



АССОЦИАЦИЯ
БАНКОВ
РОССИИ



**Совместный доклад
Саморегулируемой организации «Национальная финансовая ассоциация» и
Ассоциации банков России**

ПЕРЕЗАГРУЗКА РЫНКА НЕИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Декабрь 2021

Москва

СРО НФА и Ассоциация «Россия» выражают благодарность О.М. Иванову, Председателю совместного Комитета СРО НФА – Ассоциация «Россия» по секьюритизации, и членам Комитета за подготовку настоящего доклада.

Оглавление

Введение	4
Состояние российского рынка секьюритизации и его роль в достижении поставленных экономических целей	5
Ипотечная секьюритизация	7
Неипотечная секьюритизация	8
Совершенствование регулирования российских сделок неипотечной секьюритизации	14
Сближение требований к оценке рисков секьюритизации с Базельскими подходами	14
Снижение стоимости и повышение эффективности транзакций	17
Развитие вторичного рынка облигаций СФО и совершенствование инфраструктуры	19
Снятие барьеров и создание стимулов для инвесторов в инструменты неипотечной секьюритизации	23
Поддержка ESG-секьюритизации	26
Снижение рисков правоприменения	27
Выводы	28
Приложение 1. Международный опыт использования секьюритизации как источника финансирования экономического роста	31
Приложение 2. Перечень мероприятий по изменению нормативно-правовых актов («дорожная карта»).....	35

Введение

Ассоциация банков России (АБР) и Саморегулируемая организация «Национальная финансовая ассоциация» (СРО НФА) (далее – Ассоциации) на протяжении многих лет предпринимают последовательные шаги, направленные на развитие национального рынка секьюритизации и структурного финансирования. По мнению Ассоциаций, инструменты секьюритизации призваны служить значимым источником долгосрочного финансирования российской экономики и достижения целей приоритетных национальных проектов.

В начале 2000-х гг. была создана правовая и организационная основа для построения рынка ипотечных ценных бумаг (ИЦБ, ипотечная секьюритизация). С тех пор модели выпуска ИЦБ трансформировались, и в настоящее время Фабрика ИЦБ, созданная ДОМ.РФ, доминирует в сегменте ипотечной секьюритизации.

В тот же период стали популярными трансграничные сделки с различными классами базовых активов – потоками платежей (DPR), автокредитами, потребительскими и ипотечными кредитами, лизинговыми платежами и пр. В середине 2010-х гг. импульс национальным сделкам неипотечной секьюритизации придали изменения в Закон о рынке ценных бумаг, закрепившие правовой статус специализированного общества (СФО, СОПФ), последовательное совершенствование нормативных актов Банка России, а также деятельность МСП Банка по осуществлению пилотных сделок секьюритизации МСП-кредитов.

Несмотря на это, сделки неипотечной секьюритизации все еще носят единичный характер. Данный сегмент рынка не получил всестороннего развития: крайне ограничен перечень оригинаторов, не сформированы 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 СФО могли бы сыграть в финансировании экономического роста.

Классическая многотраншевая секьюритизация, подразумевающая наличие внутренних механизмов минимизации рисков и защиты инвесторов (без бюджетной поддержки), незаменима для оптимизации внутренних процессов, предоставляя финансовому рынку ряд дополнительных возможностей:

- источник длинных денег;
- фактор существенной диверсификации инструментов для инвестиций, доступных широкому кругу инвесторов;
- метод оптимизации использования эндогенных механизмов повышения и поддержки кредитного качества, снижающих зависимость от государственного финансирования и увеличивающих экономию бюджетных средств;
- прозрачность, измеримость и возможность мониторинга совокупного риска как на уровне отдельной транзакции, так и на федеральном уровне;
- повышение стандартов кредитования на основе мониторинга и обработки статистики;
- оптимизация IT-систем банков, включая небольшие финансовые организации;

- диверсификация рисков контрагентов по сделке, снижающая зависимость от ключевых сторон и повышающая вероятность их замены в случае наступления определенных событий.

Сложившаяся в текущей ситуации возможность для перезапуска национального рынка непотечной секьюритизации связана с обсуждением программных документов, определяющих средне- и долгосрочные направления развития российского финансового рынка и нацеленных на расширение инструментария инвестирования – Стратегии развития финансового рынка России до 2030 года, Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на 2022-2024 гг., а также Плана мероприятий («дорожной карты») Правительства Российской Федерации и Банка России по формированию доступных финансов для инвестиционных проектов от 13.05.2021 № 4806п-П13.

Настоящий доклад подготовлен совместным Комитетом Ассоциаций по секьюритизации и содержит, прежде всего, предложения нормативно-правового характера, направленные на повышение мотивации оригинаторов к осуществлению соответствующих сделок, снижению связанных с ними издержек, созданию стимулов для расширения инвесторской базы, развитию вторичного рынка, а также вовлечению в оборот новых классов активов. Высказанные в Докладе предложения подтверждены мировым опытом. Часть из них детально проработана, уже высказывалась участниками рынка и оформлена в виде конкретных поправок в действующие нормативно-правовые акты. Другая часть предложений сформулирована в виде концептуальных идей, требующих детализации и дополнительного обсуждения.

Состояние российского рынка секьюритизации и его роль в достижении поставленных экономических целей

Роль секьюритизации как источника долгосрочного финансирования постепенно возрастает, прежде всего в сегменте жилищного строительства, однако все еще не соответствует уровню развития российской экономики и финансового рынка. Размещения облигаций, выпущенных в рамках сделок секьюритизации, превысили 380 млрд руб. или 0,36% ВВП, что выше показателя 2019 г. (0,27% ВВП). Основной объем (более 370 млрд руб.) составляют ценные бумаги Фабрики ИЦБ ДОМ.РФ. В целом на облигации ДОМ.РФ приходится около 85% рынка, что связано с активным государственным стимулированием этого рыночного сегмента и ростом ипотечного кредитования.

Оригинаторами сделок на российском рынке выступают как финансовые (главным образом, кредитные), так и нефинансовые организации. Основными классами секьюритизируемых активов в настоящее время являются банковские кредитные портфели. По данным Росстата за 2020 год, доля банковской сферы в финансировании реального сектора экономики составила 9,5% в общем объеме инвестиций в основной капитал (на 0,3 процентных пункта ниже предыдущего года)¹. Это значительно превышает вклад прочих секторов финансового рынка, включая выпуск корпоративных облигаций. С учетом доминирования банков в сегменте финансового посредничества, развитие банковской

¹ Инвестиции в основной капитал в Российской Федерации в 2020 году, Росстат, https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/SRseY8Jp/inv_osn2020.pdf.

секьюритизации могло бы увеличить долю инвестиций в основной капитал, финансируемую за счет привлеченных средств.

В результате секьюритизации достигается разгрузка капитала банков по РСБУ, происходит уступка (продажа) кредитных требований с баланса банка на баланс СФО, СОПФ или ипотечного агента (ИА). В случае средне- и долгосрочных кредитов секьюритизация позволяет управлять процентным риском, что особенно актуально в сегменте ипотечного кредитования, проектного и иного долгосрочного финансирования. Как следствие, при росте процентных ставок снижается риск отрицательной переоценки кредитного портфеля банка.

Секьюритизация обеспечивает расширение источников фондирования банковской системы. Тем самым удается снизить зависимость от рынка депозитов. Дополнительно следует учитывать идущую видовую трансформацию сбережений граждан. С прошлого года приток средств физических лиц на сберегательные счета впервые превысил приток срочных вкладов, что увеличивает риски ликвидности и мотивирует к поиску новых источников фондирования средне- и долгосрочных кредитов. Необходимо также отметить тенденцию перетока средств физических лиц из банковских вкладов в инструменты рынка ценных бумаг.

С точки зрения оригинаторов, фондирование на рынке секьюритизации оказывается дешевле выпуска классических облигаций (Plain Vanilla Bond). Благодаря высокому рейтингу старшего транша, в текущих рыночных условиях возможно размещение со спредом 150-200 б.п. к суверенным облигациям (ОФЗ). При этом оригинатор имеет возможность сохранить потенциальную доходность кредитного портфеля, оставляя себе избыточный спред (excess spread, разницу между ставкой по портфелю и купоном по старшему траншу) посредством выкупа младшего транша.

С точки зрения инвесторов, новые выпуски облигаций СФО / СОПФ расширяют палитру долговых инструментов, позволяют повысить диверсификацию и доходность облигационного инвестиционного портфеля. С учетом ограниченного числа эмитентов, присутствующих на российском рынке, повышение разнообразия становится дополнительным фактором притяжения как для институциональных, так и для розничных инвесторов. По состоянию на начало года 28% вложений населения в ценные бумаги приходилось на облигации.

Важным этапом в развитии регулирования российского рынка секьюритизации стало принятие Положения Банка России от 04.07.2018 № 647-П «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение». Оно закрепило применение Базельских подходов к сделкам секьюритизации. Работа в данном направлении продолжается. В настоящее время обсуждается проект Положения, регулирующего определение величины кредитного риска по сделкам секьюритизации для банков, использующих ПВР-подход. Несмотря на крайнюю сложность исходной Базельской методологии и незначительное количество банков, использующих в настоящий момент данный подход (три СЗКО), в перспективе его применение позволит снизить нагрузку на капитал оригинаторов.

Уход ведущих международных рейтинговых агентств с российского рынка привел к замещению их национальными агентствами, чему способствовало принятие Федерального

закона от 13.07.2015 № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации». Утверждение методологий рейтингования сделок структурного финансирования открыло возможности для постепенного включения в нормативные акты, регулирующие инвестирование средств страховых компаний и НПФ, ссылок на соответствующие рейтинги (.sf).

Предметом настоящего Доклада является совершенствование регулирования сделок неипотечной секьюритизации. В то же время сложившийся дисбаланс ипотечного и неипотечного сегментов заслуживает отдельного анализа, по крайней мере, для целей выравнивания регуляторных условий для ИЦБ и инструментов неипотечной секьюритизации. Это означало бы применение механизмов государственной поддержки, разработанных и внедренных с участием института развития ДОМ.РФ, к облигациям СФО / СОПФ.

Ипотечная секьюритизация

Первая рыночная сделка по выпуску ИЦБ на российском рынке была закрыта Агентством по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) в 2007 г. В течение следующих десяти лет на рынке преобладали сделки классической секьюритизации, включающие два транша. Более двадцати организаций (преимущественно банки) становились оригинаторами по таким сделкам. По состоянию на 31.07.2021 в обращении находилось 88 выпусков ипотечных облигаций на сумму 609,5 млрд руб., что составляет 1,85% всего облигационного рынка России и около 7% от всего банковского ипотечного портфеля. При этом отдельные банки, стратегия фондирования которых ориентирована на рынок ИЦБ, секьюритизируют более пятой части выданных ипотечных кредитов. Таким образом, ипотечные облигации составляют заметную долю в источниках фондирования ипотечного кредита и играют значительную роль в достижении целей национальной жилищной политики.

В последние пять лет кардинально изменилась модель выпуска ИЦБ. Классическая многотраншевая секьюритизация замещена однотраншевыми сделками Ипотечного агента ДОМ.РФ. Доля ИЦБ ДОМ.РФ в структуре ипотечных облигаций превышает 90%. Более половины объема выпущенных облигаций удерживается на балансе оригинаторов и используется для получения рефинансирования в Банке России.

