

# Внебалансовая секьюритизация: особенности сделки



ТЕКСТ >

**ВЛАДИМИР ГОГЛАЧЕВ,**  
 СТАРШИЙ ЮРИСТ ПРАКТИКИ  
 БАНКОВСКОГО И ФИНАНСОВОГО ПРАВА,  
 РЫНКОВ КАПИТАЛА АДВОКАТСКОГО  
 БЮРО «ЕГОРОВ, ПУГИНСКИЙ, АФАНАСЬЕВ  
 И ПАРТНЕРЫ» (АБ ЕПАМ)



ТЕКСТ >

**ГИЛЯНА ХАРАЕВА,**  
 ЮРИСТ ПРАКТИКИ БАНКОВСКОГО  
 И ФИНАНСОВОГО ПРАВА, РЫНКОВ  
 КАПИТАЛА АДВОКАТСКОГО БЮРО  
 «ЕГОРОВ, ПУГИНСКИЙ, АФАНАСЬЕВ  
 И ПАРТНЕРЫ» (АБ ЕПАМ)

**В рамках настоящей статьи рассматриваются отдельные вопросы, характерные для «классической» внебалансовой секьюритизации, то есть для сделок, в которых в качестве эмитента выступает созданное специально, исключительно для реализации конкретной сделки, лицо. Им может быть ипотечный агент (если секьюритизация осуществляется в рамках законодательства об ипотечных ценных бумагах<sup>1</sup>) или специализированное финансовое общество (если секьюритизация осуществляется в рамках Закона о рынке ценных бумаг<sup>2</sup>).**

## Понятие и значение секьюритизации

Упрощенно секьюритизация представляет собой размещение облигаций, обеспеченных залогом требований к должникам эмитента<sup>3</sup>; при этом выплаты по таким облигациям осуществляются за счет полученного от должников исполнения.

Указанный инструмент широко применяется российскими кредитными организациями<sup>4</sup>, так как позволяет комплексно решить множество задач.

### **1. Секьюритизация обеспечивает привлечение ликвидности, которая может быть направлена на финансирование текущих бизнес-процессов инициатора сделки.**

Отметим, что привлечение ликвидности в случае реализации сделки секьюритизации зачастую осуществляется на более выгодных условиях, нежели привлечение ликвидности путем размещения облигаций напрямую с баланса банка. Этот эффект достигается за счет возможности присвоения облигациям более высокого кредитного рейтинга относительно кредитного рейтинга самого банка.

Например, абсолютное большинство облигаций, которые были размещены ипотечными агентами на рынке и которые рейтинговались российскими кредитными рейтинговыми агентствами, имеет наивысший кредитный рейтинг (AAA). В случае если ипотечные облигации рейтингуются иностранными рейтинговыми агентствами, соответствующие выпуски, как правило, имеют рейтинг одного уровня с рейтингом суверена.

В отдельных случаях механизм секьюритизации может обеспечить рейтинг выпуска даже более высокого уровня, чем рейтинг суверена (в частности, такой эффект был достигнут в рамках сделки секьюритизации, которую мы сопроводжали в интересах АО «Кредит Европа Банк (Россия)»<sup>5</sup>). Конечно, в подавляющем большинстве сделок рейтинг облигаций не превышает рейтинга суверена; однако приведенный пример наглядно показывает, на-

<sup>1</sup> Федеральный закон от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

<sup>2</sup> Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

<sup>3</sup> Таким активами могут быть требования из обеспеченных и необеспеченных кредитов, лизинговые платежи, требования по выплате арендной платы, требования об оплате предоставляемых услуг и т.д.

<sup>4</sup> Действительно, на практике инициаторами таких сделок чаще всего являются банки, однако мы не видим серьезных ограничений в том, чтобы инструмент секьюритизации также использовался иными участниками гражданского оборота (розничными и оптовыми сетями, операторами мобильной связи, концессионерами и т.д.).

<sup>5</sup> Эмитент — ООО «Специализированное финансовое общество Европа 14-1А».

сколько мощным потенциалом обладает механизм секьюритизации с точки зрения снижения стоимости привлечения ликвидности.

