


Financial Services
Securitisation

Секьюритизация в Люксембурге*

Практическое руководство по правовым нормам,
финансовой отчетности и налогообложению 2007 г.



*connectedthinking

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

Данная публикация предназначена исключительно для общего ознакомления читателя с затронутыми проблемами. Авторы постарались предоставить в ней достоверную и актуальную информацию, однако предлагаемые здесь сведения не всегда будут исчерпывающими, и, возможно, кто-то из читателей не найдет здесь необходимой ему информации. Таким образом, PricewaterhouseCoopers не гарантирует, что предоставленная информация будет точной на момент ознакомления с книгой или сохранит свою актуальность в будущем. Мы просим читателя помнить, что материал, к которому он получает доступ, основан на текущем опыте, и PricewaterhouseCoopers не несет ответственности за возможные изменения.

PricewaterhouseCoopers также не берет на себя ответственность за ошибки, упущения, возможные результаты или последствия практического применения этого документа, а также за любые убытки, которые могут последовать в результате использования данных, предоставляющих лишь общую информацию. В содержащихся в книге материалах читатель никоим образом не должен усмотреть для себя руководство к действию без предварительного серьезного анализа, а возможно, и профессионального совета по поводу конкретной ситуации, в которой он хочет их использовать.

PricewaterhouseCoopers (www.pwc.com) предоставляет услуги по страхованию бизнеса, налогообложению, консалтинговые услуги по учреждению публичного траста и выгодным инвестициям для всех клиентов и заинтересованных сторон. Более 140000 сотрудников в 149 странах мира разделяют наш образ мыслей, опыт и навыки в расширении деловых перспектив и практической помощи в организации бизнеса. В Люксембурге в отделениях PricewaterhouseCoopers (www.pwc.com) работают более 1350 высококвалифицированных профессионалов из 26 стран.

PricewaterhouseCoopers располагает разветвленной сетью подразделений, каждое из которых является самостоятельным независимым юридическим лицом.

Содержание

Предисловие	4
1. Часть I. Секьюритизация: общие положения	5
1.1 Введение	5
1.2 Обзор рынка и тенденций его развития	5
1.3 Что такое секьюритизация?	6
1.4 Типы транзакций	7
1.5 Преимущества секьюритизации	9
1.6 Участники процесса секьюритизации	11
1.7 Способы повышения кредитного качества	13
1.8 Налогообложение при секьюритизации	15
2. Часть II. Закон Люксембурга о секьюритизации. Основные положения и преимущества	16
2.1 Обзор рыночной ситуации в Люксембурге	16
2.2 Определение секьюритизации	17
2.3 Нормативные акты	17
2.4 Финансовая отчетность	22
2.5. Налоговый нейтралитет	25
2.6 Краткие выводы и примеры	27
3. Часть III. Прочие аспекты	29
3.1 МСФО – аспекты бухгалтерского учета и консолидации для originатора финансирования и специально созданного предприятия	29
3.2 МСФО – аспекты бухгалтерского учета и консолидации для инвестора	33
3.3 Базель II – новое соглашение о достаточности капитала	35
3.4 Законодательные акты по борьбе с отмыванием денег	38
3.5 Директива ЕС о проспекте эмиссии\допуск ценных бумаг на биржу Люксембурга	40
3.6 Права и обязанности совета директоров	
4. Часть IV. Глоссарий	43
Контактная информация	52

Предисловие

Со времени выхода в свет в сентябре 2004 года нашей первой брошюры «Структура транзакций секьюритизации в Люксембурге» рынок ценных бумаг в Европе в целом и в Люксембурге в частности развивался очень быстро. К концу апреля 2007 года насчитывалось уже 311 предприятий секьюритизации, состоящих из более чем 2000 секторов. Вряд ли можно предположить, что рост рынка остановится: участники ожидают в ближайшие годы его дальнейшего увеличения.

В исправленном и дополненном издании нашей первой брошюры особо выделены те изменения рынка секьюритизации, которые произошли после 2004 года, а также анализ накопленного опыта в области финансовой отчетности и действующих структур операций.

В дополнение к изложению правовых и налоговых норм, в новом издании мы предлагаем углубленный анализ используемых категорий активов (таких, например, как долговые обязательства, договор о страховании жизни, капитал для промежуточного финансирования, сделки по реструктуризации задолженности\рефинансированию и т. д.). Кроме того, в брошюре предлагается сравнительный анализ монолитной и многосекторной структур предприятий, которые разбираются на конкретных примерах.

