

Российский Форум секьюритизации

саморегулируемая организация

Национальная фондовая ассоциация
(Россия)

Аналитический доклад
«Секьюритизация активов в России»

(по состоянию на 01.09.2006 г.)



Москва
2006

Аналитический доклад

по сделкам секьюритизации

с участием российских originаторов

(по состоянию на 01.09.2006 г.)

Содержание

- I. Краткое описание сделок секьюритизации с участием российских originаторов.
- II. Роль и место секьюритизации активов в современных экономических условиях и сравнение сделок секьюритизации с участием российских originаторов со сделками секьюритизации в странах ЕС.
- III. Особенности сделок секьюритизации с участием российских originаторов и проблемы, связанные с осуществлением такого рода сделок.
 - 3.1. Относительно небольшие средние объемы сделок для банков.
 - 3.2. Проведение трансграничной секьюритизации с учреждением спецюрлица за пределами Российской Федерации.
 - 3.3. Признание факта действительной продажи.
 - 3.4. Использование зарубежных торговых площадок при размещении акций и листинге.
 - 3.5. Разновидности используемых классов активов в сделках секьюритизации.
 - 3.6. Использование механизмов повышения кредитного качества и ликвидности.
- IV. Заключение.

Приложение: Сделки секьюритизации с участием российских originаторов (Табл.1).

*Аналитический доклад подготовлен экспертами СРО НФА (Россия),
руководитель проекта Иванов О.М.*

*Текст доклада размещен на сайтах Российского Форума секьюритизации
(<http://www.russiansecuritisation.ru>) и СРО НФА (<http://www.nfa.ru>).*

I. Краткое описание сделок секьюритизации с участием российских originаторов.

По состоянию на 1 сентября 2006 года было проведено в общей сложности 9 сделок секьюритизации с участием российских originаторов, причем 5 из 9 сделок были закрыты в первые 8 месяцев 2006 года, в то время как на предыдущие два года приходится всего 4 сделки (по две в год)¹. При этом все ценные бумаги, выпущенные в рамках секьюритизации с участием российских originаторов, находятся в обращении. Ближайший юридический срок погашения – 24.09.2009г (сделка с участием Росбанка).

На сегодняшний день в сделках секьюритизации активов в России, общий объем которых составил \$3116 млн., в качестве originаторов приняли участие 7 финансовых организаций (т.е. банков) и 2 организации нефинансового сектора, на которые пришлось 43% (\$1370 млн.) и 57% (\$1746 млн.) от общего объема сделок соответственно. Крупнейшей по объему оказалась сделка с участием ОАО «Газпром», проведенная в 2004 году и составившая 40% от общего объема сделок секьюритизации. Объем сделок в 2006 году составил \$1367 млн., или около 44% от общего объема сделок секьюритизации, проведенных с участием российских originаторов.

Наивысшим рейтингом² среди originаторов, принявших участие в сделках секьюритизации, обладал Внешторгбанк (BBB/Стабильный/A-2), низшим – банк «Союз» (ССС/Стабильный/С), при этом один из originаторов, - Городской ипотечный банк, к моменту проведения сделки секьюритизации вовсе не прибегал к услугам международных рейтинговых агентств.

Выпуск обеспеченных ценных бумаг российскими originаторами в 2004-2006гг по типу обеспечения



По классам секьюритизированных активов наиболее популярной у originаторов по суммарной величине оказалась секьюритизация пулов активов, в основе которой лежали диверсифицированные будущие платежные потоки (diversified payment rights), общая величина которых составила \$1900 млн. (3 сделки). Величина секьюритизируемых активов, в основе которых лежали однородные пулы потребительских кредитов, составила \$508 млн. (2 сделки) и заняла второе место по общему объему. Далее идут сделки, в основе которых лежал выпуск ценных бумаг, обеспеченных лизинговыми платежами (\$495 млн., 1 сделка), ипотечным кредитованием (\$162,2 млн., 2 сделки) и автокредитованием (\$49,8 млн., 1 сделка).