## **2. Секьюритизация способствует снижению давления на капитал банка-оригинатора<sup>6</sup>.**

Данный эффект достигается при реализации сделки в соответствии с Положением Банка России от 04.07.2018 № 647-П. В этом случае давление портфеля кредитов на капитал может быть снижено многократно. Так, при соблюдении конкретных требований указанное положение допускает расчет кредитного риска по сделке секьюритизации пропорционально удерживаемой банком-оригинатором рискованной позиции (которая, как правило, удерживается в форме покупки облигаций младшего транша или предоставления эмитенту кредита). На практике размер удерживаемых банком рискованных позиций составляет от 8% до почти 30% объема сделки<sup>7</sup>. Если мы предположим, что банк удерживает 20% и сделка удовлетворяет требованиям Положения Банка России от 04.07.2018 № 647-П, то в этом случае давление секьюритизируемого портфеля на капитал банка будет снижено в пять раз.

Первой в России сделкой, в рамках которой оригинатор обеспечил снижение давления на капитал банка за счет применения Положения Банка России от 04.07.2018 № 647-П, стала сделка секьюритизации, которую мы сопровождали в интересах АКБ «Абсолют Банк» (ПАО); размещение соответствующих облигаций состоялось во второй половине 2020 года).

## **3. Секьюритизация обеспечивает кредитной организации возможность сохранить доходность по секьюритизированному портфелю.**

Это обеспечивается за счет того, что стоимость привлечения ликвидности всегда ниже доходности, которую генерирует секьюритизируемый портфель. Соответственно у эмитента остается разница (excess spread) между средствами, полученными от должников, и средствами, направленными на выплату по облигациям. Указанная разница направляется банку-оригинатору. Механизмы вывода excess spread рассматриваются в каждой конкретной сделке, однако наиболее популярный сегодня способ — выплата в качестве плавающего купона по удерживаемым банком рискованным позициям.

## **Секьюритизация активов и ее виды**

Основным принципом внебалансовой секьюритизации является обособление секьюритизируемых активов от имущества инициатора секьюритизации (оригинатора), что позволяет минимизировать риск их включения в конкурсную массу в случае банкротства оригинатора.

Оригинатором, как правило, выступает банк. В западной теории секьюритизации подобное обособление описывается в рамках доктрины «действительной продажи» (true sale). В данном случае речь идет о такой продаже активов в пользу SPV<sup>8</sup>, при которой активы, по общему правилу, не могут вернуться обратно к оригинатору и, значит, быть взысканными по долгам оригинатора, в том числе при его банкротстве.

В рамках сделки секьюритизации SPV осуществляет выпуск облигаций, обеспеченных залогом приобретенных активов. Средства от размещения облигаций поступают от SPV к оригинатору, как правило, в форме уплаты цены продажи (уступки) активов. При этом в процессе присвоения рейтинга облигациям рейтинговые агентства оценивают прежде всего качество переданного SPV пула активов (в отличие от оценки обычных корпоративных эмитентов).

## **Секьюритизация в России**

Правовая основа для секьюритизации в России была заложена в 2003 году принятием Федерального закона от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», который позволил секьюритизировать права требования, обеспеченные ипотекой.

Секьюритизация каких-либо иных активов помимо ипотечных была затруднена из-за отсутствия необходимого законодательного регулирования. Оригинаторам приходилось прибегать к дорогостоящим схемам, в соответствии с которыми SPV создавалась в иностранной юрисдикции, где и выпускались облигации; при этом сделка структурировалась по иностранному праву.

Изменения в Федеральном законе от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о рынке ценных бумаг), вступившие в силу с 1 июля 2014 года, закрепили возможность секьюритизации не обеспеченных ипотекой денежных требований, устранив данную проблему.

## **Секьюритизация ипотечных активов**

Структура российских сделок по секьюритизации ипотечных активов обычно предусматривает специфические элементы, приведенные на схеме 1.

## **Секьюритизация иных видов финансовых активов**

В качестве эмитента по сделке секьюритизации неипотечных активов выступает особый вид SPV — специализированное финансовое общество, статус и правоспособность которого в целом схожи со статусом и правоспособностью ипотечного агента (схема 2).

<sup>6</sup> Под «оригинатором» понимается лицо, которое осуществило отчуждение активов, передаваемых в залог по облигациям, на эмитента.