Выпуск ИЦБ ДОМ.РФ для банков привлекателен прежде всего в силу наличия поручительства ДОМ.РФ и сниженного в пять раз (до 20%) коэффициента риска². Помимо

² П. 2.3.3 Инструкции Банка России от 29.11.2019 № 199-И «Об обязательных нормативах и надбавках к нормативам достаточности капитала банков с универсальной лицензией».

Интерес банков к выпуску таких ИЦБ не снизился даже с учетом значительного снижения коэффициентов риска по ипотечным кредитам в результате внедрения финализированного подхода Базеля III. См. Указание от 03.08.2020 № 5521-У «О внесении изменений в Инструкцию Банка России от 29 ноября 2019 года № 199-И «Об обязательных нормативах и надбавках к нормативам достаточности капитала банков с универсальной лицензией». В соответствии с п. 1.7 Инструкции 199-И Банк вправе принять решение о применении стандартного или финализированного подхода к расчету нормативов достаточности капитала. При выборе финализированного подхода банк вправе принять решение о применении одной из методик, предусмотренных подпунктами 3.3.7.1 - 3.3.7.3 или подпунктами 3.3.7.5 - 3.3.7.7. Во втором случае введена новая шкала из 16 разных коэффициентов риска по ипотечным кредитам в диапазоне от 20% до 100%, которые зависят от ПДН

этого, в последние два года приняты дополнительные меры по стимулированию выпуска ИЦБ ДОМ.РФ. В 2020 г. внесены изменения в Положение Банка России № 580-П, установившие отдельный 5%-ный лимит для ИЦБ при инвестировании пенсионных накоплений³. Ранее аналогичный лимит был введен для пенсионных резервов. Ипотечные облигации ДОМ.РФ включены в Ломбардный список Банка России, а также в состав высоколиквидных активов категории ВЛА-2А при расчете показателя краткосрочной ликвидности (Положение Банка России № 511). Правительством Российской Федерации принято постановление, открывшее возможность инвестировать в ипотечные облигации с поручительством ДОМ.РФ свободные средства федерального бюджета через операции РЕПО Федерального казначейства⁴. Другим постановлением Правительства Российской Федерации выделены лимиты для инвестирования в ИЦБ ДОМ.РФ средств пенсионных накоплений под управлением ВЭБ.РФ, накоплений Росвоенипотеки, временно свободных средств государственных корпораций и компаний.

Неипотечная секьюритизация

В отличие от ипотечного сегмента, рынок неипотечной секьюритизации существенно отстал в развитии. Несмотря на проведение пилотных сделок с самыми разными классами активов, их тиражирование сталкивается с рядом трудностей, лежащих в том числе в сфере регулирования.

Кредиты (займы) МСП⁵. Одной из основных целей принятия Закона о секьюритизации⁶ в 2014 г. провозглашалось 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). Национальным проектом «Малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы» предусмотрена реализация на ежегодной основе рыночных механизмов рефинансирования портфелей кредитов МСП коммерческих банков с использованием механизмов секьюритизации в размере 93 млрд руб. в 2019–2024 гг.

В отличие от ипотеки, кредиты субъектам МСП характеризуются более высокими уровнями просроченной задолженности и ее большей волатильностью, более короткими сроками погашения, высоким разнообразием кредитных продуктов и профилей рисков заемщиков. Отличительной особенностью сделок секьюритизации портфелей МСП-кредитов является наличие револьверного периода, в течение которого все средства,

(показателя долговой нагрузки заемщика) и от соотношения величины основного долга по ссуде и справедливой стоимости предмета залога (ОД/СЗ). Данные нормы применяются по выбору банка с 17.09.2020.

³ Указанием Банка России от 20.04.2020 № 5445-У внесены изменения в Положение Банка России от 01.03.2017 № 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений...».

⁴ Постановление Правительства РФ от 13.10.2020 № 1679 «О внесении изменений в некоторые акты Правительства Российской Федерации по вопросу инвестирования остатков средств на едином счете федерального бюджета, средств пенсионных накоплений, временно свободных средств государственной корпорации, государственной компании и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих в облигации с ипотечным покрытием».

⁵ В настоящее время готовятся также сделки секьюритизации займов, предоставленных субъектам МСП микрофинансовыми организациями.

⁶ Федеральный закон от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

поступающие в счет погашения основного долга по кредитам, входящим в состав залогового обеспечения, направляются на покупку у originатора новых кредитов (займов). При этом каждый новый кредит по отдельности, а также обновленный портфель должны полностью соответствовать установленным в решении о выпуске критериям и триггерам, таким как предельная доля кредитов с исторической и текущей просрочкой, категория качества. При нарушении отдельных условий, установленных решением о выпуске, пополнение портфеля прекращается и включается режим обычной или ускоренной амортизации облигаций. Такой механизм является защитой от риска ухудшения качества портфеля обеспечения во время револьверного периода. Необходимость револьверного периода обусловлена особенностями кредитования МСП сектора с высокой долей краткосрочных кредитов и возобновляемых кредитных линий с высокой оборачиваемостью траншей.

С начала 2016 года реализовано 9 сделок МСП-секьюритизации с участием 5 originаторов, 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 руб. Таким образом, вклад секьюритизации в качестве источника фондирования составляет не более 1%.

Несмотря на незначительную долю в целом по рынку, для средних и малых банков мультиoriginаторная платформа секьюритизации, созданная МСП Банком⁷, предоставляет уникальную возможность доступа на рынок капитала. Используя ее, они могут привлекать финансирование на сумму до 75% от размера портфеля МСП кредитов под ставку на уровне высоконадежных облигаций. Портфель МСП кредитов накапливается на балансе СФО с последующей разгрузкой капитала на сумму старшего и мезонинного транша. Непременным условием участия в таких сделках является применение единого стандарта кредитования МСП.

В России средняя процентная ставка, выплачиваемая субъектами МСП, колеблется в пределах от 12 до 14 % (без учета программ господдержки), таким образом размер процентной маржи составляет от 4,25 до 6,25 %. Увеличение объемов секьюритизации кредитов МСП с использованием глубокой экспертизы и широкой статистической базы будет способствовать сближению размера процентной маржи в России с наблюдаемыми в Европе уровнями, что обеспечит более дешевую стоимость финансирования для субъектов МСП⁸.

Автокредиты. Автокредиты традиционно являются одним из самых востребованных банковских продуктов. Почти каждый второй новый автомобиль приобретает с использованием заемных средств. Наличие обеспечения в виде залога автомобиля и средний срок (2-3 года) делают автокредиты подходящим классом активов

⁷ В конце 2018 года МСП Банк реализовал пилотную сделку секьюритизации портфеля кредитов, предоставленных субъектам малого и среднего предпринимательства, в рамках мультиoriginаторной платформы. В ходе сделки в одном портфеле были объединены кредиты субъектам МСП, выданные двумя банками. Корпорация МСП предоставила поручительство по облигациям старшего транша.

⁸ Процентная маржа для кредитов МСП в Европе (по отношению к базовому индикатору процентной ставки) составляет от 2 до 3 % по активам со сроком погашения до пяти лет.

как для статических, так и для револьверных сделок секьюритизации. Первая сделка трансграничной секьюритизации портфеля автокредитов была проведена российскими банками еще в 2005 г. Секьюритизация автокредитов Кредит Европа Банка в 2015 г. стала первой сделкой, проведенной в соответствии с новым Законом о секьюритизации⁹.

Общий объем задолженности по автокредитам составляет 1,2 трлн руб. Однородность и стандартизация автокредитов делает их 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 руб. 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 сегмента ипотеки и МСП), высокая доля кредитов с субсидированной процентной ставкой, сохраняющееся недоверие инвесторов к револьверным сделкам.

Потребительские кредиты. Как и автокредиты, потребительские кредиты были одним из первых классов активов, который начали секьюритизировать российские банки в середине 2000-х гг., 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. Кризис 2008-2009 гг., спровоцированный кризисом на рынке subprime ипотеки и сложной ипотечной секьюритизацией, остановил данную активность¹⁰.

Быстрый рост объемов потребительских кредитов в последние годы, а также увеличение нагрузки на капитал в связи с принимаемыми Банком России мерами макропруденциального регулирования повышают интерес банков к их секьюритизации. Общий объем задолженности по необеспеченным потребительским кредитам, включая задолженность по кредитным картам, составляет 11,1 трлн руб. Первая сделка секьюритизации, структурированная целиком по российскому праву, была закрыта Банком ВТБ летом 2021 года. Сделка стала крупнейшей классической сделкой секьюритизации в России. Облигации объемом 35 млрд рублей выпущены под кредитный портфель объемом 45 млрд рублей и получили наивысший рейтинг агентства «Эксперт РА» на уровне ruAAA.sf¹¹. Тем самым было секьюритизировано почти 3% портфеля потребительских кредитов банка-оригинатора.

Просроченная потребительская задолженность. Новым трендом на рынке секьюритизации стала секьюритизация просроченной задолженности (NPL, non-performing loans). 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 могут уступаться требования по потребительским кредитам (займам) банками и микрофинансовыми организациями (и иными лицами, осуществляющими профессиональную деятельность по предоставлению потребительских займов), коллекторскими организациями (т.е. лицами, осуществляющим деятельность по возврату просроченной задолженности физических лиц в качестве основного вида

⁹ <https://epam.ru/files/documents/insights/56fb83f788349.pdf>.

¹⁰ В 2005-2013 гг. несколько сделок с потребительскими кредитами в сумме более чем на 1 млрд долл. закрыли банки «Хоум Кредит Финанс» и «Русский стандарт».

¹¹ <https://www.raexpert.ru/releases/2021/jun10b/>.

деятельности), а также специализированными финансовыми обществами (СФО), 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. Оригинаторами сделок с учетом законодательных ограничений выступают банки, МФО и коллекторские агентства.

Крупнейшая транзакция – на 1,6 млрд рублей, оригинатором которой является АКБ-инвест (СФО Азимут). Выпуски обеспечены просроченной потребительской задолженностью и, как правило, имеют револьверную структуру. Размер секьюритизируемого портфеля в 5-15 раз превышает объем облигационного выпуска.

Организаторы подобных сделок не обращаются за рейтингами, на данный момент у российских рейтинговых агентств отсутствуют методики для оценки пулов NPL. Старшие транши размещаются по закрытой подписке. Облигации пользуются спросом за счет высокой доходности (ключевая ставка плюс 4-5 п.п., 10-15%).

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.

Востребованность данного вида сделок возросла в 2021 году и будет увеличиваться. Принятые в связи с пандемией меры государственной поддержки банковского сектора временно исключили необходимость создавать резервы по долгам, в отношении которых была осуществлена реструктуризация. До трети таких кредитов, по разным оценкам, может выйти в просрочку, что приведет к значительному обременению банковских балансов.

Крупные корпоративные кредиты. Секьюритизация крупных корпоративных кредитов характеризуется большим числом особенностей. Соответствующие 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 рейтинговым заемщикам либо даже долг всего одного высоконадежного заемщика. В России соответствующие сделки пока не получили распространения¹².

Квази-секьюритизацией подобного вида можно считать состоявшийся в 2019 г. 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

¹² Еще в 2009 г. 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.

стать развитие рынка синдицированного кредитования и более глубокое проникновение кредитных рейтингов.

Лизинговые платежи. Наряду с банками, одними из первых originаторов на российском рынке являлись лизинговые компании. Первой сделкой с данным классом активов в 2006 г. стала трансграничная секьюритизация платежей по договорам лизинга железнодорожных вагонов. Базовым активом выступал портфель из семи лизинговых контрактов, заключенных ОАО «РЖД» с несколькими лизинговыми компаниям. С принятием Закона о секьюритизации в российском праве было проведено несколько сделок, в которых СФО передавались крупные портфели лизинговых договоров с МСП и гражданами¹³.