При выпуске обеспеченных ценных бумаг российские originаторы прибегали к услугам ведущих международных рейтинговых агентств – Standard&Poor's, Moody's, Fitch. Наиболее востребованным среди рейтинговых агентств оказалось агентство Moody's, принявшее участие в 8 из 9 сделок секьюритизации (за исключением сделки с участием ОАО Газпром). Агентства Standard&Poor's и Fitch присвоили рейтинг трем сделкам секьюритизации каждое. Также стоит отметить, что в 5 из 9 сделок секьюритизации originатор привлекал по два рейтинговых агентства.

¹ Сделка с участием «Росбанка», проходившая в два этапа и разделенная во времени на 2004 и 2005гг, отнесена в общей классификации к 2004 году как единое целое. Однако пул активов в \$75 млн., секьюритизированный во второй очереди, отнесен к 2005г при подсчете величины сделок по годам

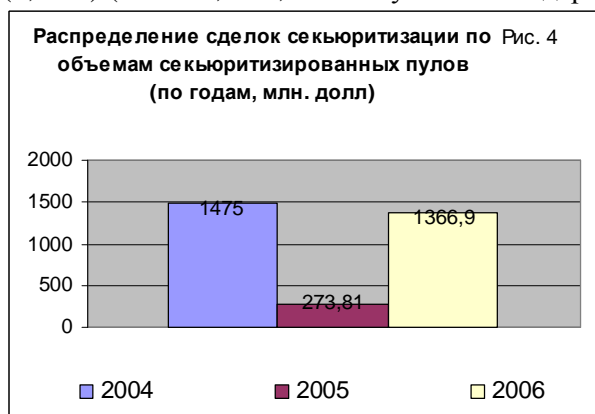
² В данном случае, рассматривается кредитный рейтинг, присвоенный Standard&Poor's



Наивысший рейтинг был присвоен ипотечным ценным бумагам, выпущенным ОАО «Внешторгбанк» - транш А величиной в \$74,2 млн. получил от Mood's рейтинг A1. Стоит отметить, что данная сделка является единственной, получившей рейтинг категории «А» и наряду со сделкой с участием «Газпрома» показавшей рейтинг превысивший суверенный рейтинг Российской Федерации. В целом, в большинстве проведенных сделок (в 6 из 9) рейтинговые агентства присвоили более высокие рейтинги проведенным сделкам секьюритизации, нежели суверенные рейтинги originаторов, а в 8 из 9 выпусков обеспеченные бумаги получили инвестиционный рейтинг (кроме ABS по сделкам с участием Росбанка).

Стоимость заемных средств для originаторов по сделкам секьюритизации значительно колеблется в зависимости от особенностей структурирования той или иной сделки и выбранной валюты, но в целом

процентные платежи (купоны) лежат в интервале от 1 month Euribor³ + 165 базисных пунктов (1,65%) (около 4,75%, банк «Русский стандарт») до 9,75% (Росбанк).



В зависимости от особенностей структурирования сделки по выпуску обеспеченных ценных бумаг российскими originаторами были использованы как однотраншевые выпуски (3 сделки), так и многотраншевые (6 сделок), которые, в свою очередь, подразделяются на трех- и четырехтраншевые (четыре и два выпуска соответственно).

Средняя срочность выпущенных обеспеченных ценных бумаг составляет 4211 дней, однако значительно различается в зависимости от обеспечительного актива. Для

ипотечного кредитования средняя срочность составляет 10023 дня; для будущих поступлений по договорам, в том числе по лизингу - 2890 дней; для потребительского кредитования, в том числе автокредитования - 2097 дней.

В сделках секьюритизации активов с участием российских originаторов спецюрлицо⁴ (SPV; special purpose vehicle) не регистрировалось на территории РФ ни разу. В 7 сделках из 9 специально созданное юридическое лицо регистрировалось под юрисдикцией Люксембурга, а в оставшихся 2 сделках – под юрисдикцией Нидерландов.