Объектом пристального внимания стали также некоторые проблемы финансовой отчетности. Отдельные частные аспекты, в том числе информация о многосекторных предприятиях секьюритизации, учет убытков и формальная прибыль будут подвергнуты детальному разбору. В приложении приведены образцы финансовых отчетов для моносекторных и многосекторных предприятий секьюритизации. Исходя из действующей

системы налогообложения, в пособии прокомментированы последние разъяснения относительно налога на добавленную стоимость (НДС). В третьей части работы особое внимание уделяется тем практическим мерам, которые разработаны для борьбы с отмыванием денег. Подробно будут освещены требования, предъявляемые к эмиссии ценных бумаг в зависимости от структуры сделки и способа размещения ценных бумаг, а также права и обязанности совета директоров.

И наконец, освещение вопросов МСФО и Базель II может найти практическое применение при составлении финансовой отчетности инициаторов финансирования и инвесторов. В этой части мы постараемся показать, каким образом следует показывать структуру операций с ценными бумагами в финансовой отчетности инициатора финансирования и инвестора.

Мы надеемся, что проблематика данной публикации и накопленный нами опыт, который мы предлагаем вниманию читателя, помогут ему разобраться в особенностях рынка ценных бумаг Люксембурга и механизмах, регулирующих его деятельность.

Гюнтер Симон

Часть I

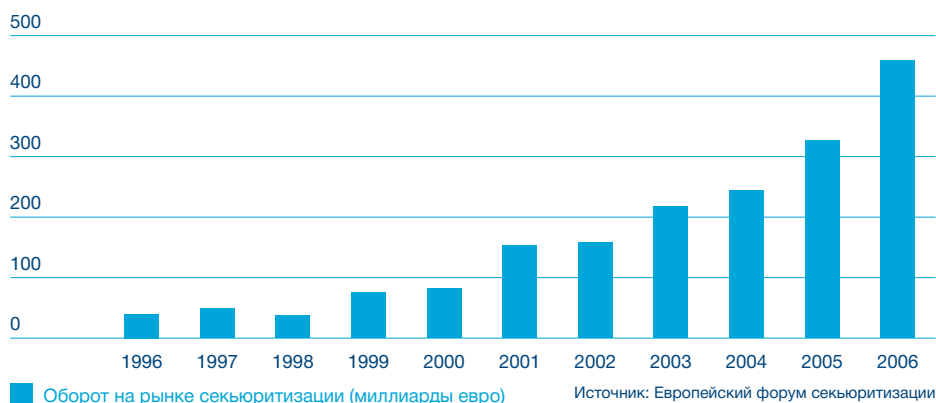
Секьюритизация: общие положения

1.1 Введение

В наше время секьюритизация представляет собой метод финансирования и переадресации риска, избираемый все большим числом эмитентов ценных бумаг и являющийся одним из мощнейших источников роста мирового рынка капиталов. Сделки с ценными бумагами в их современной форме впервые приобрели широкое хождение в США. Сегодня доля внеамериканских фондовых операций на рынке капиталов значительно выросла. Секьюритизация выгодна любой крупной компании, обладающей надлежащими финансовыми активами, будь то пул долговых обязательств или финансовые поступления по отдельным статьям дохода. В банковской системе операции с ценными бумагами допускают более низкий коэффициент покрытия и означают уменьшение рисков, сопряженных с некоторыми регионами или определенными секторами рынка; для финансовых компаний и населения секьюритизация активов предоставляет более выгодные условия кредитования. В большинстве стран основой и источником развития рынка секьюритизации стали ценные бумаги, обеспеченные залогом недвижимости, и другие платежные обязательства. По мере того как рынок секьюритизации разрастался и усложнялся, расширялся и список имущественных активов, могущих составить основу для кредитования; в него включались и нематериальные активы, и будущие потоки наличности.

1.2 Обзор рынка и тенденций его развития

В 2006 году европейский рынок секьюритизации вырос на 40,4%, достигнув максимальной отметки в 458,9 миллиардов евро по сравнению с 327 миллиардами в 2005 году. Рост рынка отмечался на протяжении шести лет, что стало абсолютным рекордом для европейского рынка ценных бумаг. Непрерывный экономический подъем и снижение числа кредитных дефолтов укрепили доверие инвесторов к фондовому рынку. Секторы ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой (RMBS)¹, облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (CDO)², и ипотечных ценных бумаг, обеспеченных коммерческой недвижимостью (CMBS)³, являются главным источником роста европейского рынка секьюритизации.