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

ESG-секьюритизация. В последние годы на российском рынке непотечной секьюритизации было закрыто несколько уникальных сделок, которые по своему характеру могут быть отнесены к категории ESG-секьюритизации. С учетом вида секьюритизируемых активов они носят «зеленый» или социальный характер.

В 2020 г. состоялось размещение трех траншей облигаций различной очередности в рамках рефинансирования проекта государственно-частного партнерства в социальной сфере (СФО Социального развития). Совокупный объем средств, полученных от размещения облигаций, составил 6 млрд рублей. Они были направлены на рефинансирование соглашения о государственно-частном партнерстве (ГЧП) по проектированию, созданию и техническому обслуживанию объектов дошкольного, общего и дополнительного образования и культуры в городском округе город Якутск Республики Саха (Якутия). В рамках проекта построено 12 объектов социальной инфраструктуры: пять школ, пять детских садов, центры детского творчества, культуры и современного искусства. Проект соответствует принципам социальных облигаций Международной ассоциации рынков капитала (International Capital Market Association, ICMA). Независимую внешнюю оценку соответствия проводило российское рейтинговое агентство. Особенностью сделки стало полное отсутствие диверсификации. Денежные требования по одному кредиту и одному займу, предоставленных частному партнеру коммерческими кредиторами, были уступлены в пользу СФО и включены в залоговое обеспечение по размещенным облигациям. Исполнение обязательств по этим активам осуществляется за счет средств, полученных от публичного партнера в рамках исполнения обязательств по соглашению о ГЧП.

В 2020 г. в рамках первой в России секьюритизации бизнеса (whole-business securitization, WBS) двух солнечных электростанций компании «Солар Системс» состоялось также размещение облигаций ООО «СФО Русол 1», объем выпуска «зеленых» облигаций составил 5,7 млрд рублей. Сделка представляет собой секьюритизацию

¹³ В 2015 г. ЛК «Уралсиб» секьюритизировала требования на получение будущих денежных потоков по пулу более 3 тыс. лизинговых договоров с клиентами сегмента малого и среднего бизнеса. Объем размещенных облигаций составил 2,2 млрд. руб.

платежей электростанций по договорам поставки мощности (ДПМ). Вырученные при размещении средства СФО переданы в заем операционной компании, которая владеет электростанциями, под залог ее активов. При этом бизнес операционной компании очень четко ограничен: она может заниматься только управлением станциями, получать платежи по ДПМ и обслуживать облигации.

Соглашения о защите и поощрении капитальных вложений. 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 защите и поощрении капитальных вложений (СЗПК). В соответствии с законом, принятым в прошлом году, для обеспечения защиты интересов инвестора и государства, а также формирования прогнозируемых условий реализации крупных инвестиционных проектов механизм СЗПК предусматривает возможность предоставления инвесторам «стабилизационной оговорки» и возмещения части затрат на проект (затраты на объекты транспортной, энергетической, коммунальной, социальной и цифровой инфраструктуры, внедренные НИОКР, уплату процентов по кредитам, привлеченным для финансирования проекта на 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). Всего в 2020-2021 гг. заключено более 40 СЗПК на общую сумму инвестиций 1,5 трлн рублей по новым инвестиционным проектам в сфере 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 осуществляться за счет выплачиваемого из бюджета в будущем возмещения части затрат.

Проникновение секьюритизации в рыночные сегменты

	МСП	Авто	Потреб- кредит	NPL потреб.	Лизинг	CLO*	Ипотека
Объем базовых активов, трлн руб.	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 ***, %	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 непотечных 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.

При консервативной оценке рыночного потенциала отдельных классов активов, сделанной на основе показателей более развитых рынков, рынок непотечных облигаций СФО/СОПФ мог бы составлять 4,5 трлн рублей. С учетом глобального объема выпуска инструментов секьюритизации около 1 трлн долл. в 2020 году и доли России в глобальном ВВП ежегодный выпуск структурированных облигаций может превышать 1 трлн рублей. Не менее четвертой части этой суммы должно приходиться на непотечную секьюритизацию, если производить оценку, руководствуясь мировым трендом.

Совершенствование регулирования российских сделок непотечной секьюритизации

Важнейшим элементом перезагрузки рынка непотечной секьюритизации должно стать совершенствование его регулирования, осуществляемое по нескольким направлениям. Во-первых, интерес оригинаторов к подготовке новых сделок может быть повышен благодаря сближению российских требований к оценке рисков секьюритизации с Базельскими подходами. До настоящего времени этот процесс не завершен. Во-вторых, не использованы все возможности по снижению операционной стоимости и повышению эффективности самих транзакций. В-третьих, назрели меры, направленные на развитие вторичного рынка облигаций СФО/СОПФ и совершенствование его инфраструктуры. В-четвертых, требуется переосмыслить критерии допуска к структурированным продуктам различных классов инвесторов, чтобы снять избыточные ограничения и предусмотреть для них обоснованные стимулы. В-пятых, с учетом фокуса на устойчивое развитие особое внимание следует уделить сделкам «зеленой/социальной» (ESG) секьюритизации. И, наконец, возникающие казусы правоприменения диктуют принятие мер, направленных на повышение информированности о рынке структурированных продуктов правоохранительных и судебных органов.

Сближение требований к оценке рисков секьюритизации с Базельскими подходами

Интересам оригинаторов соответствует сближение оценки рисков секьюритизации, содержащейся в действующих нормативных актах, со стандартами Базельского комитета по банковскому надзору и новым европейским регулированием (Регламент ЕС 2017/2402 от 12.12.2017 об установлении общих правовых рамок для секьюритизации и о создании специальных правовых рамок для простой, прозрачной и стандартизированной секьюритизации, далее – Регламент ЕС).

Уменьшение объема удерживаемых оригинатором рисков. Еще в 2013 г., в условиях сохраняющихся опасений относительно будущего глобального рынка секьюритизации и регуляторной неопределенности, Законом о секьюритизации были закреплены избыточные требования к объему рисков, удерживаемых оригинатором. Концепция сохранения части рисков оригинатором появилась в результате анализа причин глобального финансового кризиса 2007 – 2009 гг. В соответствии с пунктом 26 статьи 42

Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» Банк России устанавливает для originаторов требования к формам и способам принятия рисков в объеме **не менее 20 процентов** от общего размера обязательств по облигациям с залоговым обеспечением. В соответствии с общепризнанными в США и ЕС подходами достаточным является сохранение за originатором 5% риска. Статья 6 Регламента ЕС устанавливает, что originатор, спонсор или первоначальный кредитор по секьюритизации должны сохранять за собой на постоянной основе материальную экономическую заинтересованность в секьюритизации в размере не менее чем 5%. Требование о сохранении за банком-originатором большего объема риска не согласуется с применяемыми в Базельских правилах подходами к количественной оценке рисков секьюритизации.

С учетом этого необходимо, во-первых, уменьшить требования к доле удержания кредитного риска originатором в сделках неипотечной секьюритизации с 20% до 5%. Во-вторых, соответствующая доля должна определяться не от размера обязательств по облигациям, а от размера портфеля секьюритизируемых активов. В-третьих, в число лиц, которые могут удерживать соответствующий риск, целесообразно также включить спонсоров сделок.

Как следствие, необходимо также внести изменения в Указание Банка России № 3309-У¹⁴ о формах принятия риска – в части пересмотра требований к формам и способам принятия рисков. В нем следует также предусмотреть альтернативные способы удержания риска согласно международной практике.

Расширение способов принятия рисков originатором в сделках неипотечной секьюритизации. Предлагается ввести дополнительную форму удержания риска originатором секьюритизируемых активов, которая применяется, в частности, в европейских сделках секьюритизации, в соответствии с регуляторными указаниями ЕЦБ. Данная форма удержания риска, называемая «вертикальным срезом», предполагает покупку originатором доли облигаций с залоговым обеспечением в форме прав требований по портфелю секьюритизируемых активов во всех траншах выпуска облигаций с залоговым обеспечением. В частности, если норма удержания риска составляет 20%, то originатор активов приобретает и удерживает 20% от старшего транша, а также 20% от младшего транша.

Для этого необходимо внести изменения в Указание Банка России №3309-У. Предлагаемые изменения позволят обеспечить деконсолидацию активов эмитентов облигаций с залоговым обеспечением относительно баланса банка-originатора, что, в свою очередь, создаст условия для разгрузки его капитала. Это существенно повысит привлекательность инструментов секьюритизации для банков-originаторов активов, что благоприятно скажется на развитии всего сектора секьюритизации неипотечных активов.

Уточнение требований для ППС-секьюритизации. В качестве реакции на глобальный кризис 2007 – 2009 гг. Базельский комитет выпустил обновленные правила для оценки рисков сделок секьюритизации¹⁵. Для выделения наименее рискованных сделок в этом документе было введено понятие STC-секьюритизации (ППС-секьюритизации: простой, прозрачной, сопоставимой секьюритизации). Аналогичная классификация сделок

¹⁴ Указание Банка России от 07.07.2014 N 3309-У «О формах и способах принятия рисков по облигациям с залоговым обеспечением специализированного финансового общества и специализированного общества проектного финансирования».

¹⁵ BCBS. Revisions to the securitisation framework -Basel III Document. 11 December 2014 (rev. July 2016).

была перенесена в Положение Банка России № 647-П о порядке расчета величины кредитного риска для расчета нормативов достаточности капитала¹⁶. В целом Положение является комплексным, сбалансированным документом. Модельные расчеты на основе требований показывают, что сделки секьюритизации отвечают подходу нейтральности по риску, что является одним из принципов Базеля III. Вместе с тем накопленный уже после 2017 г. европейский опыт создает предпосылки для уточнения Положения в части ППС-секьюритизации.

Положением № 647-П предусмотрены два варианта расчета величины кредитного риска по сделке секьюритизации: стандартизированный (приложение 1) и ППС (приложение 2). С учетом высоких качественных показателей для старших траншей ППС-секьюритизации минимальное значение риска может достигать 15% и даже 10%.

В Регламенте ЕС требования к наименее рискованным сделкам секьюритизации претерпели существенную трансформацию в сравнении с первоначальными Базельскими подходами. Во-первых, в документах ЕС речь идет не о сопоставимой, а о стандартизированной секьюритизации (STS-секьюритизация). Во-вторых, перечень критериев для такой секьюритизации в европейском Регламенте был расширен и претерпел существенные изменения, учитывающие особенности регионального рынка.

На практике соблюдение условий ППС-сделок, предусмотренных Положением № 647-П, оказывается недостижимым для российских банков. Например, в соответствии с п. 12 приложения 2 Положения № 647-П юридические консультанты должны раскрывать юридическое заключение по сделке, что практически не реализуемо. Другой пример: если базовый актив представляет собой ипотеку, то для включения его в ППС-сделку LTV кредита не должно превышать 50%, а размер платежа заемщика – 1/3 его дохода (код 8751 Инструкции Банка России № 199-И). Доля таких кредитов на банковских балансах не велика. Как следствие, ипотечная ППС-секьюритизация привела бы к «перетоку качества» от банка к ипотечному агенту.