То же самое можно сказать и о торговых площадках, на которых проходил листинг и обращаются обеспеченные ценные бумаги. На сегодняшний день 7 originаторов предпочли разместить ценные бумаги на Ирландской фондовой бирже и только Росбанк разместил свои бумаги на Люксембургской фондовой бирже. При этом стоит отметить, что сделка с участием Газпрома не предполагала обращаемости ценных бумаг на бирже.

³ Средневзвешенная процентная ставка по межбанковским кредитам, предоставляемым в евро. Определяется на основании данных, предоставляемых несколькими десятками банков с первоклассным рейтингом.

⁴ Лицо, защищенное от банкротства в форме партнерства, траста, корпорации, общества с ограниченной ответственностью или в любой другой форме (Доклад рабочей группы международной финансовой корпорации).

Российские originаторы крайне неохотно прибегали к услугам сторонних обеспечителей кредитного качества⁵ и ликвидности⁶. В частности, по официальной информации, в сделках с участием российских originаторов ни разу не были привлечены сторонние обеспечители кредитного качества – в 8 из 9 случаев структурирование сделок секьюритизации предполагало использование внутренних механизмов повышения кредитного качества, среди которых наиболее популярных оказались субординированные транши⁷ и создание резервного счета⁸. В сделке же с участием Альфа-банка механизм повышения кредитного качества и вовсе не был задействован.

Что касается механизмов повышения ликвидности, то всего лишь в 4 из 9 сделок секьюритизации с участием российских originаторов, исходя из официальных документов, были аккумулированы необходимые суммы на резервных счетах на случай проблем с ликвидностью внутри самой сделки. И только Home Credit&Finance Bank привлек для повышения ликвидности третью сторону в лице Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, предоставившего кредитную линию в размере €17,3 млн.

Сводная информация по сделкам секьюритизации с участием российских originаторов представлены в Табл. 1 (Приложение 1).

II. Роль и место секьюритизации активов в современных экономических условиях и сравнение сделок секьюритизации с участием российских originаторов со сделками секьюритизации в странах ЕС.

Развитие секьюритизации в РФ в последние три года, и, судя по количеству сделок с участием финансовых институтов, особенно в последний год, связано в первую очередь с бурным развитием банковской системы России, которое привело к исчерпанию внутренних источников развития данного сектора экономики. В результате возникла необходимость в новых ресурсах для стабильного роста, привлечение которых возможно на международных рынках капитала. В то же время рост последних лет дал определенные предпосылки для развития секьюритизации путем резкого увеличения кредиторской задолженности экономических агентов перед банковской системой и в особенности домохозяйств. К примеру, объем кредитов, выданных банковской системой физическим лицам на 1 июля 2006 года, по данным ЦБ, составил 1522,2 млрд. руб., что на 29% больше аналогичного показателя начала года и почти в 2,5 раза больше показателя на 1 января 2005г. При этом потребительские кредиты уже сейчас составляют около 20% всех банковских кредитов и превышают 10% от их активов. Существенный рост произошел и на рынке ипотечного кредитования – за первый квартал объемы ипотеки выросли на 25% по сравнению с началом года и составили около 66 млрд. руб. Однако на ипотечное

⁵ Механизм повышения кредитного качества – инструмент или механизм, который позволяет повысить кредитное качество денежного потока от одного или более активов; элементы структуры секьюритизации, призванные обеспечить защиту инвесторов от потерь по обеспечивающим активам (Доклад рабочей группы международной финансовой корпорации).

⁶ Механизм повышения ликвидности – механизмы, такие как аккредитив, позволяющие повысить ликвидность (но не кредитное качество) секьюритизированных активов (Доклад рабочей группы международной финансовой корпорации).