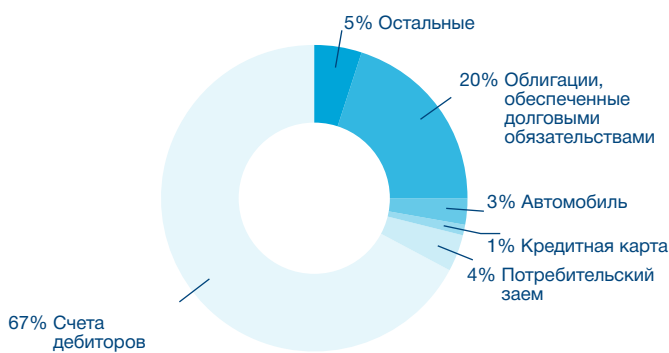


1: (RMBS)¹, Residential Mortgage-Backed Securities
2: (CDO)², Collateralised Debt Obligations
3: (CMBS)³, Commercial Mortgage-Backed Securities

Основную массу инвесторов, вкладывающих средства в договоры секьюритизации, составляют инвестиционные и страховые компании с определенным уровнем компетенции и опытом работы с ценными бумагами. Однако по мере дальнейшего развития рынка, безусловно, появятся другие инвесторы, привлеченные выгодным соотношением возможных рисков и прибылей: управляющие активами, федеральные, региональные и местные органы власти, корпорации, а также паевые инвестиционные и пенсионные фонды.

С точки зрения обеспечения кредита европейский рынок секьюритизации имеет следующую структуру:

Выпуск европейских ценных бумаг, обеспеченных активами, на IV квартал 2006 года



Источник: Европейский социальный фонд

1.3 Что такое «секьюритизация»?

Секьюритизация представляет собой такой тип структурированного финансирования, при котором совокупность финансовых активов передается инициатором финансирования «Специально созданному предприятию». Такое предприятие выпускает долговые обязательства, обеспеченные исключительно переданными ему активами, из которых и извлекаются платежи по обязательствам.



Исторически, секьюритизация активов началась в 70-х годах с предоставления кредитов под портфель ипотек со сходными характеристиками. Со временем структура финансирования становилась все более эффективной, и инициаторы платежей стали воспроизводить удачную схему для предоставления других займов. В наши дни в качестве обеспечения может выступать бесчисленное множество активов (закладные, транспортные средства, объекты недвижимости, доход с недвижимости и капитала), а также различные виды облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами, автомобили, кредитные карты или потребительские ссуды. Инициаторы финансирования продолжают неустанно разрабатывать новые схемы финансовых потоков и повышения кредитного качества.

Благодаря обновлению методов работы на рынке, появились новые взаимозаменяемые финансовые активы, которые приносят прибыль, составляя инвестиционный портфель. Это, в свою очередь, требует разработки схемы их приобретения, классификации, закладывания, систематизации, объединения и размещения. С точки зрения инициатора финансирования секьюритизация дает возможность переложить риск, сопряженный с обладанием собственностью, на правообладателя, способного разнонаправить риски, и позволяет клиенту войти на рынок капитала с более высоким рейтингом долговых обязательств, а также дает другие преимущества, которые будут подробно изложены в п. 1.5.

Структурирование – одна из основ транзакции с ценными бумагами. В этом случае ценные бумаги, обеспеченные активами, делятся на несколько долей с разным профилем риска, что позволяет эмитенту привлечь круг инвесторов, ориентированных на различное соотношение риска и прибыли. Наиболее типично следующее соотношение долей: 80% ценных бумаг с приоритетными правами, оставшаяся часть распределяется между акциями, не имеющими преимущественного права и второстепенными. Наиболее приоритетные доли обычно относятся к классу AAA (высшей степени надежности) или AA (хорошей степени надежности) и защищены от убытков по кредитам приоритетным правом на денежные потоки от реализации активов.

Следующие доли облигационного выпуска, часто называемые субординированными, или младшими, ценятся ниже и первыми несут все убытки по кредитам. У этой категории бумаг более высокий коэффициент доходности, компенсирующий и более высокую степень риска.

Существуют еще и так называемые доли, или части первого убытка. Наиболее вероятные убытки от транзакции приходятся именно на эту категорию. Обычно их держателями являются инициаторы финансирования, у этой группы облигаций высокая степень риска и прибыли. Процентная ставка доли первого убытка обычно варьируется в зависимости от «ожидаемого», или «нормального» убытка по кредиту, что позволяет относить все убытки по кредиту на их долю. Им же, в качестве спреда, причитаются и потоки наличности, оставшиеся после оплаты расходов (включающей и покрытие убытков).

Подобную модель структурирования называют «каскадом», по принципу пирамиды бокалов, наполненных пенящимся и переливающимся через край шампанским. Применительно к секьюритизации этот образ может быть передан в следующей схеме:



Принцип каскада иллюстрирует порядок распределения денежных доходов от активов, делающий возможным возврат вложенных средств и выплату процентов по выпущенным ценным бумагам, а также оплату всех расходов, связанных с транзакциями. Денежные доходы от положенного в основу портфеля активов идут на обеспечение затрат по ценным бумагам старшей доли. Оставшийся излишек употребляется на покрытие расходов по второму траншу (младшему, промежуточному или субординированному), и так далее. Процесс заканчивается, когда иссякает финансовый поток. На долю первого убытка придутся его остатки после того, как будут удовлетворены все первоочередные нужды и запросы. Эта остаточная денежная масса составляет высокий уровень прибыли в том случае, если положенные в основу активы работают должным образом; в противном же случае все предприятие может оказаться убыточным.