Стимулирование оригинаторов в течение переходного периода за счет снижения риск-весов траншей секьюритизации. В качестве стимулирующей меры, действующей в течение ограниченного периода (например, три года), целесообразно допустить снижение риск-веса младших и старших траншей, рассчитываемых с использованием стандартизированной формулы. Так, можно было бы исключить использование макронадбавок при расчете показателя RWA. Тем самым для банков-оригинаторов будет создан дополнительный стимул по выпуску средне- и долгосрочных облигаций, что, с одной стороны, увеличит срочность их пассивной базы, а с другой, расширит перечень долговых инструментов для инвесторов. Кроме того, в течение переходного периода, по мере накопления рыночного опыта, целесообразно исключить применение риск-веса в размере 1250% к старшим траншам сделок секьюритизации (что в действующем регулировании возможно, например, в случае предоставления неполной информации о секьюритизируемом портфеле).

Учет особенностей NPL-секьюритизации. Применение банками Указания Банка России № 3309-У фактически делает экономически нецелесообразным секьюритизацию

¹⁶ Положение Банка России от 04.07.2018 N 647-П «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение».

проблемных и просроченных кредитов (NPL-секьюритизация). Фактический (денежный) размер предоставляемой оригинатором гарантии определяется по формуле (см. Указание № 3309-У), содержащей коэффициент, показатель которого напрямую зависит от качества предоставляемых в залог денежных требований. При NPL-секьюритизации номинальная стоимость долга, как правило, многократно превышает объем выпускаемых облигаций. В результате по многим потенциальным сделкам размер гарантии оригинатора может в несколько раз превышать сам размер облигационного выпуска. В случае NPL-секьюритизации качество сделки зависит не от номинальной стоимости долга, а от его фактической стоимости, основанной на прогнозе будущих поступлений. Таким образом, действующая редакция Указания № 3309-У применима для регулирования секьюритизации исключительно качественных активов и является препятствием для реализации сделок NPL-секьюритизации. Указание должно быть изменено для упрощения реализации банками NPL-сделок.

Снижение стоимости и повышение эффективности транзакций

Действующее законодательство о секьюритизации и выпуске ипотечных ценных бумаг не решает вопроса об учредителе специализированного общества (СФО, СОПФ, ИА), а также не предусматривает возможности многократного использования СФО. Исторически при учреждении российских специализированных обществ использовались созданные по законодательству Нидерландов некоммерческие фонды – Stichting (голландское юридическое лицо с ограниченной ответственностью, без членов или акционерного капитала, которое создается для достижения конкретной цели. Использование этой правовой формы позволяет разделить функции владения и контроля). Регистрация таких фондов занимает не более двух дней и обходится в сумму не более 20 тыс. евро. Российское законодательство о некоммерческих организациях не учитывает потребностей сделок секьюритизации, что приводит к необоснованному увеличению временных и материальных затрат при их проведении.

Упрощение процедуры создания и обслуживания СФО. В гражданском законодательстве следует предусмотреть возможность создания некоммерческого фонда специального вида, который выступал бы учредителем специализированных обществ (СФО, СОПФ, ИА) для обеспечения независимости таких специализированных обществ от корпоративной структуры оригинаторов (первоначальных владельцев секьюритизированных активов). Особенности регулирования специализированного некоммерческого фонда должны включать ускоренный порядок учреждения, отсутствие регистрации в Минюсте, особенности открытия расчетного счета, упрощение ежегодной отчетности, снижение расходов на поддержание текущей деятельности. Законодательное закрепление указанных особенностей потребует внесения изменений в Гражданский кодекс Российской Федерации, Закон о некоммерческих организациях и Закон о рынке ценных бумаг.

Использование СФО / СОПФ с несколькими залоговыми структурами. Еще одна возможность снижения стоимости сделок секьюритизации связана с «многократным» использованием специализированного общества. Такая возможность предусмотрена как в зарубежном законодательстве, так и для национальных сделок по выпуску ипотечных облигаций. Например, в Законе Люксембурга о секьюритизации допускается создание на

балансе SPV так называемых компартов, каждый из которых включает имущественные требования, обеспечивающие отдельную структуру секьюритизации. Сходная модель применена ДОМ.РФ при выпуске облигаций ДОМ.РФ: все ипотечные портфели в данном случае передаются единственному ипотечному агенту – ИА ДОМ.РФ.

В Законе о рынке ценных бумаг предлагается разрешить специализированному обществу осуществлять выпуски облигаций, обеспеченных разными портфелями прав требования. Это позволит осуществлять выпуски нескольких старших траншей облигаций в рамках одного СФО и будет способствовать ускорению и удешевлению выпусков. Реализация данной модели может также потребовать внесения изменений в Закон о несостоятельности (банкротстве).

Уточнение целей и предмета деятельности СФО. Согласно действующей редакции ч. 2 ст. 15.1 Закона о рынке ценных бумаг цели и предмет деятельности СФО сформулированы фрагментарно и непоследовательно. В 2013 году при принятии Закона о секьюритизации законодатель исходил из того, что основными видами секьюритизируемых активов будут являться портфели банковских кредитов (прежде всего, МСП-кредиты), а также поступления по договорам лизинга. С учетом этого в качестве целей и предмета деятельности СФО были определены:

- приобретение имущественных прав требовать исполнения от должников уплаты денежных средств по кредитным договорам, договорам займа и (или) иным обязательствам, включая права, которые возникнут в будущем из существующих или из будущих обязательств,
- приобретение иного имущества, связанного с приобретаемыми денежными требованиями, в том числе по договорам лизинга и договорам аренды, и
- осуществление эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований.

С принятием в 2018 году изменений в Закон, регулирующих выпуск структурных облигаций¹⁷, СФО были также наделены правом осуществлять еще один «альтернативный» перечень операций:

- приобретение ценных бумаг, иностранных финансовых инструментов, не квалифицированных в качестве ценных бумаг, денежных требований по кредитным договорам и договорам займа,
- заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами,
- размещение во вклады, в том числе в драгоценных металлах, приобретение драгоценных металлов,
- предоставление займов,
- заключение договоров страхования рисков и
- осуществление эмиссии структурных облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и (или) иного имущества.

На практике в рамках сделок секьюритизации СФО обычно заключают сделки хеджирования (заключают договоры ПФИ, страхования, размещают срочные вклады и пр.). Однако соответствующая деятельность непосредственно указана только в отношении сделок по выпуску структурных облигаций, что порождает правовую неопределенность и риски. В законе следует унифицировать допустимые операции СФО, совершаемые в целях

¹⁷ Федеральный закон от 18.04.2018 № 75-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" в части регулирования структурных облигаций».

хеджирования, в случае сделок секьюритизации и в случае выпуска структурных облигаций. Предлагается, в том числе, предусмотреть для обоих видов СФО возможность выдачи займов, а также выпуск обычных и структурированных облигаций одним СФО.

Возможность выдавать займы необходима для реализации сделок секьюритизации крупных долговых обязательств юридических лиц, а также многочисленных форм сделок проектного финансирования с обособлением денежных потоков. Облигации с залоговым обеспечением, выпускаемые в рамках таких сделок, зачастую не имеют структурной составляющей. Исполнение обязательств по ним предусмотрено в полном объеме, как в отношении купонных выплат, так и номинальной стоимости, поэтому присвоение им наименования «структурных облигаций» необоснованно и затрудняет их размещение и обращение.

Прямое указание в законе на возможность приобретения в портфель залогового обеспечения облигаций третьих лиц стимулирует заключение сделок по переупаковке и секьюритизации портфелей долговых ценных бумаг, а также возможности повышения кредитного качества секьюритизируемых портфелей неипотечных активов за счет покупки дополнительных объемов облигаций с высоким кредитным рейтингом (например, ОФЗ).

Совершенствование налогообложения СФО/СОПФ. Предлагается унифицировать налоговый режим для СФО / СОПФ с налоговым режимом для ЗПИФ. До погашения выпуска облигаций (или до погашения существенной доли облигаций) секьюритизируемые активы, переданные СФО / СОПФ, не должны облагаться налогом, в том числе налогом по дивидендам на акции, налогом на имущество при владении недвижимостью, НДС при операциях с недвижимостью.

Развитие вторичного рынка облигаций СФО и совершенствование инфраструктуры

Вторичный рынок российских инструментов секьюритизации до сих пор не получил заметного развития. По этой причине ликвидность облигаций специализированных обществ остается крайне низкой. Одна из причин сложившейся ситуации кроется в дестимулирующем регулировании.

Учет российских рейтингов при определении рыночного риска инструментов секьюритизации. Банки-инвесторы в сделки секьюритизации, которые удерживают приобретаемые ценные бумаги до погашения, вправе определять величину кредитного риска в соответствии с Положением Банка России № 647-П, которое в соответствии с подходами Базеля III позволяет использовать регуляторную формулу для расчета коэффициентов риска по инвестициям в инструменты секьюритизации. В результате значение риск-веса для инструмента секьюритизации может составлять от 15 до 1250%.

Если банк приобретает инструменты секьюритизации в целях совершения операций купли-продажи в краткосрочной перспективе (торговый портфель ценных бумаг), то он обязан осуществлять расчет рыночного (процентного) риска по таким инструментам в соответствии с Положением Банка России от 03.12.2015 г. № 511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска» (далее – Положение № 511-П). При этом риск-вес ценных бумаг может значительно увеличиться в сравнении с применением Положения № 647-П, что противоречит экономической логике. Причина такого алогичного результата кроется в п. 2.5 Положения № 511-П. В соответствии с ним при расчете специального процентного риска ценные бумаги, являющиеся инструментами

секьюритизации, классифицируются по группам в зависимости от уровня рейтинга, присвоенного международными рейтинговыми агентствами S&P, Moody's или Fitch. При этом ценные бумаги, не имеющие рейтинга от одного или нескольких международных рейтинговых агентств, классифицируются как бумаги с высоким риском, что в свою очередь влечет применение повышенного коэффициента риска в 100% в соответствии с п.2.3. Положения № 511-П (хотя по ценным бумагам с низким риском применялся бы коэффициент 1,6%). Присвоение такого риск-веса фактически эквивалентно вычету суммы всей позиции из капитала. Как следствие, банки-инвесторы вынуждены учитывать такие инструменты как «удерживаемые до погашения» или «имеющиеся в наличии для перепродажи», что значительно ограничивает их возможности по оперативному управлению портфелем инструментов секьюритизации.

Использование рейтингов международных агентств возможно только для международных сделок секьюритизации и не доступно для банков, находящихся под санкциями. Для рейтингования всех локальных сделок секьюритизации привлекаются национальные рейтинговые агентства в соответствии с Федеральным законом № 222-ФЗ от 13.07.2015 г. Скорейшее внедрение рейтингов по национальной шкале (.sf) в Положение № 511- П является приоритетом для повышения ликвидности инструментов секьюритизации. Ранее исключение из общего правила по расчету рыночного риска уже было принято в отношении ипотечных облигации, выпускаемых в рамках «Фабрики ИЦБ» ДОМ.РФ.

Включение облигаций СФО / СОПФ в Ломбардный список и допуск к операциям РЕПО с Банком России. Для банков (оригинаторов и инвесторов) важно иметь возможность оперативно продавать или рефинансировать облигации (инструменты секьюритизации) из собственного портфеля. В силу особенностей (амортизируемый основной долг, сложный анализ перед покупкой) такие облигации не являются высоко ликвидными и зачастую удерживаются банками-инвесторами до погашения, что увеличивает их 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.