⁷ Транш ценных бумаг, права по которым имеют более низкий приоритет по сравнению с правами по другим траншам в той же сделке. Субординация обычно распространяется на право держателей ценных бумаг получать причитающиеся им выплаты (особенно в случаях, когда денежных средств недостаточно для выплат по всем траншам) (Доклад рабочей группы международной финансовой корпорации).

⁸ Финансируемый резерв, средства с которого могут использоваться Специорлицом для определенных целей. Резервный счет, как правило, является механизмом повышения кредитного качества. Некоторые резервные счета также называются спред-счетами. Практически все резервные счета частично финансируются в начале сделки, но во многих случаях средства на резервном счете накапливаются за счет превышения поступлений от активов над выплатами инвестора (Доклад рабочей группы международной финансовой корпорации).

кредитование по-прежнему приходится низкая доля от общего объема выданных физическим лицам кредитов – чуть более 4%.

При этом уже два банка из пятерки лидеров банковского ритейла - Home Credit&Finance Bank и банк «Русский стандарт» - провели секьюритизацию активов, обеспеченных пулом потребительских кредитов.

Однако доля секьюритизированных потребительских кредитов от общего числа кредитов такого рода по-прежнему мала. Даже с учетом секьюритизации банком «Союз» пула автокредитов на сегодняшний день секьюритизированно около 1% потребительских кредитов. Впрочем, можно предположить, что данный показатель заметно улучшится в ближайшее время, так как банк «Русский стандарт» и МДМ-банк⁹ близки к выпуску ценных бумаг на общую сумму в \$800 млн. (\$400 млн. каждый), обеспечением по которым будут служить выданные ранее автокредиты.

Несколько лучше ситуация обстоит с ипотечным кредитованием – две сделки на общую сумму в \$162 млн., проведенные во второй половине лета, позволили секьюритизированным ипотечным кредитам составить около 6,5% от общего объема выданных ипотечных кредитов.

Однако имеет смысл сравнить полученные результаты с показателями секьюритизации в странах ЕС, где общая величина выданных домохозяйствам кредитов на конец 2005 года

составила €4192,5 млрд.¹⁰ При этом почти 70% приходится на ипотечное кредитование. Доля потребительского кредитования составляет лишь около 13%. Такое распределение выданных в ЕС кредитов объясняет и специфику секьюритизации с участием originаторов еврозоны.

Рынок обеспеченных ценных бумаг ЕС многократно превышает существующий отечественный рынок такого рода активов – на конец 2005 года в Европе было выпущено ценных бумаг на €327 млрд. При этом 44,7% от общего объема секьюритизированных ценных бумаг были обеспечены ипотечными кредитами, а к концу лета 2006 года доля ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, возросла до 52,2% от общего объема. Второе место по доле от общего объема обеспеченных ценных бумаг пришлось на облигации, обеспеченные долговыми обязательствами¹¹ - 14,7%. Доля данного вида обеспечения также показала значительный рост в долевом отношении и в 2006 году достигла 18,2% от общего



⁹ МДМ-банк планирует начать road show евробондов, обеспеченных автокредитами, ориентировочно 25 сентября 2006г.

¹⁰ По данным годового отчета Евростата

¹¹ Ценная бумага, обеспеченная пулом из различных типов долговых инструментов, который может включать продаваемые на свободном рынке корпоративные облигации, выданные институциональными кредиторами; кредиты или транши ценных бумаг, выпущенных в рамках сделок по секьюритизации (Доклад рабочей группы международной финансовой корпорации).

объема. Потребительское кредитование в Европе занимает меньшую долю по форме обеспечения нежели в сделках с участием российских originаторов – 13,6%¹². Также значительную долю по форме обеспечения занимают кредиты, выданные под коммерческую недвижимость (11,8%), которые вовсе не используются в качестве обеспечения ценных бумаг, выпущенных российскими originаторами. Одновременно такое распространенное в России обеспечение как диверсифицированные будущие платежные потоки, на долю которых в РФ приходится около 61%, практически не используются в качестве обеспечения в Европе – всего 5%¹³. (Более подробно структура европейского рынка обеспеченных ценных бумаг по типу обеспечения представлена на рисунке 5¹⁴).