1.4 Типы транзакций

Разграничение между типами транзакций может быть проведено на основе различных критериев. Приведенный здесь список нельзя считать исчерпывающим, однако предлагаемые критерии помогут классифицировать виды существующих транзакций и понять их основное назначение.

Долгосрочные ценные бумаги в сравнении с коммерческими бумагами, обеспеченными активами (ABCP)

Долгосрочные ценные бумаги подразумевают размещение капитала на рынке на длительный срок. Когда положенный в основу портфель (активов или займов) окупается, сделка считается завершенной. В то же время и коммерческие бумаги, обеспеченные активами, допускают пролонгацию кредита путем перевода средств из одной формы инвестиций в другую (выпуск новых долговых обязательств) на рынке краткосрочного капитала. Такие сделки обычно заключаются на неограниченный период времени.

Классификация сделок по активам (исходя из степени рисков)

На рынке ценных бумаг установилось разделение активов на три категории исходя из степени заложенного риска: ипотечные ценные бумаги (MBS), ценные бумаги, обеспеченные долговыми обязательствами (CDO) и ценные бумаги, обеспеченные активами (ABS).



К категории MBS относятся все ценные бумаги, обеспеченные ипотечным займом или пулом ипотечных займов под залог реально существующей собственности. По этим бумагам инвесторы получают проценты и основную сумму за счет выплат по ипотечному займу. В рамках этой категории различают жилищную ипотеку (закладные частных лиц) и ипотечные ценные бумаги, обеспеченные коммерческой недвижимостью.

Ценные бумаги, обеспеченные долговыми обязательствами, (CDO), обычно базируются на корпоративных рисках – займах, активах или кредитных деривативах. Наиболее распространенными типами операций

являются выпуск облигаций, обеспеченных кредитами, и ценных бумаг, обеспеченных облигациями. В таких операциях различаются статические и динамические структуры. Статическая структура предполагает завершение транзакции в день закрытия одновременно для всего инвестиционного портфеля. Соответственно, активы не меняются, невзирая на то, что по отдельным кредитам возникают риски неплатежа. Число и состав активов могут быть изменены только в случае дефолта, хотя при дефолте ситуация, как правило, трудно поддается исправлению. При динамичной, или активно управляемой, транзакции распорядитель активов может заменить один или несколько активов, по которым возникают риски неплатежа. В этом случае степень риска транзакции будет меньше зависеть от кредитных событий.

Оставшаяся часть рынка ценных бумаг представлена ценными бумагами, обеспеченными другими активами (ABS), весьма разнородными по составу. Финансовые инструменты транзакций этого типа варьируются от потребительских займов, векселей под кредитные карты, обеспеченные неснижаемым остатком на счете, счетов покупателей и заказчиков, студенческих ссуд до полисов страхования жизни, обращающихся на вторичном рынке.

Фактическая купля-продажа в сравнении с синтетическими транзакциями

С точки зрения передачи прав на активы на рынке секьюритизации различаются два вида транзакций:

Фактическая продажа

При традиционной сделке купли-продажи инициатор финансирования (оригинатор) продает пул активов специально созданному предприятию, списывая их со своего баланса. Предприятие финансирует покупку за счет выпуска ценных бумаг, кредитный рейтинг которых определяет рейтинговое агентство. Установление рейтинга ценных бумаг обособляет предприятие как от кредитных рисков originатора, так и от повышения кредитного рейтинга инвестиционного портфеля. Таким образом, originатор передает предприятию правовой интерес и право на прибыль. В результате инвестор приобретает право собственности на активы и на получаемую с них прибыль.

Синтетические транзакции

Синтетическая секьюритизация дает возможность инициатору финансирования купить кредитную защиту за счет ряда кредитных деривативов, а не путем

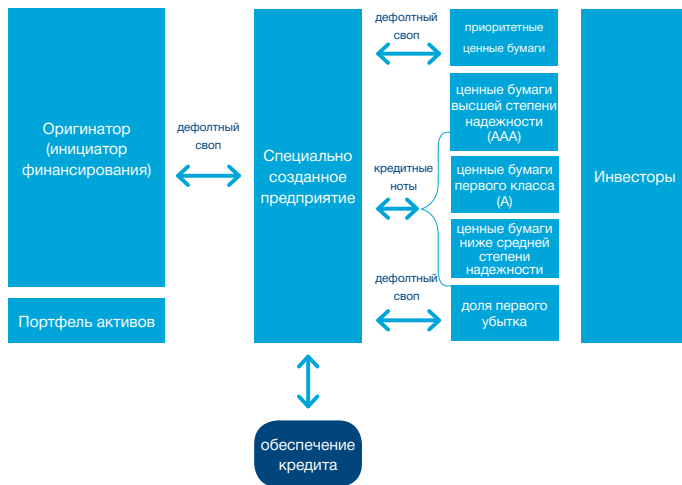
продажи пула активов специально созданному предприятию. Такие операции не приносят originатору денежных средств, их обычно осуществляют для передачи кредитных рисков и снижения требований к регулятивному капиталу.