<sup>7</sup> Разброс объясняется качеством переданных активов, структурой сделки, наличием дополнительных механизмов кредитной поддержки (например, резервных фондов) и иными факторами. Для каждой сделки объем удерживаемых банком рискованных позиций определяется рейтинговым агентством индивидуально по результатам моделирования.

<sup>8</sup> Компания специального назначения. Ипотечный агент и специализированное финансовое общество являются SPV.

**Схема 1. Структура типовой сделки по секьюритизации ипотечных активов**

1	Эмитентом облигаций выступает ипотечный агент
2	Облигации являются амортизируемыми с первой даты выплаты по ним. Денежные средства, полученные в погашение основного долга по ипотечным кредитам, эмитент направляет в частичное погашение облигаций
3	В залог по облигациям передается ипотечное покрытие — особый имущественный комплекс, в состав которого входят обеспеченные ипотекой права требования (в том числе удостоверенные закладными)
4	Специализированный депозитарий контролирует состояние ипотечного покрытия, а также проверяет правомерность сделок с имуществом, которое входит в состав ипотечного покрытия
5	В целях ограничения риска банкротства ипотечного агента в документации по сделке содержится ограничение права контрагентов на подачу заявления о признании ипотечного агента банкротом
6	Эмитент обычно выпускает несколько классов облигаций (траншей), причем права владельцев «младшего» класса облигаций субординированы по отношению к правам владельцев «старшего» класса облигаций. Чем «старше» класс облигаций, тем ниже риск неплатежа по ним, но ниже и доходность. В отдельных случаях в целях удовлетворения риск-аппетитов широкого круга потенциальных инвесторов структура сделки предусматривает также выпуск облигаций «среднего», так называемого мезонинного, класса облигаций, который субординирован по отношению к облигациям «старшего» класса, но обладает старшинством по отношению к облигациям «младшего» класса

**Схема 2. Структура типовой сделки по секьюритизации неипотечных активов**

1	Эмитентом облигаций выступает специализированное финансовое общество
2	Возможность амортизации облигаций предусматривается, но амортизация начинается по истечении согласованного в рамках сделки периода времени. До наступления данной даты денежные средства, полученные в погашение основного долга по заложенным активам, эмитент направляет на приобретение новых активов (т.е. обеспечение по облигациям «работает» по принципу револьвера — за счет погашаемых активов приобретаются новые активы)
3	В залог по облигациям передаются денежные требования, уступленные на специализированное финансовое общество. Денежные средства от должников по заложенным в обеспечение облигаций активам в обязательном порядке поступают на залоговый счет специализированного финансового общества (открывается в пользу владельцев облигаций). С данного счета возможны только прямо указанные в эмиссионной документации выплаты в пределах установленных лимитов
4	В случае револьверной структуры также зачастую необходимо определить лицо, которое будет контролировать, что приобретаемые эмитентом после начала размещения облигаций активы соответствуют критериям, установленным в решении о выпуске облигаций
5	В целях ограничения риска банкротства специализированного финансового общества в документации по сделке содержится ограничение права контрагентов на подачу заявления о признании специализированного финансового общества банкротом
6	Эмитент обычно выпускает несколько классов облигаций (траншей), причем права владельцев «младшего» класса облигаций субординированы по отношению к правам владельцев «старшего» класса облигаций. Чем «старше» класс облигаций, тем ниже риск неплатежа по ним, но ниже и доходность. В отдельных случаях в целях удовлетворения риск-аппетитов широкого круга потенциальных инвесторов структура сделки предусматривает также выпуск облигаций «среднего», так называемого мезонинного, класса облигаций, который субординирован по отношению к облигациям «старшего» класса, но обладает старшинством по отношению к облигациям «младшего» класса

