченным для финансирования проекта в инвестиционной фазе, а также затраты на демонтаж жилых объектов военных городков) в объеме будущих налоговых поступлений от проектов. Заключить СЗПК смогут инвесторы, которые готовы вложить в проект собственные инвестиции (капиталовложения) в размере 5 млрд рублей и более (для отдельных отраслей установлены пониженные требования к объему капиталовложений).

[2] Указание Банка России от 07.07.2014 №3309-У, Положение Банка России от 04.07.2018 №647-П, Положение Банка России от 03.12.2015 №511-П, Указание Банка России от 10.08.2012 №2861-У, Положение Банка России от 30.05.2014 №421-П, Указание Банка России от 13.04.2020 №5436-У, Положение Банка России от 01.03.2017 №580-П.

• решения Совета директоров Банка России (определяют требования к уровню рейтинга финансового инструмента);

• стандарты (правила, документы) саморегулируемой организации (СРО).

Интересам оригинаторов соответствует сближение оценки рисков секьюритизации, содержащейся в действующих нормативных актах, со стандартами Базельского комитета по банковскому надзору и новым европейским регулированием (Регламентом ЕС). В этих целях следует уменьшить до 5% объем удерживаемых оригинатором рисков, расширить возможные формы удержания риска, уточнить требования для ППС-секьюритизации[1], временно снизить риск-веса для траншей секьюритизации, а также учесть особенности сделок секьюритизации NPL.

В целях снижения стоимости и повышения эффективности транзакций целесообразно предусмотреть в гражданском законодательстве возможность создания некоммерческого фонда специального вида, который выступал бы учредителем специализированных обществ (ипотечных агентов (ИА), СФО, СОПФ) для обеспечения независимости таких специализированных обществ от корпоративной структуры оригинаторов. Еще одна возможность снизить стоимость сделок секьюритизации связана с «многократным» использованием специализированного общества (несколько залоговых структур в рамках одного СФО), а также с расширением правоспособности специализированного финансового общества.

Важное значение имеет развитие вторичного рынка облигаций СФО и совершенствование его инфраструктуры. Для этих целей необходимо предусмотреть использование российских рейтингов при определении рыночного риска инструментов секьюритизации, включить облигации СФО в Ломбардный список и допустить их к операциям РЕПО с Банком России, а также отнести инструменты секьюритизации к высоколиквидным активам для расчета показателя краткосрочной ликвидности. Для повышения прозрачности рынка, привлечения институциональных инвесторов на рынок секьюритизации и упрощения расчетов банками-инвесторами RWA по позиции целесообразно введение обязательного требования по раскрытию обезличенных характеристик пула в рамках публично раскрываемого общедоступного отчета, форма которого может быть разработана на уровне СРО.

Требуется переосмыслить критерии допуска к структурированным продуктам для различных классов инвесторов, чтобы снять избыточные ограничения и предусмотреть обоснованные стимулы. Важно разрешить НПФ инвестировать пенсионные накопления и резервы в такие инструменты, допустить на рынок качественной секьюритизации неквалифицированных инвесторов (с установлением требований по рейтингам), обеспечить трансляцию рейтинга залогового обеспечения в рейтинг облигаций, а также унифицировать применение кредитных рейтингов структурных продуктов для целей регулирования.

Объединение принципов ESG-банкинга с механизмами структурного финансирования создает основы для появления в России сделок «зеленой/социальной» секьюритизации. К настоящему моменту сформировались все необходимые предпосылки для развития этого класса активов. Базовыми активами для сделок ESG-секьюритизации могут выступать не только ипотечные кредиты, но и автокредиты, кредиты МСП, кредиты застройщикам, крупные проектные кредиты, а также иные классы «зеленых» кредитов.

Прямая государственная поддержка. Наряду с совершенствованием регулирования оправдано применение механизмов прямой государственной поддержки, разработанных и внедренных с участием институтов развития ВЭБ.РФ, ДОМ.РФ и МСП Банка, к широкому классу облигаций, выпускаемых

[1] Простая — Прозрачная — Сопоставимая.

специализированными обществами (СФО / СОПФ). Рискну предположить, что в будущем государственным драйвером развития неипотечных сделок станет сегмент ESG-секьюритизации.

С учетом громадных объемов финансирования, о которых заявляют адепты устойчивого развития и энергоперехода, целесообразно рассмотреть весь набор средств прямой и косвенной поддержки: бюджетное стимулирование (субсидирование купонов, налоговые льготы), косвенную поддержку банковского кредитования за счет особенностей расчета резерва на возможные потери по ссудам и коэффициентов риска, а также использование специальных инструментов рефинансирования Банка России, гарантирующих получение средств по льготной процентной ставке.