Как правило, владелец активов (которого мы будем далее называть «Покупателем кредитной защиты») передает кредитный риск инвестиционного портфеля (Передача Портфеля) другой правовой единице (Продавцу кредитной защиты) или непосредственно на рынок капиталов. Хотя кредитный риск портфеля передан, реальное право собственности на него сохраняется за Покупателем кредитной защиты.

Передача кредитного риска осуществляется различными путями:

- Покупатель кредитной защиты может выпустить кредитные авизо и предоставить их Продавцу кредитной защиты или непосредственно инвесторам. В условиях кредитных авизо оговаривается сокращение обязательств Покупателя кредитной защиты по выплате долга в случае кредитного дефолта или при иных обстоятельствах, оговоренных при передаче портфеля.
- Покупатель кредитной защиты может также заключить с Продавцом соглашение о дефолтном свопе, кредитном свопе на все денежные потоки или соглашение с использованием других кредитных деривативов. Продавец кредитной защиты соглашается, в обмен на назначенное вознаграждение, при дефолте или иных обстоятельствах, оговоренных при передаче портфеля, выплатить Покупателю некоторую сумму. Она исчисляется с учетом общей суммы невыполненных кредитных обязательств или падения рыночной стоимости дефолтного портфеля.

Предлагаемая схема иллюстрирует структурную модель синтетической секьюритизации:



Кредитный риск структурируется и передается посредством кредитных деривативов. Соглашения о дефолтных свопах вырабатываются при участии контрагентов держателей приоритетных ценных бумаг и доли первого убытка. Кредитные авизо используются при выпуске ценных бумаг для более широкого круга инвесторов.

1.5 Преимущества секьюритизации

Мы предлагаем вниманию читателя перечень возможных выгод секьюритизации, практическое осуществление которых зависит от обстоятельств. Секьюритизация – это сложный процесс комплексного структурированного финансирования, и для принятия взвешенных решений его потенциальным инициаторам чрезвычайно важно ориентироваться во всем спектре существующих вариантов и их финансовых последствий. При том, что перечисленные ниже выгоды могут быть неодинаково значимы для разных инициаторов, общей отличительной чертой процесса секьюритизации всегда остается желание снизить капитальные издержки.

Выгоды для инициатора (инициатора финансирования)

Секьюритизация повышает доходность капитала, превращая кредитный бизнес на балансе предприятия во внебалансовый, менее капиталоемкий приток средств. В зависимости от типа используемой структуры секьюритизация может иметь следующие выгоды:

- **Обеспечение эффективного доступа на рынок капиталов, например:** под большую часть долговых обязательств выпускаются ценные бумаги высшего рейтинга (класса AAA), и тогда назначение расценок не привязано к кредитному рейтингу инициатора. Таким образом, секьюритизация снижает стоимость фондирования. Так, компании, имеющие кредитный рейтинг BBB, финансовый поток по классу AAA позволяет рассчитывать на займы высшего рейтинга. Это основной довод в пользу секьюритизации финансовых потоков, к тому же очень сильно сказывающийся на стоимости займов.
- **Снижение существующих ограничений на возможности привлечения капитала:** привлечение капитала зависит от сроков, кредитного качества, вероятности досрочного погашения займа, обслуживания активов, а также ситуации на рынке. Компании, чья кредитоспособность не позволяет рассчитывать на заем или делает его возможным лишь по очень высокой ставке, могут осуществить эмиссию ценных бумаг. То же в равной мере относится и к компаниям, которые не имеют возможности увеличить собственный капитал.
- **Конвертация неликвидных активов в наличность:** активы, которые трудно продать, можно объединить в диверсифицированный пул для обеспечения займа, выпустив под него ценные бумаги.
- **Расширение источников финансирования, инвестиционной базы и операционных структур:** помимо обычных банковских кредитов и корпоративных облигаций, можно мобилизовать средства для бизнеса путем выпуска ценных бумаг и расширения круга инвесторов. Таким образом возможно также снизить стоимость других займов, сокращая объем эмиссии и тем самым позволяя размещать капитал маргинальным покупателям, готовым платить более высокую цену. Это особенно важно для компаний со сложной организационной структурой, так как разделение на части денежных поступлений или активов, обеспечивающих выпуск некоторых облигаций, позволяет эмитентам предложить инвесторам интересные тех варианты вложений разных степеней кредитного риска, сводя при этом к минимуму возможные потери, обусловленные собственными рисками. Подобная сегментация кредитного риска и структурирование выплат основной суммы и процентов дают продавцу возможность снизить затраты на привлечение капитала.