Требования к ценным бумагам, которые могут использоваться в операциях рефинансирования, установлены в Указании Банка России от 10.08.2012 № 2861-У «О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России». Облигации специализированных обществ, как правило, отвечают всем требованиям для включения в Ломбардный список Банка России и до 2015 г. обычно включались в него. Для этого требуется отдельное решение Совета директоров и определение размера дисконта (для совершения сделок РЕПО дисконт должен быть меньше 100%)¹⁸. Проведение операций РЕПО через Центрального контрагента позволяет снизить расходы на операции, повысить ликвидность бумаг, торговать вне лимитов на участников, обеспечить быстрое и удобное исполнение сделок.

В настоящий момент облигации, выпускаемые СФО в рамках неипотечной секьюритизации, фактически не принимаются в обеспечение по сделкам РЕПО с Центральным контрагентом (им присвоено значение дисконта 100%), что обусловлено

¹⁸ Список обеспечения, принимаемого Банком России по сделкам РЕПО, - https://cbr.ru/hd_base/infodirectporub/.

отсутствием методологии оценки риска НКЦ по инструментам секьюритизации и неготовностью принимать рейтинги, присвоенные национальными рейтинговыми агентствами.

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». Несмотря на это, для ипотечных облигаций ДОМ. РФ сделаны исключения на основании того, что включение в Ломбардный список способствует развитию ипотечного рынка. В то же время доступность сделок РЕПО с инструментами секьюритизации важна и для развития рынка классической (многоотраслевой) ипотечной и неипотечной секьюритизации.

В качестве целевой модели рефинансирования сделок секьюритизации предлагается следовать подходу Европейского Центрального банка, разработанному в рамках программы выкупа активов (APP), частью которой является программа по выкупу инструментов секьюритизации (Decision (EU) 2015/5 of the ECB of 19 November 2014 on the implementation of the asset-backed securities purchase programme, ECB/2014/45). Для ее реализации ЕЦБ установил общие требования к облигациям, которые выкупаются по данной программе (Guiding principles (with examples) of Eurosystem-preferred eligible ABSs):

- 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.

Предлагается включить соответствующие предварительные критерии к инструментам секьюритизации в нормативный акт Банка России, устанавливающий требования к ценным бумагам Ломбардного списка.

Отнесение ИЦБ и облигаций СФО / СОПФ к категории высоколиквидных активов. С 1 июля 2014 г. российские банки рассчитывают показатель краткосрочной ликвидности, введенный в Базеле III. Согласно Положению Банка России от 30.05.2014 № 421-П «О порядке расчета показателя краткосрочной ликвидности ("Базель III")» облигации, выпущенные в российских сделках секьюритизации, не включаются в состав высоколиквидных активов (ВЛА). Технически высоколиквидные активы второго уровня ВЛА-2Б (дисконт 25% по жилищным облигациям с ипотечным покрытием и 50% - по прочим долговым обязательствам) могли бы включать инструменты секьюритизации. Однако для их отнесения к соответствующим категории требуется наличие рейтинга международных рейтинговых агентств (п. 2.7).

Для целей развития секьюритизации и создания ликвидного рынка необходимо включить в состав высоколиквидных активов (ВЛА) облигации специализированных обществ. При этом жилищные облигации с ипотечным покрытием могут быть отнесены к категории ВЛА-2А, а инструменты неипотечной секьюритизации – к категории ВЛА-2Б. В качестве критерия отнесения соответствующих облигаций к ВЛА может служить наличие рейтинга, присвоенного выпуску, эмитенту или поручителю одним из национальных рейтинговых агентств.

Аналогичные дополнения следует внести в Указание Банка России от 13.04.2020 № 5436-У «Об установлении обязательного норматива краткосрочной ликвидности для брокера, которому клиентами предоставлено право использования их денежных средств в его интересах».

Разработка стандартов СРО о раскрытии информации по сделкам неипотечной секьюритизации. Доверие инвесторов к инструментам неипотечной секьюритизации зависит от объема предоставляемой информации. В настоящее время единственным документом, по которому инвесторы могут отслеживать состояние портфеля базовых активов в сделках неипотечной секьюритизации, служит отчет расчетного агента. В нем отражаются поступления по пулу активов в различных разрезах за расчетный период и указывается распределение поступивших средств в соответствии с водопадом платежей эмиссионной документации. Как правило, отчет расчетного агента не содержит подробных сведений о секьюритизируемых активах. Такие данные обычно раскрываются в рамках отчета сервисного агента, который не является публичным, поскольку имеет покровительную детализацию¹⁹.

Положение № 647-П требует ежемесячного раскрытия данных, касающихся оценки рисков позиций сделки секьюритизации и самих базовых активов. В соответствии с ним требуется раскрывать условия кредитов originатора эмитенту, распределение поступивших платежей по базовым активам, количество прав требований в портфеле, их объем, распределение по длительности просроченной задолженности, дефолтам, данные по досрочному погашению прав требований, обратному выкупу, средневзвешенную процентную ставку и срочность по портфелю, отраслевую и географическую диверсификацию пула. Однако Положение не содержит конкретных требований к порядку раскрытия такой информации, что делает возможной ее адресное предоставление инвесторам по запросу без публичного раскрытия, что нельзя признать лучшей практикой.

¹⁹ По ипотечным ценным бумагам достигнута высокая информационная прозрачность: публикуются на регулярной основе реестры ипотечных покрытий по выпускам, доступна детализованная статистика по рынку ипотеки на сайте Банка России и ДОМ.РФ.

В условиях ограниченной информации НПФ или управляющие компании не способны провести полноценную оценку неипотечных облигаций, что повышает для них риски негативных надзорных действий при отсутствии детального обоснования выбора объекта инвестиций и оценки рыночности цены, включая фидуциарную ответственность, и снижает интерес к этому рынку.

Для повышения прозрачности рынка, привлечения институциональных инвесторов к рынку 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.

Важной мерой является также публикация Банком России детальной статистики по потребительским кредитам и кредитам МСП, что закреплено в «Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов». Информация об исторических рыночных уровнях дефолтов (CDR) и о частоте досрочных возвратов (CPR) позволит инвесторам самостоятельно строить модели оценки облигаций и повысит прозрачность отдельных классов секьюритизируемых активов.

Снятие барьеров и создание стимулов для инвесторов в инструменты неипотечной секьюритизации

На развитых рынках институциональные инвесторы активно вкладывают средства в инструменты секьюритизации. Механизмы финансового инжиниринга позволяют конструировать облигации с учетом их предпочтений – дюрации, профиля риска, доходности, чувствительности к рыночным изменениям и пр. Правила инвестирования в инструменты неипотечной секьюритизации, установленные для российских институциональных инвесторов, фактически носят запретительный характер. В отличие от этого регулирование стимулирует их вложения в ипотечные ценные бумаги (ипотечная секьюритизация). Представляется, что правила инвестирования для ипотечных и неипотечных сделок следует гармонизировать, предусмотрев в качестве единого критерия уровень кредитного качества соответствующих инструментов.

Допуск НПФ к инструментам неипотечной секьюритизации. В отношении негосударственных пенсионных фондов (НПФ) целесообразно предусмотреть отдельный лимит в 5% на вложения в облигации СФО / СОПФ, выпускаемые в рамках сделок неипотечной секьюритизации. Для этого необходимо внести изменения в Положение Банка России от 01.03.2017 № 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, случаев, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений, вправе заключать договоры репо, требований, направленных на ограничение рисков, при условии соблюдения которых такая управляющая компания вправе заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительного требования, которое управляющая компания обязана соблюдать в период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений для

финансирования накопительной пенсии» (далее – Положение № 580-П) и Постановление Правительства Российской Федерации от 30.06.2003 № 379 «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов в инвестиционном портфеле в соответствии со статьями 26 и 28 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации» (далее – Постановление № 379). В отношении государственной управляющей компании аналогичные изменения следует внести в Постановление Правительства Российской Федерации от 01.09.2003 № 540 «Об утверждении Инвестиционной декларации расширенного инвестиционного портфеля государственной управляющей компании» и Постановление Правительства Российской Федерации от 04.06.2012 № 550 «Об утверждении инвестиционных деклараций государственной управляющей компании средствами выплатного резерва».

Возможность для НПФ инвестировать в инструменты неипотечной секьюритизации потребует уточнения правил для расчета их собственных средств. В настоящее время для целей расчета величины собственных средств НПФ учитываются исключительно облигации с ипотечным покрытием, выпущенные ипотечными агентами. Для включения в расчет облигаций, обеспеченных залоговым обеспечением в форме прав требований по портфелям неипотечных активов, в т.ч. кредитов субъектам МСП, автокредитов и прочих видов кредитов, необходимо внести изменение в Решение Совета директоров Банка России от 03.07.2017 в части установления уровней рейтинга долгосрочной кредитоспособности некоторых активов, принимаемых к расчету собственных средств негосударственного пенсионного фонда. Одновременно предлагается снизить требуемый минимальный уровень кредитного рейтинга по национальной рейтинговой шкале до уровня, эквивалентного уровню суверенного рейтинга Российской Федерации по международной шкале, что соответствует требованиям к рейтингам международных рейтинговых агентств, содержащихся в данном решении.

Аналогичные изменения следует внести в то же решение Совета директоров Банка России в части установления уровня рейтинга долгосрочной кредитоспособности для целей инвестирования средств пенсионных накоплений и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих в целях применения Положения Банка России от 01.03.2017 № 580-П.

Трансляция рейтинга залогового обеспечения в рейтинг ценных бумаг. При оценке возможности приобретения облигаций специализированных обществ пенсионными фондами, страховыми компаниями и неквалифицированными инвесторами предлагается учитывать рейтинг обеспечения выпуска наравне с рейтингом выпуска или поручителя по выпуску. Данная возможность существует в ситуации, когда обеспечением выступает долг одного рейтингованного заемщика – в форме облигаций или прав требования по кредиту (займу).

Унификация применения рейтингов. Предлагается использовать рейтинги структурированного финансирования с индексом .sf наравне с обычными кредитными рейтингами при определении выполнения законодательных и регуляторных требований. В настоящее время рейтинги, присвоенные по национальной рейтинговой шкале для Российской Федерации и национальной рейтинговой шкале сектора структурированного финансирования для Российской Федерации (с индикатором .sf), не являются

эквивалентными. Учитывая тот факт, что рейтинг по национальной рейтинговой шкале сектора структурированного финансирования для Российской Федерации (с индикатором .sf) присваивается, как правило, старшим траншам облигаций (ипотечных агентов или СФО), важно, чтобы такой рейтинг имел практическое применение.

Рейтинги с индикатором .sf были включены в некоторые нормативные акты Банка России, определяющие порядок расчета собственных средств участников рынка,²⁰ путем публикации отдельных решений Совета директоров Банка России. Благодаря этому, бумаги с рейтингом с индикатором .sf включены в перечень активов, разрешенных для инвестирования собственных средств и/или резервов для управляющих компаний инвестиционных фондов, ПИФ, НПФ, страховых компаний, а также для инвестирования средств пенсионных накоплений НПФ.

Для брокеров, участников, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг (профессиональные участники), кредитных организаций стимулирующие условия для инвестирования (краткосрочного) в облигации с рейтингом с индикатором .sf отсутствуют. С точки зрения оценки рисков такие бумаги рассматриваются как высокорискованные. При этом названные участники имеют значительный нереализованный потенциал по формированию, в первую очередь, первичного рынка облигаций, развитию андеррайтинга.

Допуск неквалифицированных инвесторов к инструментам структурированного финансирования. Последние тренды на фондовом рынке свидетельствуют о повышении значимости розничного инвестора. Количество брокерских счетов частных инвесторов на Московской бирже на начало ноября 2021 года составило 25 млн. Активность розничных инвесторов сопровождается ужесточением позиции регулятора в отношении доступных для розницы инструментов и борьбой с мисселлингом.