Для банков (оригинаторов и инвесторов) важно иметь возможность оперативно продавать или рефинансировать облигации (инструменты секьюритизации) из собственного портфеля. Это будет особенно актуально при создании долгосрочных ESG-портфелей. В силу особенностей (амортизируемый основной долг, сложный анализ перед покупкой) такие облигации не являются высоколиквидными, банки-инвесторы зачастую держат их до погашения, что увеличивает потребность в дополнительной ликвидности под залог облигаций (инструментов секьюритизации) в критических рыночных ситуациях. Фактор ограниченной ликвидности и невозможности проведения операций РЕПО с инструментами секьюритизации является весомым ограничителем при принятии банками инвестиционных решений.

В настоящий момент облигации, выпускаемые СФО в рамках неипотечной секьюритизации, фактически не принимаются как обеспечение по сделкам РЕПО с центральным контрагентом (им присвоено значение дисконта 100%), что обусловлено отсутствием методологии оценки риска НКЦ по инструментам секьюритизации и неготовностью принимать рейтинги, присвоенные национальными рейтинговыми агентствами[1]. Несмотря на это, для ипотечных облигаций ДОМ.РФ сделаны исключения на основании того, что включение в Ломбардный список способствует развитию ипотечного рынка. Представляется, что сходные политико-правые стимулы будут действовать и в отношении ESG-инструментов.

Доступность сделок РЕПО с инструментами секьюритизации важна и для развития рынка классической (многотраншевой) ипотечной и неипотечной секьюритизации. В качестве целевой модели рефинансирования сделок секьюритизации предлагается следовать подходу Европейского центрального банка, разработанному в рамках программы выкупа активов (Asset Purchase Program, APP), частью которой является программа по выкупу инструментов секьюритизации[2]. Для ее реализации Европейский центральный банк установил общие требования к облигациям, которые выкупаются по данной программе (Guiding principles (with examples) of Eurosystem-preferred eligible ABSs):

---

[1] Как разъясняется в письме Банка России от 19.11.2020 «Каковы принципы формирования Ломбардного списка Банка России?», «рефинансирование Банком России кредитных организаций относится к основным инструментам денежно-кредитной политики и осуществляется на обеспеченной основе. Те ценные бумаги, которые Банк России готов принимать в обеспечение по операциям рефинансирования кредитных организаций, входят в Ломбардный список. Иных, не связанных с денежно-кредитной политикой, целей включения ценных бумаг в Ломбардный список нет. Включение ценных бумаг в Ломбардный список не призвано стимулировать банковский сектор инвестировать в определенные классы активов и не должно создавать у других непрофессиональных участников рынка представления о дополнительной гарантированности или надежности активов только из-за того, что Банк России принимает их в обеспечение, что искажает оценку риска и стоимости таких активов».

[2] Decision (EU) 2015/5 of the ECB of 19 November 2014 on the implementation of the asset-backed securities purchase programme, ECB/2014/45.

1. Передаваемые в обеспечение по облигациям (ABS) активы должны представлять собой диверсифицированный, гранулированный портфель кредитов хорошего качества.

2. Секьюритизируемые кредиты должны предоставляться заемщикам с использованием критериев качественного андеррайтинга.

3. Сделка должна иметь простую и надежную структуру.

4. Оригинатор должен обладать финансовой устойчивостью и на регулярной основе участвовать в сделках секьюритизации (или демонстрировать такое намерение). Интересы оригинатора и инвесторов должны быть сбалансированы.

5. Процентный риск в сделке должен быть хеджирован, что должно быть прямо отражено в документации по сделке.

6. В документации по сделке должны быть отражены процедуры и действия, гарантирующие защищенность от банкротства сервисера, иных контрагентов и оригинатора.

7. Сделка должна характеризоваться высоким уровнем прозрачности.

***

Инструменты секьюритизации призваны служить значимым источником долгосрочного финансирования российской экономики и достижения целей приоритетных национальных проектов. Причиной и одновременно следствием слабости рынка является системная недооценка потенциала неипотечной секьюритизации и роли, которую структурированные облигации СФО / СОПФ могли бы сыграть в финансировании экономического роста. Снятие искусственных ограничений для оригинаторов, формирование базы потенциальных инвесторов и вторичного рынка, последовательное признание национальных рейтингов «.sf», а также адаптация механизмов государственной поддержки позволили бы повысить роль неипотечной секьюритизации как источника долгосрочного финансирования. Консервативная оценка рыночного потенциала отдельных классов активов, сделанная на основе показателей более развитых рынков, показывает, что в среднесрочной перспективе общий объем неипотечных облигаций СФО / СОПФ мог бы приблизиться к объемам выпуска ИЦБ.