- **Привлечение капитала для создания дополнительных активов или иных, более значимых целей:** например, кредитная линия может быть повторно использована для создания дополнительных активов или свободного долгосрочного капитала смежного или более широкого назначения. Привлеченный капитал может быть использован в любых допустимых целях, в частности, для ликвидации задолженностей, приобретения дополнительных активов, расширения или модернизации основного капитала.
- **Привлечение капитала без объявления о выпуске ценных бумаг:** это позволяет избежать разглашения требующей защиты ценной информации о деловых операциях, особенно в том случае, когда эмиссия производится через посредника и бумаги размещаются закрытым путем через инвестиционный канал.
- **Образование прибыли:** при фактической купле-продаже сделка заключается между оригинатором и специально созданным предприятием, и купля-продажа активов совершается исходя из их рыночной цены. Операция проводится по балансовой ведомости оригинатора, и увеличение продаж автоматически повышает прибыль, что отражается в соответствующем квартальном бухгалтерском отчете.
- **Более рациональное и четкое осуществление слияний предприятий, приобретения и отчуждения собственности:** посредством секьюритизации можно создать наиболее эффективную смешанную структуру и источник операционного капитала. Разделение и продажа активов, служащих обеспечением займа, является наиболее выгодным способом закрытия направлений деятельности, переставших соответствовать целям фирмы.
- **Передача риска третьей стороне:** риск кредитного дефолта или невыполнения договорных обязательств заемщиками может быть частично передан инвесторам или третьим сторонам, обеспечивающим внешнюю поддержку кредитного качества.

Выгоды для инвесторов

- **Разнообразные комбинации доходности и риска:** секьюритизированные активы представляют собой более привлекательный (по сравнению с другими кредитно-финансовыми инструментами) источник дохода, они повышают ликвидность вторичного рынка и, как правило, обеспечивают инвестору большую защиту за счет имущественного покрытия и \ или гарантий, предоставляемых компаниями с устойчивым и высоким кредитным рейтингом. Кроме того, у таких вложений очень гибкие условия, поскольку потоки наличности и профили риска структурируются с учетом запросов инвесторов. Что самое важное, структурная поддержка кредитного качества ценных бумаг и диверсифицированные пулы активов избавляют инвестора от детального изучения заложенных в сделку долговых обязательств.
- **Более высокая доходность:** пул активов с высоким кредитным качеством и дает возможность получить большую прибыль на инвестиции.

Выгоды для заемщиков

- **Более долгосрочные кредиты:** заемщики могут рассчитывать на более длительные сроки, которые заимодатель не мог бы предоставить, если бы заем проводился по его балансовой ведомости. Например, заимодатель может продлить срок кредита с фиксированной процентной ставкой (который все заемщики предпочитают кредиту с плавающей процентной ставкой), не подвергая себя процентному риску за счет существования рынка ипотечных ценных бумаг. Эмитенты кредитных карт могут объединять в пулы множество ссуд для разнопланового контингента клиентов по более низким процентным ставкам. В последнее десятилетие в стране развернулось настоящее соревнование между инициаторами финансирования, одновременно с этим возрос интерес инвесторов к ценным бумагам, что существенно расширило как возможности получения кредита, так и контингент держателей кредитных карт.

1.6 Участники процесса секьюритизации

В этом разделе дается описание всех «актантов» транзакции по выпуску ценных бумаг под залог активов. Помимо непосредственных участников, еще целый ряд лиц, обычно называемых поставщиками услуг, оказываются так или иначе вовлеченными в сделку. На приведенной ниже схеме показаны все основные стороны процесса.



Получатели кредита \ заемщики

Получатели кредита должны вносить инициатору финансирования платежи по займам \ заложенным активам, вследствие чего именно они в конечном итоге и несут ответственность за доходность ценной бумаги. Поскольку заемщики зачастую могут и не знать о совершившейся продаже их займов, инициатор во многих случаях сохраняет с ними клиентские взаимоотношения. С точки зрения кредитного риска, заемщики при секьюритизации классифицируются в группы по установленным категориям.

Инициатор финансирования (оригинатор)

Это лицо, которое передает активы или риски в операциях с ценными бумагами. Обычно это та сторона, которая изначально обеспечила заем и инициировала выпуск ценных бумаг. Обязательства, возникающие в связи с подобными займами, обычно адресованы именно этому лицу до того момента, как произойдет передача активов специально созданному предприятию. В некоторых случаях инициатор может выступить в роли третьей стороны, которая покупает пул активов с целью последующего выпуска ценных бумаг, в этих обстоятельствах инициатора называют «спонсором». Инициаторами (инициаторами финансирования) обычно выступают финансовые компании, входящие в автомобилестроительную отрасль промышленности, другие финансовые компании, коммерческие банки, строительные фирмы, компьютерные компании, предприятия обрабатывающей промышленности, страховые компании и фирмы, ведущие операции с ценными бумагами.