Однако с учетом того, что объем европейского рынка ипотечных ценных бумаг на конец 2005 года составил €142,6 млрд., то очевидно, что банки рефинансировали всего лишь менее 5% от общей дебиторской задолженности по ипотечным кредитам, что в процентном отношении даже уступает российским показателям.

Что касается потребительского кредитования, то здесь доля рефинансирования через выпуск обеспеченных ценных бумаг составила 14% от общего объема выданных потребительских кредитов, что значительно превышает показатели секьюритизации в РФ.

Более заметную позицию обеспеченные ценные бумаги занимают в общем объеме обращающихся корпоративных ценных бумаг, выпущенных отечественными эмитентами. Доля обеспеченных ценных бумаг составляет более 12% рынка корпоративных бумаг, который оценивается в 670 млрд. руб.

III. Особенности сделок секьюритизации с участием российских originаторов и проблемы, связанные с осуществлением такого рода сделок.

Сравнение сделок секьюритизации с участием российских originаторов со сделками секьюритизации в странах ЕС позволяет сделать вывод о том, что уровень развития секьюритизации активов в РФ еще достаточно низок. В связи с этим стоит отметить, что, как перед данной техникой рефинансирования в целом, так и перед отдельными российскими originаторами открываются новые перспективы. Важно зафиксировать, что данная техника рефинансирования наиболее востребована финансовыми организациями, т.е. банками, а для компаний нефинансового сектора является не типичной. Поэтому основные перспективы секьюритизации будут связаны с расширением круга банков, готовых выпускать обеспеченные ценные бумаги.

Однако сделки секьюритизации, проведенные с участием российских originаторов в 2004-2006гг, заложили определенный вектор развития данной техники рефинансирования в Российской Федерации. Одновременно сформировался ряд особенностей сделок секьюритизации с участием российских originаторов, отличающих их от сделок с участием originаторов из развитых стран. Часть этих особенностей свойственна развивающимся рынкам в целом, часть – только России.

Можно выделить целый ряд особенностей сделок секьюритизации с участием российских originаторов:

1. Относительно небольшие средние объемы сделок для банков

¹² В разделе «потребительское кредитование», исходя из российской практики, учтены и автокредиты, хотя в Европе их принято рассматривать в качестве отдельных обеспечений.

¹³ В данные 5% входят такие типы обеспечения как права требования (receivables, 1,3%) и активы, обеспеченные текущими и будущими поступлениями за счет процессинга дебиторской задолженности по международным кредитным карточкам (credit card receivables, 3,7%), разделяемые в Европе, но объединенные в данном отчете.

¹⁴ По данным отчета европейского форума по секьюритизации “ESF Securitisation Market Data Report - Spring 2006” (<http://www.europansecuritisation.com>).

2. Проведение трансграничной секьюритизации с учреждением спецюрлица за пределами Российской Федерации
3. Признание факта действительной продажи
4. Использование зарубежных торговых площадок при размещении акций и листинге
5. Разновидности используемых классов активов в сделках секьюритизации
6. Использование механизмов повышения кредитного качества и ликвидности

Рассмотрим данные особенности более детально.

3.1. Относительно небольшие средние объемы сделок для банков. Относительно небольшие средние объемы единичных сделок для банков (\$195 млн.) объясняются, в первую очередь, пилотным, или тестовым, характером данного типа сделок. Основной целью российских банков было практическое осуществление данного способа финансирования в российских условиях, поскольку в ближайшем будущем он представляется многообещающим и перспективным. В то же время сам факт проведения такой сделки создает банку положительный имидж на международных финансовых рынках. Соответственно, тестовый характер сделок не позволяет считать их полностью успешными и говорить об осязаемом снижении стоимости финансирования в сравнении с другими источниками привлечения средств. В первую очередь, это связано с высокими организационными издержками проведения сделок секьюритизации с привлечением иностранных участников в качестве третьих сторон, в частности обеспечителей по сделке. В результате суммирование такого рода издержек с затратами на обслуживание долга (фактическими процентными ставками (купонами) по обеспеченным облигациям) в случае относительно небольших объемов сделки делает стоимость финансирования сопоставимой с выпуском необеспеченных облигаций и, в конечном счете, не позволяет добиться реальной экономии на стоимости заемных средств. Единственным выходом в данном случае представляется планомерное увеличение пула секьюритизируемых активов, которое, с одной стороны, уменьшит удельные организационные издержки единичной сделки, а с другой – позволит накопить критическую массу удачных и результативных выпусков.