**Схема 3. Основные участники сделки секьюритизации**

Управляющая организация	SPV в силу своего особого статуса обладает ограниченной правоспособностью и не имеет штата сотрудников, в связи с чем функции единичного исполнительного органа SPV передаются управляющей организации
Бухгалтерская организация	SPV в силу своего особого статуса обладает ограниченной правоспособностью и не имеет штата сотрудников, в связи с чем ведение бухгалтерского учета SPV передается специализированной организации
Сервисный агент	SPV в силу своего особого статуса обладает ограниченной правоспособностью и не имеет штата сотрудников, в связи с чем фактическое взаимодействие с должниками SPV (т.е. с лицами, права требования к которым находятся в залоге по облигациям) осуществляется сервисным агентом, действующим в качестве представителя кредитора. Как правило, функции сервисного агента выполняет банк-оригинатор по сделке
Резервный сервисный агент	Резервный сервисный агент начинает осуществлять функции сервисного обслуживания в случае наступления согласованных участниками сделки обстоятельств в отношении сервисного агента (классический пример: «выпадение» основного сервисного агента из сделки в связи с банкротством). Включение данного участника сделки обусловлено требованиями рейтинговых агентств, присваивающих выпуск облигаций рейтинг в рамках сделки секьюритизации, и особенно актуально для случаев, когда кредитный рейтинг основного сервисного агента недостаточно высокий или отсутствует
Расчетный агент	Расчетный агент осуществляет функции по расчету размера выплат, осуществляемых SPV в пользу своих кредиторов (в том числе осуществляет расчет суммы средств, направляемой на амортизацию облигаций в дату выплаты). По итогам расчета расчетный агент представляет SPV отчет, в котором содержится информация о предстоящих платежах и их размере
Специализированный депозитарий	Специализированный депозитарий осуществляет учет и хранение имущества, составляющего ипотечное покрытие, ведет реестр ипотечного покрытия, а также контролирует распоряжением им со стороны эмитента. Специализированный депозитарий участвует только в тех сделках секьюритизации, которые реализуются в рамках законодательства об ипотечных ценных бумагах
Представитель владельцев облигаций	Представитель владельцев облигаций контролирует исполнение эмитентом обязательств по облигациям, заявляет требования от имени владельцев облигаций в деле о банкротстве эмитента, представляет интересы владельцев облигаций в суде и т.д. Привлечение представителя владельцев облигаций обязательно в случае размещения облигаций с обеспечением путем открытой подписки или допуска их к организованному торгам. Однако в сделках секьюритизации представитель владельцев облигаций, как правило, привлекается для всех выпусков облигаций, в том числе для «младших» траншей, которые чаще всего размещаются по закрытой подписке и не допускаются к торгам

## Основные участники сделки секьюритизации

Сделка секьюритизации требует слаженной работы целого ряда участников. Наряду с эмитентом облигаций (SPV) и оригинатором в ней, как правило, также участвуют лица, указанные в схеме 3 (в каждом случае на основании отдельного договора с SPV).