Инвесторы

Инвесторы покупают ценные бумаги, выпущенные специально созданным предприятием, получая, таким образом, право на возмещение их стоимости и выплату процентов, которые обеспечиваются за счет заложенных активов. Самыми крупными покупателями ценных бумаг являются обычно пенсионные фонды, страховые компании, управляющие фондами, и – в меньшей степени – коммерческие банки. Наиболее очевидный мотив вложения средств в обеспеченные активами ценные бумаги состоит в их более высокой доходности по сравнению с другими активами равной степени кредитного риска.

Сервисер

Это компания, собирающая с заемщиков основную сумму долга и проценты по займу и контролирующая портфель активов после закрытия сделки. Нередко, хотя и далеко не всегда, в сделках секьюритизации инициаторы финансирования сами выступают в роли сервисеров. В большинстве же проблемных займов, однако, эти функции берут на себя специализированные компании. Сбор платежей включает обслуживание клиентов и оформление платежей заемщиков, взыскание налоговых задолженностей в соответствии с договором о пуле и обслуживании платежей. Обслуживание может также включать и управление активами в ситуации кредитного дефолта, ликвидацию имущественного обеспечения и составление ежемесячных отчетов. Услуги сервисера обычно оплачиваются по фиксированной ставке.

Резервный сервисер

В случае, если основной сервисер не выполняет своих обязательств, резервный сервисер берет на себя все его функции.

Трастовый агент

Трастовый агент является третьей стороной, которая нанимается для осуществления контроля за деятельностью специально созданного предприятия в сделке с ценными бумагами. Выступая в роли доверенного лица, трастовый агент в первую очередь следит за соблюдением прав инвесторов. Круг обязанностей трастового агента меняется в случае каждой конкретной эмиссии и оговаривается в отдельном трастовом соглашении. Обычно попечитель осуществляет надзор за тем, чтобы движение денежных потоков происходило в соответствии с облигационным соглашением или договором о пуле и соглашением об обслуживании, а также контролирует выполнение другими сторонами обязательств по соглашению. Если в ходе транзакции возникают проблемы (например, невыполнение договорных обязательств), трастовый агент уделяет первоочередное внимание долговым обязательствам и действиям всех сторон, обеспечивающих возмещение средств по ценным бумагам, в особенности сервисера и организации, осуществляющей кредитную поддержку. На протяжении всей операции трастовый агент регулярно получает от эмитента \ сервисера сведения о собранных по долговым обязательствам суммах, о списаниях со счета, о стоимости обеспечения по ссуде и т. д. Трастовый агент должен подвергнуть полученную информацию анализу и убедиться в том, что активы дают достаточный приток средств, позволяющих обеспечить выплаты по ценным бумагам. В его функции входит также объявление о дефолте или о порядке погашения долгов.

Инвестиционные банки

В их задачи входит структурирование сделки, маркетинг ценных бумаг и их размещение по заданной цене.

Консультанты по налогам и финансовой отчетности

Они консультируют все вовлеченные в сделку стороны по проблемам отчетности и налогообложения применительно к конкретной структуре операции. Как правило, эмитенты стараются выбрать консалтинговую фирму, которая способна содействовать снижению налога на выпущенные ценные бумаги.

Рейтинговые агентства

Для успешного проведения операции принципиально важно, чтобы выпущенные бумаги были оценены рейтинговым агентством. Очень многие инвесторы, в их числе большинство общественных и благотворительных фондов и розничных инвесторов, требуют официального минимального инвестиционного уровня (BBB) или более высокого рейтинга. Ведущие позиции в рейтинговом процессе занимают следующие агентства: Standard & Poors, Moodys, Fitch или Dominion Bond Ratings Services. Они обладают высоким уровнем компетентности, информированности и навыков экономического прогнозирования, что позволяет с наибольшей степенью вероятности оценить возможные убытки по ценным бумагам, выпущенным под обеспечение долговых обязательств.

Рейтинговые бюро обычно принимают во внимание следующие факторы:

- Кредитное качество пула заложенных активов с точки зрения возможности погашения долга, диверсификации платежей по срокам, вероятности кредитного дефолта и возможного процента возврата при дефолте.
- Деловые качества эмитента \ сервисера.
- Устойчивость общей структуры сделки, в частности, ритмичность или, наоборот, сбой в поступлении денежных средств и возможности нарушения платежных обязательств.
- Анализ правовых рисков, то есть законность передачи права на активы.
- Способность распорядителя активов управлять портфелем.
- Качество кредитной поддержки, в частности, тип и уровень организации, обеспечивающей повышение кредитного качества.