3.2. Проведение трансграничной секьюритизации с учреждением спецюрлица за пределами Российской Федерации. Как уже было сказано выше, во всех сделках оригинаторы прибегали к трансграничной секьюритизации, т.е. созданию (регистрации) спецюрлица в странах с наиболее благоприятствующим правовым и налоговым режимом, т.к. создание спецюрлица на территории РФ в настоящее время затруднительно. Во многих юрисдикциях используется форма траста, позволяющая не подвергать спецюрлицо каким-либо процедурам банкротства, направленным против оригинаторов, что могло бы привести к оспариванию прав собственности на активы. Однако спецюрлицо в форме траста не признается действующим российским законодательством, что предполагает учреждение спецюрлица в форме акционерной компании или компании с ограниченной ответственностью. Однако такая форма не гарантирует защищенность от банкротства, в связи с чем могут возникнуть проблемы в сфере налогообложения. Также возможно введение ограничения на объем выпущенных долговых обязательств. В свою очередь регистрация SPV в оффшорных зонах, в частности в Люксембурге, снижает существующие риски секьюритизации как вследствие «прозрачной» правовой структуры, так и вследствие большого числа сделок, проведенных в данной юрисдикции. Стоит отметить, что регистрация спецюрлица за пределами государства характерна для большинства развивающихся стран, в то время как лидеры европейской секьюритизации – Великобритания, Испания, Португалия, Италия - регистрируют спецюрлицо на той же территории, где зарегистрирован и оригинатор. Однако оригинаторы ФРГ прибегают к регистрации спецюрлица в зарубежных странах с благоприятными для секьюритизации условиями.

3.3. Признание факта действительной продажи. Данная особенность является отчасти следствием предыдущей и предполагает, что концепция действительной продажи определяет неоспоримый факт передачи секьюритизируемого пула активов с баланса originатора на баланс специорлица, что, в конечном счете, позволяет избежать попадания данного пула в конкурсную массу originатора при банкротстве последнего. Однако по российскому законодательству в случае неплатежеспособности компании суд может иметь право на рассмотрение возможности возврата ранее проданных активов в имущество несостоятельного должника, если такие активы были проданы за шесть месяцев до процесса банкротства для компаний нефинансового сектора и за три года до процесса банкротства для банков. Это означает, что дебиторская задолженность, проданная originатором специорлицу, не получает автоматической защиты от банкротства. Структура секьюритизации, при которой специорлицо зарегистрировано в оффшорной зоне и договор продажи регулируется законодательством другой страны, может позволить достичь действительности продаж при секьюритизации. Однако юридические соглашения, к которым применяются законы других стран, могут быть опротестованы в российских судах, если преимущественное обязательство между должником и originатором, который генерирует секьюритизируемую дебиторскую задолженность, регулируется по российскому законодательству.