С учетом этого инструменты секьюритизации кредитов МСП или секьюритизации отдельных требований к юридическим лицам (например, к частному партнеру в рамках ГЧП контракта) были отнесены к сложным продуктам²¹ для покупки неквалифицированными инвесторами, так как попадают под определение инструментов, выплаты по которым зависят от исполнения обязательств юридическими лицами. Их покупки невозможны до 1 апреля 2022 года даже с применением тестирования, поскольку такие инструменты не относятся к облигациям со структурным доходом, для которых сделано исключение²². Без тестирования доступна покупка неквалифицированными инвесторами ипотечных бумаг ДОМ.РФ, поскольку ДОМ.РФ (ruAAA) предоставляет поручительство по выпускам.

²⁰ См. Указание Банка России от 19.07.2016 № 4075-У «О требованиях к собственным средствам управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и соискателей лицензии управляющей компании», Указание Банка России от 30.05.2016 № 4028-У «О порядке расчета собственных средств негосударственных пенсионных фондов», Указание Банка России от 22.02.2017 № 4297-У «О порядке инвестирования средств страховых резервов и перечне разрешенных для инвестирования активов» (утрачивает силу с 01.01.2022), Указание Банка России от 22.02.2017 № 4298-У «О порядке инвестирования собственных средств (капитала) страховщика и перечне разрешенных для инвестирования активов» (утрачивает силу с 01.01.2022), а также Положение Банка России от 01.03.2017 № 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, ...».

²¹ См. ч. 12 ст. 11 Федерального закона от 11.06.2021 № 192-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

²² См. ч. 13 ст. 11 Федерального закона от 11.06.2021 № 192-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

В то же время участие физических лиц в выпусках инструментов структурированного финансирования становится более значимым²³, о чем свидетельствует статистика участия частных инвесторов в размещениях в 2021 г. С учетом этого предлагается предусмотреть возможность приобретения структурированных облигаций, эмитентом которых является СФО / СОПФ, условия которых предусматривают выплату номинальной стоимости в зависимости от исполнения своих долговых обязательств одним контрольным лицом и ставкой фиксированного купона, установленной на весь срок обращения структурной облигации, лицами, не являющимися квалифицированными инвесторами. Для этого следует сделать доступными для инвестиций неквалифицированных инвесторов облигации с рейтингом ruAAA.sf по национальной шкале инструментов секьюритизации от национальных рейтинговых агентств, включенных в реестр кредитных рейтинговых агентств Банка России.²⁴ Тем самым будут выровнены правовые режимы инструментов неипотечной секьюритизации и ипотечных облигаций ИА ДОМ.РФ. Предлагается также исключить инструменты секьюритизации кредитов МСП и секьюритизации отдельных требований к юридическим лицам (например, к частному партнёу в рамках ГЧП контракта) из облигаций, относящихся к ценным бумагам, по которым размер выплат зависит от наступления или ненаступления одного или нескольких обстоятельств, указанных в абзаце втором подпункта 23 пункта 1 статьи 2 Федерального закона от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Поддержка ESG-секьюритизации

В последние годы получили развитие новые подходы к банковскому бизнесу не только с позиции финансовых технологий, но и с учетом принципов управления рисками бизнеса: устойчивый, ответственный, трансформационный, «зеленый», этический банкинг. В настоящее время эти подходы объединяются вокруг концепции банкинга на основе ESG-принципов (Environmental, Social, Governance — экологической, социальной и корпоративной ответственности). Ассоциации готовы стать одним из национальных лидеров в процессе подключения России к глобальному процессу «озеленения» финансовой системы и проработать вопросы формирования национальной системы финансовых инструментов устойчивого развития, организации методологической и верификационной системы по инструментам ответственного финансирования.

В целях реализации интересов банковского сообщества в сфере ESG-финансов важным является обсуждение проблемных вопросов взаимосвязи финансовых рейтингов и ESG-рейтингов. Ведущие рейтинговые агентства по-разному учитывают ESG-факторы в своих рейтингах: в качестве дополнения к финансовым рейтингам, на основе корреляции финансовых показателей и ESG-факторов. Российские банки предоставляют большой объем информации по корпоративной социальной ответственности, но она преимущественно отражает мероприятия в сфере благотворительности. В то же время вопросы влияния деятельности банков на реализацию целей устойчивого развития и

²³ Выпуск БО 001Р 07 эмитента ДОМ.РФ ИА приобрели 963 чел, выпуск А Ипотечного агента ТБ 1 – 6220 чел, а выпуск 01 эмитента СФО ВТБ РКС 1 – 19 873 чел.

²⁴ Целесообразно дополнить Решение Совета директоров Банка России от 23.07.2021 об установлении уровней кредитного рейтинга в целях применения подпунктов 2 и 3 пункта 2 статьи 31 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» положением о возможности применения рейтинговой шкалы для инструментов структурированного финансирования (ruAAA.sf).

«зеленых» проектов пока слабо отражаются в отчетности банков. Качественная оценка влияния ESG-факторов на социально-экономическое развитие позволит запустить экономические стимулы: льготное налогообложение, программы и механизмы субсидирования, учет при формировании резервов по ссудам и расчете нормативов.

Совместно с международными и российскими экспертами Ассоциации намерены участвовать в разработке экономических стимулов для бизнеса и, соответственно, регуляторных требований к банкам. Объединение принципов ESG-банкинга с механизмами структурного финансирования создает основы для появления сделок «зеленой» секьюритизации. К настоящему моменту сформировались все необходимые предпосылки для ускоренного развития этого рынка. По мере увеличения объемов банковского кредитования, завершения периода профицита ликвидности в банковской системе и стабилизации процентных ставок появятся экономические стимулы для проведения новых сделок секьюритизации. При этом базовыми активами для сделок ESG-секьюритизации могут выступать не только ипотечные кредиты, но также автокредиты, кредиты МСП, кредиты застройщикам, крупные проектные кредиты, а также иные классы «зеленых» кредитов²⁵. Первичной задачей Ассоциаций является поддержка данного рынка и распространение формирующихся на нем лучших рыночных практик. В случае разработки соответствующих стандартов они могут также применяться для квалификации сделок в качестве сделок простой, прозрачной сопоставимой секьюритизации или «зеленой» секьюритизации.

Снижение рисков правоприменения

В 2020 году имели место значимые прецедентные судебные разбирательства с участием специализированного финансового общества и управляющей организации, которые обнаружили существенные риски правоприменения в сфере структурного финансирования²⁶. Процессы в судах, ход разбирательства и реакции судей показали, насколько специфична и непонятна для них тема секьюритизации и ее специальная терминология.

В связи с этим на уровне СРО предлагается подготовить рекомендованный публичный глоссарий, применимый к сделкам секьюритизации, ее этапам, составу обязательных участников, который целесообразно представить высшей судебной инстанции (Верховному суду Российской Федерации).

²⁵ Таксономия соответствующих сделок определена в Постановлении Правительства РФ от 21.09.2021 № 1587 «Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации и требований к системе верификации проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации».

²⁶ Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 9.09.2020 № 09АП-27970/2020, 09АП-27971/2020 и Решение Арбитражного суда города Москвы по делу № А40-285776/19-137-2343 от 2.10.2020.

Выводы

1. Инструменты секьюритизации призваны служить значимым источником долгосрочного финансирования российской экономики и достижения целей приоритетных национальных проектов. Причиной, и вместе с тем следствием, слабости рынка является системная недооценка потенциала неипотечной секьюритизации и роли, которую структурированные облигации СФО / СОПФ могли бы сыграть в финансировании экономического роста. Сделки неипотечной секьюритизации носят единичный характер. Данный сегмент рынка не получил всестороннего развития: крайне ограничен перечень оригинаторов, не сформированы база потенциальных инвесторов и вторичный рынок, сохраняется ряд инфраструктурных дисбалансов, слабо задействованы механизмы государственной поддержки, не устранены отдельные законодательные ограничения.

2. Роль секьюритизации как источника долгосрочного финансирования постепенно возрастает, прежде всего в сегменте жилищного строительства, однако все еще не соответствует уровню развития российской экономики и финансового рынка. Консервативная оценка рыночного потенциала отдельных классов активов, сделанная на основе показателей более развитых рынков, показывает, что общий объем неипотечных облигаций СФО / СОПФ, выпущенных в результате сделок секьюритизации, мог бы составить 4,5 трлн рублей.

3. Сложившийся дисбаланс ипотечного и неипотечного сегментов требует выравнивания регуляторных условий для ИЦБ и инструментов неипотечной секьюритизации. Это означает применение механизмов государственной поддержки, разработанных и внедренных с участием института развития ДОМ.РФ и МСП Банка, к широкому классу облигаций, выпускаемых специализированными обществами (СФО / СОПФ).

4. Важнейшим содержанием перезагрузки рынка неипотечной секьюритизации должно стать совершенствование его регулирования, осуществляемое по нескольким направлениям:

- интерес оригинаторов к подготовке новых сделок может быть повышен благодаря сближению российских требований к оценке рисков секьюритизации с Базельскими подходами,

- следует использовать все возможности по снижению операционной стоимости и повышению эффективности самих транзакций,

- надели меры, направленные на развитие вторичного рынка облигаций СФО / СОПФ и совершенствование его инфраструктуры,

- требуется переосмыслить критерии допуска к структурированным продуктам различных классов инвесторов, чтобы снять избыточные ограничения и предусмотреть для них обоснованные стимулы,

- с учетом фокуса на устойчивое развитие особое внимание следует уделить сделкам «зеленой/социальной» (ESG) секьюритизации,

- возникающие казусы правоприменения диктуют принятие мер, направленных на повышение информированности правоохранительных и судебных органов о рынке структурированных продуктов.

5. Интересам originаторов 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 originатором рисков, расширить возможные формы удержания риска, уточнить требования для ППС-секьюритизации, временно снизить риск-веса для траншей секьюритизации, а также учесть особенности сделок NPL-секьюритизации.

6. 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 (СФО, СОПФ, ИА) для обеспечения независимости таких специализированных обществ от корпоративной структуры originаторов. Еще одна возможность снижения стоимости сделок секьюритизации связана с «многократным» использованием специализированного обществ (несколько залоговых структур в рамках одного СФО), а также расширением правоспособности специализированного финансового общества.

7. 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 целей расчета показателя краткосрочной ликвидности. Для повышения прозрачности рынка, привлечения институциональных инвесторов к рынку 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.

8. Для того чтобы снять барьеры и создать стимулы для инвестирования в инструменты неипотечной секьюритизации, 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.

9. 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 также автокредиты, кредиты МСП, кредиты застройщикам, крупные проектные кредиты, а также иные классы «зеленых» кредитов.

10. Снижение рисков правоприменения может быть достигнуто благодаря подготовке СПО или Банком России публичного глоссария, применимого к сделкам секьюритизации, ее этапам, составу обязательных участников, которым целесообразно снабдить судебные органы.

Приложение 1. Международный опыт использования секьюритизации как источника финансирования экономического роста

Рынок структурированного финансирования (секьюритизации) восстановился после кризиса и является важной составляющей финансовых рынков крупнейших экономик – США, ЕС, Китая, Японии, Латинской Америки. Популярность инструментов структурированного финансирования, основанных на реальных активах или финансовых обязательствах, объясняется многочисленными преимуществами как для вовлеченных в транзакцию сторон, так и для экономической системы в целом.