## Стандартная схема сделки секьюритизации

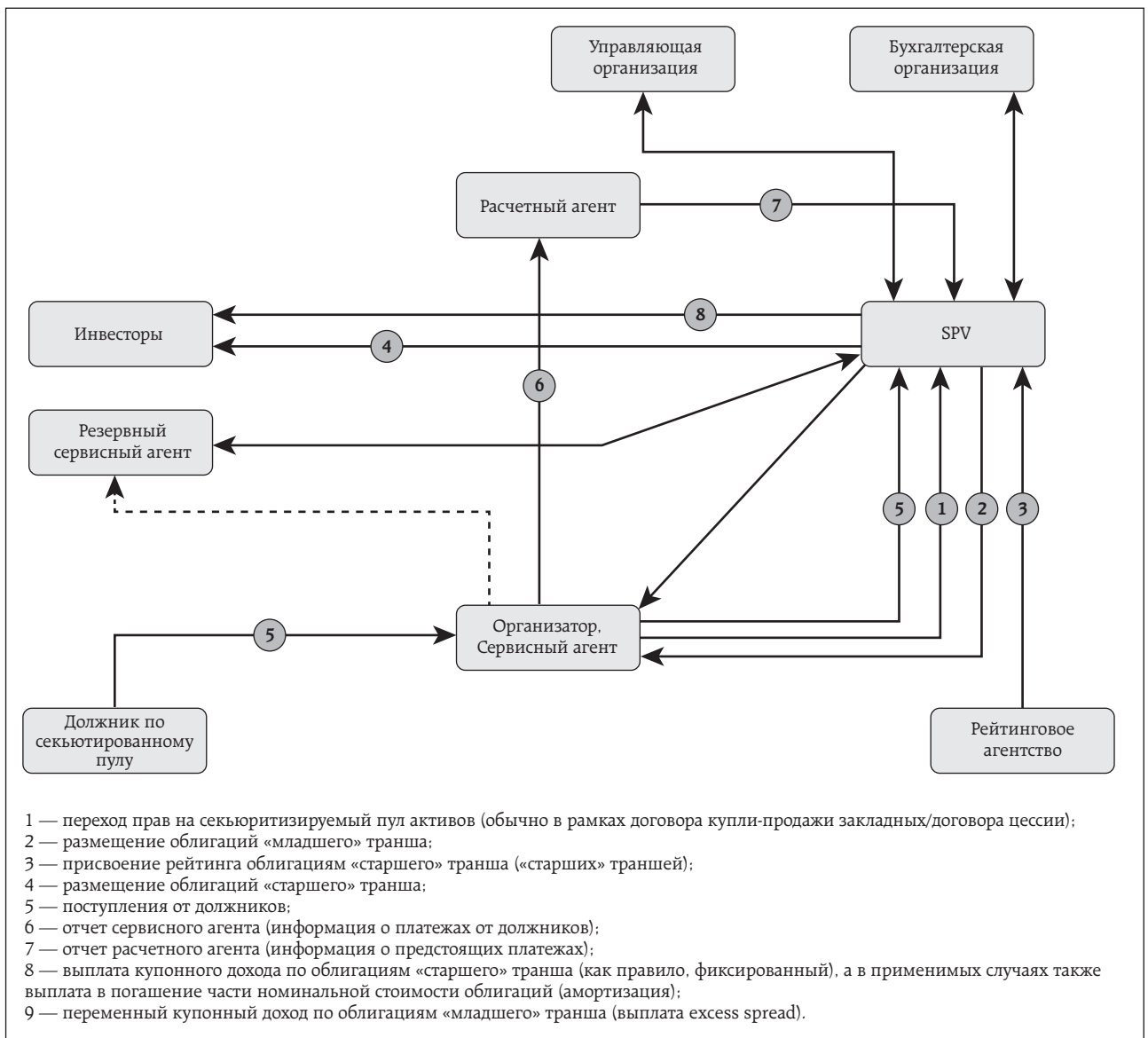
Выбор оптимальной структуры сделки является одним из ключевых факторов ее успешности. Стандартная схема сделки секьюритизации финансовых активов в общем виде представлена ниже (схема 4).

## Основные этапы юридической подготовки к секьюритизации активов

Успешной реализации сделки секьюритизации активов предшествует длительная подготовка.

Подготовка к сделке начинается, как правило, с выбора оригинатором ее основных участников, а также с разработки и согласования с такими участниками ключевых параметров и структуры сделки, которые отражаются в специальном документе (основные условия сделки секьюритизации, или предварительные условия — Term sheet). Процесс подготовки и согласования Term sheet требует вовлечения широкого круга участников сделки. Подготовка указанного документа, как правило, входит в сферу ответственности организатора сделки и юридического консультанта

Схема 4. Стандартная схема сделки секьюритизации финансовых активов



при содействии менеджера, ведущего сделку со стороны originатора.

На подготовительной стадии юридический консультант анализирует стандартную документацию originатора в отношении секьюритизируемых активов, чтобы убедиться в отсутствии препятствий для их секьюритизации.

Следующим этапом работы является учреждение SPV — будущего эмитента облигаций (лица, имеющего ограниченную правоспособность и специально созданного для целей секьюритизации). В соответствии с законодательством SPV может быть создано только в форме акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью.

Учредителями SPV обычно выступают фонды, созданные по законодательству Российской Федерации<sup>9</sup>. Фонды контролируются сотрудниками управляющей компании, что обеспечивает формальную независимость SPV от originатора (один из ключевых критериев для целей рейтингования облигаций).

Структура органов управления SPV обычно имеет двухзвенный характер: 1) общее собрание участников (акционеров) и 2) единоличный исполнительный орган (функции осуществляет управляющая компания).

Государственная регистрация SPV осуществляется в общем порядке, установленном для государственной регистрации юридических лиц. Если SPV создана в форме акционерного общества, потребуется также регистрация выпуска акций SPV, распределяемых среди ее учредителей.

После государственной регистрации SPV требуется провести ряд стандартных мероприятий, необходимых для обеспечения нормальной деятельности SPV, а именно: заключить договоры с управ-

ляющей и бухгалтерской организациями, открыть банковские счета, оплатить уставный капитал, заключить с уполномоченным информационным агентством договор для раскрытия информации на странице такого агентства и т.д.