3.4. Использование зарубежных торговых площадок при размещении акций и листинге. По всем проведенным сделкам секьюритизации российскими originаторами в качестве торговых площадок использовались зарубежные фондовые биржи, что может быть связано с недостаточной развитостью отечественного фондового рынка, который, к сожалению, пока не может предложить эмитентам широкого круга контрагентов в лице потенциальных инвесторов. К примеру, секьюритизация могла бы быть использована в качестве перспективной техники при вложении средств пенсионных фондов, чья инвестиционная политика регулируется в законодательном порядке и является достаточно консервативной, что в то же время объективно не противоречит инвестированию такого рода средств в низкорискованные обеспеченные ценные бумаги. В случае же внесения поправок в существующие нормативные акты отечественные пенсионные фонды могли бы стать не только заметными игроками на фондовом рынке, но и компаниями, напрямую заинтересованными в развитии секьюритизации. Однако отсутствие развитой инфраструктуры и широкого круга инвесторов подтверждает объективную неразвитость не только отечественного фондового рынка, но и большинства развивающихся рынков. В частности, в Республике Казахстан originаторы также прибегают к выпуску облигаций через европейские торговые площадки.

3.5. Разновидности используемых классов активов в сделках секьюритизации. Хотя распределение классов активов по востребованности в России значительно отличается от европейского, классы активов, используемые в сделках с участием российских originаторов, все же крайне разнообразны. В частности, на сегодняшний день было проведено 3 сделки по секьюритизации потребительских кредитов, в том числе автокредитов. Сделки, в основе которых лежит секьюритизация потребительских кредитов, являются одним из приоритетных направлений в деятельности финансовых институтов в РФ, так как пулы такого рода активов позволяют достичь как высокого уровня диверсификации внутри самого пула, так и относительной легкости в его (т.е. пула) формировании в связи с активным развитием потребительского кредитования в Российской Федерации в последнее время. Важно отметить, что на сегодняшний день многие финансовые институты, занимающихся потребительским кредитованием, оценивают объемы своего присутствия на данном рынке в сотни миллионов долларов, что делает эти организации потенциальными originаторами в сделках секьюритизации в ближайшем будущем. В подтверждение данной идеи можно сказать, что уже около десятка банков заявили о намерениях провести секьюритизацию на основе пула потребительских кредитов, причем величина заявленного пула каждым из банков чаще всего количественно превосходит размеры пула описанные выше сделки.

Если говорить об ипотечных кредитах, доля секьюритизации которых в развитых странах прочно удерживает первое место, то в России на сегодняшний день проведены лишь две сделки такого типа, имевшие место летом 2006г. К сожалению, несмотря на общемировое признание данного типа активов в качестве одного из наиболее подходящих для сделок секьюритизации и намерения нескольких российских банков провести секьюритизацию именно этого класса активов, стоит признать, что в ближайшее время рефинансирование ипотечных кредитов не займет среди классов активов тех позиций, которые отводятся ей в ЕС. Это связано, в первую очередь, с тем, что в России механизм ипотечного кредитования пока так и не стал широко распространенным и общепринятым. Одна из причин - резкий рост цен на недвижимость в Москве и Санкт-Петербурге, сопровождающийся острым дефицитом предложения. Однако существует вероятность, что в среднесрочной перспективе, при проведении соответствующих мероприятий со стороны регулирующих органов, ипотечное кредитование получит импульс к дальнейшему развитию.

Не стоит в ближайшее время ожидать появления секьюритизации, в основе которой лежит коммерческая ипотека. Это связано с фактическим отсутствием такого рода ипотечного кредитования на российском рынке.

Активное использование секьюритизации активов, обеспеченное будущими поступлениями по договорам, значительно отличает роль данного типа обеспечения в России по сравнению со странами ЕС. Данный тип активов представляется наиболее подходящим для сделок секьюритизации в рамках существующей нормативно-правовой базы в этой сфере, по сути, отсутствия таковой. Транзакции с будущими денежными потоками чаще всего используются в юрисдикциях, схожих с российской, где правовые и регулятивные ограничения увеличивают риски секьюритизации потоков денежных средств внутри страны. Транзакции с будущими денежными потоками, как правило, представляют собой секьюритизацию будущей или существующей дебиторской задолженности originатора, причитающейся с должника в оффшорной зоне. Платежи по дебиторской задолженности контролируются в оффшоре, чтобы защитить инвесторов от рисков, связанных с внутренней юрисдикцией, которая применяется к originатору дебиторской задолженности. Оффшорный аспект структуры сделки может позволить проведение сделок секьюритизации с будущими денежными потоками в такой правовой и регулятивной среде, где другие формы секьюритизации пока невозможны. Это также создает возможности для originаторов по получению рейтингов своих транзакций на уровнях, превышающих «суверенных потолок». Оба эти фактора имеют большое значение для originаторов в России. Также эти факторы были учтены и при сделках секьюритизации с участием казахских originаторов, в 4 из 5 сделок которых в качестве секьюритизируемых активов были использованы диверсифицированные будущие денежные потоки.