Ипотечные жилищные кредиты повсеместно являются ведущим классом секьюритизируемых активов. В зависимости от особенностей национального рынка на них приходится от 50 до 80% от общего объема выпущенных инструментов секьюритизации. Прочие сегменты рынка секьюритизации, включая коммерческую ипотеку (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, образовательный, необеспеченный кредит, кредитные карты) и иным соглашениям (автолизинг). По мнению зарубежных исследователей, наибольшее влияние на экономический рост оказывает секьюритизация корпоративной, а не потребительской задолженности.

Объем новых выпусков инструментов структурированного финансирования²⁷

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021П
США, \$ млрд	436	373	510	540	582	452	520
Европа, € млрд	78	81	82	107	102	68	75
Китай, \$ млрд	97	116	220	292	334	432	500
Япония, \$ млрд	38	53	48	56	61	60	60

Активному переосмыслению роли инструментов секьюритизации на национальных и глобальных рынках капитала способствовал международный финансовый кризис 2008 – 2009 гг. Несмотря на значительные потери, понесенные инвесторами в сделках сложной ипотечной ресекьюритизации, и большое число претензий, высказанных в отношении международных рейтинговых агентств, уже к середине 2010-х гг. ведущие западные регуляторы были вынуждены признать, что инструменты секьюритизации являются

²⁷ Согласно данным и прогнозу S&P Global Ratings.

значимым элементом развитого финансового рынка, используемым, в том числе, в государственных программах поддержки экономики. Последовательное ужесточение регулирования индустрии исключило возможности арбитража, которые привели к ее безудержному росту в докризисный период. Возрождению доверия к сделкам секьюритизации способствовало обновление правил Базельского комитета, а также детальное европейское регулирование.

В 2020 г. общемировой объем выпуска структурированных инструментов превысил 1 трлн долл. США. В страновом разрезе традиционными лидерами выступают США, Китай и объединенная Европа. В условиях пандемии коронавируса объемы выпуска прогнозируемо снизились, однако сами инструменты секьюритизации продемонстрировали высокую устойчивость. По результатам наиболее сложного 2020 г. на наиболее развитом национальном рынке, североамериканском, негативные рейтинговые действия были предприняты лишь в отношении 7% инструментов²⁸.

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)²⁹, необеспеченной потребительской задолженности (unsecured consumer ABS), специфических активов (non-traditional ABS)³⁰, 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 долл.). Целые сегменты рынка ABS инвесторы относят к категории ESG-финансирования. 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).

Структурированное финансирование сохраняет значимость как источник фондирования в странах *Евросоюза*. В течение последних лет сделки секьюритизации европейских банков были дестимулированы мягкой денежно-кредитной политикой ЕЦБ и Банка Англии, предлагавших более дешевые альтернативы фондирования. Однако с ростом инфляции в еврозоне и пересмотром политики денежных властей ситуация будет меняться. Жилищная ипотека, как и повсюду в мире, на сегодняшний день является крупнейшим классом активов на европейском рынке секьюритизации. На ее долю приходится около двух третей объема европейской секьюритизации. Примерно половина из находящихся в обращении жилищных ипотечных облигаций (RMBS, около 300 млрд евро) приходится на английские и голландские транзакции. Корпоративные кредиты (CLO) являются вторым по

²⁸ Global Structured Finance 2021 Outlook: Market Resilience Could Bring Over \$1 Trillion In New Issuance, 08.01.2021, S&P Global Ratings.

²⁹ 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.

³⁰ 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.

величине классом активов в Европе с объемом ценных бумаг в обращении, составляющим около 140 млрд евро. 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. Европейский рынок сделок ESG-секьюритизации пока еще невелик по сравнению с аналогичным рынком США, на нем отмечены отдельные пилотные сделки. В 2020 году доля размещенных среди инвесторов европейских выпусков составила всего 33%, это наихудший показатель с 2013 года. Удерживаемые на балансе эмитентов ценные бумаги использовались в программах выкупа активов или для рефинансирования.

В странах Евросоюза, в отличие от США, традиционно выделяется секьюритизация банковских кредитов субъектам МСП. В отсутствие каналов диверсификации финансирования европейские банки являются единственным источником фондирования реального сектора. При наличии достаточной экспертизы и в случае использования аналитических подходов, подразумевающих глубокий анализ транзакций с применением соответствующих инструментов, секьюритизация поможет освободить дополнительные источники финансирования для реальных секторов экономики. Без рынка секьюритизации национальная экономика теряет канал финансирования и инструмент передачи рисков, в частности, для малого и среднего бизнеса. В странах ЕС это привело к замедлению темпов восстановления кредитования, роста экономики и создания новых рабочих мест после международного финансового кризиса 2007 – 2009 гг.

Инструменты секьюритизации, обеспеченные кредитами МСП, существенно расширяют объем высококачественных инвестиций и позволят обеспечить оптимальное использование государственных ресурсов. Старшие выпуски (транши) структурированных облигаций, обеспеченные кредитами МСП высокого качества и имеющие достаточную кредитную поддержку, имеют зачастую лучшее кредитное качество в сравнении с необеспеченными эмиссиями, которое транслируется в соответствующие оценки ожидаемых потерь и уровни рейтинга.

Средства институциональных инвесторов, в том числе пенсионных фондов, привлекаются в реальный сектор экономики путем вложения в старшие (наиболее защищенные) транши структурированных облигаций, обеспечивая финансирование без привлечения дополнительных субсидий со стороны государства. Благодаря высокому уровню надежности старшие выпуски (транши) структурированных облигаций, обеспеченные кредитами МСП высокого качества и имеющие достаточную кредитную поддержку, демонстрируют один из самых низких уровней просрочки в мире. Их поведение в меньшей степени подвержено влиянию макроэкономических колебаний и схоже с поведением наименее рискованных рыночных активов. Выпуски ценных бумаг, обеспеченные подобными активами, имеют эквивалентное (а зачастую и лучшее) кредитное качество в сравнении с необеспеченными эмиссиями, которое транслируется в соответствующие оценки ожидаемых потерь и уровни рейтинга. Структурированные облигации высокого кредитного качества, обеспеченные кредитами МСП, выпускаются с использованием как механизмов государственной поддержки, так и эндогенных механизмов защиты (субординация, резервные фонды), что позволяет существенно экономить бюджетные ассигнования на развитие сектора МСП. Подобные бумаги

обогащают инвестиционные стратегии и позволяют диверсифицировать риски в уже существующих портфелях активов.

В Европе доля секьюритизации задолженности субъектов МСП достигала максимального значения в 16 % от общего объема выданных кредитов, что напрямую транслировалось в более доступное и дешевое финансирование для субъектов малого и среднего бизнеса. Рост числа новых выпусков структурированных бумаг, в свою очередь, предоставляет банкам возможность снизить нагрузку на капитал и значительно увеличить объем финансирования малых и микропредприятий. Секьюритизация повышает доступность кредитов для субъектов МСП, в том числе за счет снижения стоимости фондирования, которое становится возможным благодаря детальному анализу риск-профиля задолженности. Детальный анализ зависимости качества обслуживания долга от параметров кредита, заемщика и объекта залога позволяет банкам идентифицировать корзины заемщиков с лучшими характеристиками.

Чрезвычайно быстрыми темпами растет выпуск инструментов секьюритизации в *Китае*, несмотря на то что, как и в России, этот рынок еще находится в стадии зарождения. Запуск секьюритизации состоялся в 2005 году с началом пилотной программы, остановленной 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 аналогов. Помимо банков, инициаторами сделок выступают нефинансовые организации (секьюритизация денежных потоков и лизинговых платежей). Для банков, наряду с жилищной ипотекой, базовыми активами выступают автокредиты и отдельные виды корпоративной задолженности. Относительно новым классом активов являются проекты государственно-частного партнерства (ГЧП) в сфере инфраструктуры. В конце 2016 года национальным регулятором был принят ряд решений, стимулирующих данную модель финансирования проектов ГЧП. Большинство сделок секьюритизации используют одну из двух юридических конструкций SPV: траст – для кредитных требований и так называемая специальная компания по управлению активами (special assets management plan, SAMP) – для выпуска корпоративных ABS. Доля неипотечной секьюритизации в Китае составляет около 40%.

Приложение 2. Перечень мероприятий по изменению нормативно-правовых актов («дорожная карта»)

	Текущая редакция	Предложения
Гражданский кодекс Российской Федерации		
	<p>Статья 123.17. Основные положения о фонде</p> <p>1. Фондом в целях настоящего Кодекса признается унитарная некоммерческая организация, не имеющая членства, учрежденная гражданами и (или) юридическими лицами на основе добровольных имущественных взносов и преследующая благотворительные, культурные, образовательные или иные социальные, общественно полезные цели.</p>	<p>Статья 123.17. Основные положения о фонде</p> <p>1. Фондом в целях настоящего Кодекса признается унитарная некоммерческая организация, не имеющая членства, учрежденная гражданами и (или) юридическими лицами на основе добровольных имущественных взносов и преследующая благотворительные, культурные, образовательные или иные социальные, общественно полезные цели, а также цели, прямо предусмотренные законом.</p> <p>6. Правовое положение фондов, создаваемых в целях учреждения специализированных обществ, определяется законом о рынке ценных бумаг.</p>
Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»		
	<p>Ч. 2 ст. 15.1</p> <p>2. Целями и предметом деятельности специализированного финансового общества могут являться либо приобретение имущественных прав требовать исполнения от должников уплаты денежных средств (далее - денежные требования) по кредитным договорам, договорам займа и (или) иным обязательствам, включая права, которые возникнут в будущем из существующих или из будущих обязательств, приобретение иного имущества, связанного с</p>	<p>Унифицировать допустимые операции СФО, совершаемые в целях хеджирования, в случае сделок секьюритизации и в случае выпуска структурных облигаций. Предусмотреть для обоих видов СФО возможность выдачи займов, а также выпуск обычных и структурированных облигаций одним СФО.</p>

	<p>приобретаемыми денежными требованиями, в том числе по договорам лизинга и договорам аренды, и осуществление эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований, либо приобретение ценных бумаг, иностранных финансовых инструментов, не квалифицированных в качестве ценных бумаг, денежных требований по кредитным договорам и договорам займа, заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, размещение во вклады, в том числе в драгоценных металлах, приобретение драгоценных металлов, предоставление займов, заключение договоров страхования рисков и осуществление эмиссии структурных облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и (или) иного имущества.</p>	
		<p>Включить в закон новую статью 15.2.1, устанавливающую особенности правового положения фондов, создаваемых в целях учреждения специализированных обществ. Предусмотреть в ней, что в отношении таких фондов применяется ускоренный порядок учреждения, отсутствие регистрации в Минюсте, упрощенный порядок открытия расчетного счета, упрощенный порядок ежегодной отчетности, снижение расходов на поддержание текущей деятельности.</p>
		<p>Внесение изменений в ст. 15.2, разрешающих специализированному обществу осуществлять выпуски облигаций, обеспеченных разными портфелями прав требования.</p>
<p>Статья 42</p>	<p>26) устанавливает требования к формам и способам принятия рисков</p>	<p>Статья 42</p> <p>26) устанавливает требования к формам и способам принятия рисков в</p>