Зачастую до заключения договора с управляющей компанией требуется получить предварительное согласие антимонопольного органа на приобретение управляющей организацией прав по осуществлению функций единоличного исполнительного органа SPV<sup>10</sup>.

### Формирование договорной базы

Обычно подготовка контрактной документации по сделке осуществляется после создания SPV.

При реализации типовой сделки до подачи эмиссионных документов на регистрацию выпуска заключаются договоры, указанные в таблице ниже.

Передача секьюритизируемых активов на баланс SPV осуществляется не позднее даты начала размещения облигаций. Если секьюритизируемыми активами являются эмиссионные ценные бумаги, то они передаются до представления документов для регистрации выпуска облигаций в Банк России.

### Эмиссия облигаций

Процесс эмиссии облигаций схематично можно разделить на четыре этапа (схема 5).

### Выдача юридического и налогового заключений

Юридическое и налоговое заключения описывают правовые и налоговые риски в конкретной сделке и необходимы для присвоения рейтинга размещаемым облигациям.

**Таблица. Документация по сделке секьюритизации активов**

Ипотечный агент	Специализированное финансовое общество
Договор с управляющей организацией Договор с бухгалтерской организацией Договор банковского счета Договор с представителем владельцев облигаций Договор с аудитором эмитента Договор о финансировании первоначальных расходов эмитента. Договор с депозитарием облигаций <sup>9</sup> Договор с рейтинговым агентством, договоры с консультантами <sup>10</sup>	
Договор со специализированным депозитарием ипотечного покрытия Договор купли-продажи закладных / договор уступки обеспеченных ипотекой требований	Договор(ы) залогового счета с банком (банками)

<sup>9</sup> В реализуемых до 2015 года сделках также популярным решением было использование фондов, создаваемых в соответствии с законодательством Нидерландов. Сегодня такая практика встречается редко.

<sup>10</sup> См. подп. 8 п. 1 ст. 28 Федерального закона от 26.07.2006 № 135-ФЗ «О защите конкуренции».

<sup>11</sup> В абсолютном большинстве случаев учет прав на облигации, размещаемые в сделке секьюритизации, осуществляет депозитарий.

<sup>12</sup> Вместо SPV стороной этих договоров также зачастую выступает originатор.



**Юридическое заключение (Legal opinion)** выдает сопровождающий сделку юридический консультант. Как правило, оно охватывает вопросы законности правового положения SPV, соответствия документов по сделке действующему законодательству РФ, действительности передачи права собствен-

ности на активы, которые переданы в залог по размещаемым SPV облигациям, и ряд других вопросов.

**Налоговое заключение (Tax opinion)** выдает налоговый консультант по сделке. В нем описаны налоговые нюансы реализуемой сделки секьюритизации.

Б.О

Схема 5. Этапы эмиссии облигаций

Корпоративное решение о размещении облигаций, утверждение проспекта ценных бумаг, подписание комплекта документов	Государственная регистрация выпусков ценных бумаг	Размещение облигаций	Представление уведомления об итогах выпуска ценных бумаг
<p>Решения принимаются ОСА (ОСУ) или единственным акционером (участником) SPV, так как СД не формируется. Ключевые документы этапа: решение о размещении облигаций / программа ценных бумаг; решение о выпуске ценных бумаг; проспект ценных бумаг</p>	<p>Если выпуск регистрирует Банк России, то срок регистрации составляет 20 рабочих дней для выпусков с проспектом ценных бумаг и 15 рабочих дней для выпусков без проспекта ценных бумаг. Регистрация выпусков облигаций с ипотечным покрытием также может осуществляться биржей с учетом требований п. 4 ст. 20.1 ФЗ «О РЦБ»</p>	<p>В случае размещения облигаций на торгах биржи (стандартный порядок размещения облигаций «старшего» транша) потребуется дополнительное время для их листинга. Облигации «младшего» транша размещаются, как правило, в один день с облигациями «старшего» транша, однако фактическое размещение облигаций «старшего» транша начинается после того, как «младший» транш полностью размещен. Порядок размещения указывается в ДСУР (документ, содержащий условия размещения ценных бумаг)</p>	<p>Уведомление об итогах выпуска представляется в Банк России депозитарием, осуществляющим централизованный учет прав на облигации</p>