3.6. Использование механизмов повышения кредитного качества и ликвидности.

Особенностью структурирования сделок секьюритизации с участием российских originаторов также является невостребованность таких элементов поддержки сделки, как механизмы повышения кредитного качества и ликвидности. Можно предположить, что неиспользование такого рода механизмов объясняется пилотной направленностью сделок: originаторов устраивало получение более низкого рейтинга с одновременной экономией на привлечении третьих лиц. Также данная ситуация может быть объяснена спецификой секьюритизированного пула активов, когда в сделки под будущие поступления по договорам данный элемент структурирования не встраивался. Другим объяснением может служить особенность структурирования, когда сделки осуществляются без управления потоками платежей¹⁵, что автоматически снимает необходимость в механизмах повышения ликвидности. По всей видимости, в дальнейшем использование механизмов повышения кредитного качества и

¹⁵ Данный тип структурирования сделок секьюритизации активов характеризуется тем, что генерируемые пулом активов потоки платежей «транслируются» владельцам ценных бумаг в неизменном виде.

ликвидности станет неотъемлемой чертой большинства сделок, проводимых российскими originatorами.

IV. Заключение

Несмотря на существующие проблемы, большая часть которых связана с особенностями российской нормативно-правовой базы, сделки секьюритизации представляются крайне эффективным и перспективным источником финансирования деятельности отечественных организаций любых типов. Фактически единственным ограничением при использовании рассматриваемой техники рефинансирования является финансовый оборот того или иного предприятия. Подтверждением этому может служить успешный опыт проведения сделок секьюритизации как за рубежом, так и в России. Следует отметить, что уже проведенные в России сделки отличаются разнообразными формами структурирования. Кроме того, российские originatorы работают в различных отраслях. В связи с этим можно предположить, что при внесении необходимых изменений и дополнений в действующее законодательство секьюритизация активов займет ведущие позиции среди прочих техник финансирования.

Сделки секьюритизации с участием российских originаторов (Табл. 1)

Оригинатор	Дата закрытия сделки	Заявленная величина пула активов (\$ млн.)	Категория секьюритизируемых активов
ОАО «РЖД ¹⁶ »	30.03.2006	495,49	Поступления по договорам лизинга
Банк «Русский стандарт»	27.03.2006	359,19	Потребительские кредиты
Home Credit&Finance Bank	07.12.2005	149,03	Потребительские кредиты
Альфа-банк	28.03.2006	350	Диверсифицированные будущие платежные потоки
Банк «Союз»	27.07.2005	49,8	Автокредиты
Росбанк	26.10.2004	300	Активы, обеспеченные текущими и будущими поступлениями за счет процессинга дебиторской задолженности
ОАО «Газпром»	23.07.2004	1250	Будущие поступления от экспорта
ОАО «Внешторгбанк»	18.07.2006	88,3	Жилищная ипотека
Городской ипотечный банк	10.08.2006	73,9	Жилищная ипотека

¹⁶ Хотя во всех источниках, посвященных российским сделкам секьюритизации, в качестве originатора по сделке "Red Arrow International Leasing Public Limited Company" фигурирует ОАО "РЖД", фактическими originаторами выступили "Магистраль Финанс", ООО "Инвестиционный партнер" и ООО Финансовая Компания "Объединенные депозитарии"