<p>в объеме не менее 20 процентов от общего размера обязательств по облигациям с залоговым обеспечением специализированного финансового общества (за исключением специализированного финансового общества, которое осуществляет эмиссию структурных облигаций) для первоначальных кредиторов по обязательствам, денежные требования по которым являются предметом залога по облигациям, и (или) для последующих кредиторов, если последние уступают денежные требования по таким обязательствам специализированным финансовым обществам;</p>	<p>объеме не менее 5 процентов от общего размера денежных требований специализированного финансового общества (за исключением специализированного финансового общества, которое осуществляет эмиссию структурных облигаций) для первоначальных кредиторов по обязательствам, денежные требования по которым являются предметом залога по облигациям, и (или) для последующих кредиторов, если последние уступают денежные требования по таким обязательствам специализированным финансовым обществам, и (или) для иных лиц, которые участвуют в выпуске облигаций и обеспечивают исполнение удостоверенных ими обязательств;</p>
<p>Федеральный закон от 10.12.2003 № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле»</p>	
<p>Статья 19. Репатриация резидентами иностранной валюты и валюты Российской Федерации</p> <p>2. Резиденты вправе не зачислять на свои банковские счета в уполномоченных банках иностранную валюту или валюту Российской Федерации в следующих случаях:</p> <p>1) при зачислении иностранной валюты или валюты Российской Федерации на счета юридических лиц - резидентов или третьих лиц в банках за пределами территории Российской Федерации - в целях исполнения обязательств юридических лиц - резидентов по кредитным договорам и договорам займа с организациями-нерезидентами, являющимися агентами правительств иностранных государств, а также по кредитным</p>	<p>Внести изменения в п. 1, ч. 2 ст. 19 ФЗ – «не применяется для СФО» ***.</p> <p>*** Эти изменения актуальны после внесения изменений в определение СФО в ФЗ о РЦБ (могут выдавать займы).</p>

	<p>договорам и договорам займа, заключенным с резидентами государств - членов ЕАЭС или с резидентами иностранных государств (территорий), с которыми осуществляется автоматический обмен финансовой информацией, на срок свыше двух лет;</p>	
<p><i>Указание Банка России от 07.07.2014 № 3309-У «О формах и способах принятия рисков по облигациям с залоговым обеспечением специализированного финансового общества и специализированного общества проектного финансирования»</i></p>		
		<p>Пересмотр требований к формам и способам принятия рисков, включение альтернативных способов удержания риска согласно международной практике.</p>
		<p>Добавить п 2.11 «Приобрести долю каждого из траншей облигаций с залоговым обеспечением с разной очередностью исполнения обязательств, обеспеченных тем же самым залоговым обеспечением, пропорционально норме удержания риска доли младшего транша.» (аналог «Вертикального среза», применяемого в зарубежных сделках).</p>
		<p>Учет особенностей NPL-секьюритизации: кратное превышение объема активов над объемом выпускаемых облигаций, низкое качество активов, уточнение формулы для расчета принимаемых рисков.</p>
<p><i>Положение Банка России от 04.07.2018 № 647-П «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение»</i></p>		
		<p>Существенная переработка критериев ППС-секьюритизации, учитывающей реалии национального рынка и классов активов (приложение 2), в том числе исключение п. 12 приложения 2 и</p>

		смягчение требований ППС к ипотеке (заменить код 8751 на код 8806 Инструкции Банка России № 199-И: LTV не более 70%, ПДН 50%).
		В качестве стимулирующей меры, действующей в течение переходного периода времени (например, три года), допустить снижение риск-веса младших и старших траншей, рассчитываемых с использованием стандартизированной формулы: исключить использование макронадбавок при расчете показателя RWA в стандартной формуле, исключить применение риск-веса в размере 1250% к старшим траншам сделок секьюритизации (возможно, например, в случае предоставления неполной информации о секьюритизируемом портфеле).
<i>Положение Банка России от 03.12.2015 № 511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска»</i>		
		Включение в п. 2.5 рейтингов национальных рейтинговых агентств по шкале .sf для целей классификации инструментов секьюритизации по уровню риска и расчета специального процентного риска.
<i>Указание Банка России от 10.08.2012 № 2861-У «О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России»</i>		
		Включить предварительные критерии к инструментам секьюритизации, в том числе требования к портфелю секьюритизируемых активов, критериям андеррайтинга, структуре и прозрачности сделки, оригинатору, сервису и контрагентам по сделкам хеджирования (при наличии).
		Предусмотреть возможность стимулирования отдельных сегментов облигационного рынка (инструментов секьюритизации) при включении облигаций в Ломбардный список.
<i>Положение Банка России от 30.05.2014 № 421-П «О порядке расчета показателя краткосрочной ликвидности ("Базель III")»</i>		

<p>2.7.1. Жилищные облигации с ипотечным покрытием, выпущенные юридическими лицами - нерезидентами (кроме банков) (выпуски ценных бумаг), имеющими (имеющие) рейтинг долгосрочной кредитоспособности по международной шкале, присвоенный рейтинговыми агентствами на уровне не ниже "AA" по классификации рейтинговых агентств "Standard & Poor's" или "Fitch Ratings" либо "Aa2" по классификации рейтингового агентства "Moody's Investors Service", при выполнении следующих условий:</p> <p>ипотечное покрытие состоит из ипотечных кредитов с полным регрессом (в случае перехода права собственности на недвижимость к кредитору в результате невозможности исполнения должником своих обязательств держатель закладных остается обязанным по любому недополученному доходу от продажи собственности) и со средней величиной соотношения суммы основного долга по ссудам к текущей (справедливой) стоимости предметов залога, в момент выпуска облигаций составляющей не более 80 процентов;</p> <p>эмитент ценных бумаг принимает часть кредитного риска через сохранение доли в секьюритизируемых активах в соответствии с законодательными и (или) нормативными актами иностранного государства. При этом ипотечные кредиты, составляющие ипотечное покрытие, не предоставлены самим банком или юридическими лицами, деятельность которых контролирует или на которые оказывает значительное влияние банк.</p>	<p>2.7.1. Облигации, выпущенные специализированными обществами (выпуски ценных бумаг), имеющие рейтинг долгосрочной кредитоспособности по национальной шкале, присвоенный рейтинговыми агентствами на уровне не ниже "ruAA.sf".</p> <p>Ценные бумаги, перечисленные в настоящем подпункте, включаются в расчет ВЛА-2Б только в случае, если показатель обесценения, определенный пунктом 2.2 настоящего Положения, не превышает 20 процентов.</p> <p>Ценные бумаги, перечисленные в настоящем подпункте, включаются в расчет величины высоколиквидных активов в размере не более 75 процентов от их справедливой (рыночной) стоимости на дату расчета ПКЛ.</p>
---	--

	<p>Ценные бумаги, перечисленные в настоящем подпункте, включаются в расчет ВЛА-2Б только в случае, если показатель обесценения, определенный пунктом 2.2 настоящего Положения, не превышает 20 процентов.</p> <p>Ценные бумаги, перечисленные в настоящем подпункте, включаются в расчет величины высоколиквидных активов в размере не более 75 процентов от их справедливой (рыночной) стоимости на дату расчета ПКЛ.</p>	
<p><i>Указание Банка России от 13.04.2020 № 5436-У «Об установлении обязательного норматива краткосрочной ликвидности для брокера, которому клиентами предоставлено право использования их денежных средств в его интересах»</i></p>		
		<p>Включить в состав высоколиквидных активов (ВЛА) облигации специализированных обществ.</p>
<p><i>Положение Банка России от 01.03.2017 № 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, случаев, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений, вправе заключать договоры репо, требований, направленных на ограничение рисков, при условии соблюдения которых такая управляющая компания вправе заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительного требования, которое управляющая компания обязана соблюдать в период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений для финансирования накопительной пенсии»</i></p>		
		<p>абзац 5 пункта 1.4.4 «облигаций (за исключением облигаций с ипотечным покрытием и облигаций не-ипотечных секьюритизаций, где под облигациями не-ипотечных секьюритизаций понимаются облигации Специализированных</p>

		<p><i>Обществ, не являющиеся структурными облигациями), выплаты (часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными (за исключением процентных ставок и уровня инфляции) и (или) зависят от изменения стоимости активов или исполнения обязательств третьими лицами».</i></p>
		<p>Новый подпункт 1.4.12 следующего содержания: «1.4.12. Стоимость облигаций не-ипотечных секьюритизаций (включая облигации, ожидаемые к получению и (или) подлежащие передаче по второй части договора репо) в совокупности составляет не более 5 процентов стоимости инвестиционного портфеля».</p>
<p><i>Постановление Правительства РФ от 01.09.2003 № 540 «Об утверждении Инвестиционной декларации расширенного инвестиционного портфеля государственной управляющей компании»</i></p>		
		<p>подпункт «е» пункта 1 изложить в следующей редакции: «е) средства пенсионных накоплений могут инвестироваться в государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации, муниципальные облигации, облигации иных российских эмитентов, ипотечные ценные бумаги <i>и облигаций не-ипотечных секьюритизаций,</i> выпущенные в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах <i>и О рынке ценных бумаг,</i> при условии, что указанные ценные бумаги допущены к обращению на организованных торгах и соответствуют хотя бы одному из следующих критериев:</p>
<p><i>Стандарт СРО о раскрытии информации о секьюритизируемых активах</i></p>		
		<p>Введение обязательного требования по раскрытию обезличенных</p>

		<p>характеристик пула в рамках публично раскрываемого общедоступного отчета и определение формы такого отчета.</p>
<p><i>Решение Совета директоров Банка России от 23.07.2021 об установлении уровней кредитного рейтинга в целях применения подпунктов 2 и 3 пункта 2 статьи 31 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»</i></p>		
		<p>Дополнить положением о возможности применения рейтинговой шкалы для инструментов структурированного финансирования (ruAAA.sf).</p>
<p><i>Решение Совета директоров Банка России от 01.07.2017 об установлении уровней рейтинга долгосрочной кредитоспособности некоторых активов, принимаемых к расчету собственных средств негосударственного пенсионного фонда (в целях применения Указания Банка России от 30.05.2016 № 4028-У) и об установлении уровня рейтинга долгосрочной кредитоспособности для целей инвестирования средств пенсионных накоплений и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих (в целях применения Положения Банка России от 01.03.2017 № 580-П)</i></p>		
		<p>Изложить первый абзац пункта 2 Решения в следующей редакции:</p> <p>«Установить в целях применения абзаца четвертого пункта 2 Указания следующие значения уровня кредитного рейтинга выпуска облигаций с ипотечным покрытием, а также выпуска облигаций с залоговым обеспечением, приобретенных в состав собственных средств негосударственного пенсионного фонда после 13 июля 2017 года и эмитентами которых являются ипотечные агенты или специализированные финансовые общества : «ruAAA.sf» по национальной рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» для Российской Федерации, применяемой для присвоения кредитных рейтингов инструментам структурированного финансирования, либо «AA+(ru.sf)» по национальной рейтинговой шкале сектора структурированного финансирования для Российской Федерации АКРА (АО).».</p>

		<p>Изложить первый абзац пункта 2 Решения в следующей редакции: «Установить в целях применения абзаца третьего подпункта 1.1.2 пункта 1.1 Положения следующие значения уровня кредитного рейтинга выпуска облигаций с ипотечным покрытием, а также выпуска облигаций с залоговым обеспечением, приобретенных за счет пенсионных накоплений после 13 июля 2017 года и эмитентами которых являются ипотечные агенты или специализированные финансовые общества: «ruAAA.sf» по национальной рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» для Российской Федерации, применяемой для присвоения кредитных рейтингов инструментам структурированного финансирования, либо «AA+(ru.sf)» по национальной рейтинговой шкале сектора структурированного финансирования для Российской Федерации АКРА (АО).».</p>
--	--	---