Платежный агент

Им является банк, давший согласие осуществлять выплаты инвесторам по выпущенным ценным бумагам. Платежи, как правило, проходят по клиринговой системе. В Европе это обычно делает компания, подотчетная трастовому агенту или директору-распорядителю.

Юрисконсульты

Поскольку в сделках секьюритизации активов организационно-правовая форма и удостоверение законности являются ключевым звеном, значительная часть работы требует обязательного отражения в соответствующих, и весьма многочисленных, документах: договоре о купле-продаже, документах, содержащих информацию о ценных бумагах для их размещения, и многие другие.

Организация, поддерживающая кредитное качество ценных бумаг

Поддержка кредитного качества призвана повысить кредитный рейтинг ценных бумаг. Организация, осуществляющая кредитную поддержку, представляет собой третью сторону, которая соглашается повысить кредитное качество другой стороны или пула активов, беря на себя осуществление выплат, обычно в пределах некоторой определенной суммы. Это делается в обстоятельствах, когда вторая сторона не может выполнить свои платежные обязательства или когда денежные поступления от пула активов оказываются недостаточными для осуществления предусмотренных договором платежей из-за кредитного дефолта.

Агенты по расчетам и отчетной документации

Они подсчитывают и ведут учет выплаты основной суммы и процентов держателям ценных бумаг.

Лицо, предоставляющее ликвидность

Как правило, это банки, которые предоставляют специально созданному предприятию наличные средства, чтобы выплаты инвесторам производились стабильно. Это происходит в форме своего рода промежуточного займа и краткосрочного финансирования, которое не распространяется на случаи нарушения платежных обязательств по заложенным активам.

Распорядители активов

В операциях с облигациями, обеспеченными долговыми обязательствами, или при структурированных кредитных сделках это весьма распространенная функция. Распорядитель активов отвечает за подбор активов, служащих обеспечением (например, корпоративное имущество, банковское или государственное), контролирует портфель и, если это предусмотрено структурой сделки, заменяет активы.

1.7 Способы повышения кредитного качества

При структурировании сделки с ценными бумагами следует принимать во внимание множество существенных факторов: разделение кредитного риска между специально созданным предприятием и инициатором финансирования, необходимость избегать смешения счетов инициатора и предприятия, двойного налогообложения предприятия или отказа от международных операций. Не менее важно и повышение кредитного качества. В это понятие вкладываются те меры, которые инициатор предпринимает с целью повышения кредитоспособности выпускаемых ценных бумаг и придания активам стабильности в условиях изменяющейся экономической конъюнктуры. Тем самым будет обеспечена защита инвесторов, которые не будут нести всю тяжесть кредитного риска по пулу активов. Соответственно, все механизмы повышения кредитного качества, как внутренние (методы структурирования транзакции), так и внешние (заключение договоров страхования для защиты инвесторов на случай кредитного дефолта) обычно закладываются в структуру сделки, и именно этот процесс в конечном итоге больше всего влияет на рейтинг ценных бумаг.

В большинстве случаев в структуру заложена комбинация нескольких описанных ниже механизмов повышения кредитного качества. Для эмитента задача заключается в том, чтобы найти наиболее эффективный и рентабельный способ повышения кредитного качества для получения желаемого кредитного рейтинга и установления достаточно высоких расценок ценных бумаг. В большинстве облигаций содержится информация о структуре погашения кредита, имеющей целью защитить инвесторов (а также и организацию, обеспечивающую повышение кредитного качества) от резкого падения стоимости портфеля активов. Зачастую рамки, а также внешние и внутренние механизмы повышения кредитного качества оговариваются между инициатором и рейтинговым агентством.

Обычно эти меры включают в себя:

Внешние способы повышения кредитного качества

Третья сторона \ гарантия материнской компании

Страховая гарантия, предоставляемая третьей стороной или, в некоторых случаях, оригинатором (спонсором) сделки, по которой он обязуется в определенном объеме возместить убытки специально созданного предприятия. В сделке могут также фигурировать соглашения о предоставлении ссуды на выплату основной суммы и процентов по ценным бумагам или о выкупе просроченных кредитов. В роли таких гарантов обычно выступают финансовые компании высшего рейтинга (AAA) или узкоспециализированные страховые компании.

Аккредитивы

По аккредитиву финансовая организация – как правило, банк – за оговоренную плату обязуется в случае дефицита средств, поступающих от заемщиков, предоставить специально созданному предприятию для осуществления выплат денежную сумму, необходимую для поддержания кредита. Аккредитивы становятся сейчас менее распространенной формой повышения кредитного качества, они во многом утратили свои преимущества после того, как рейтинговые агентства понизили категорию долгосрочных долговых обязательств некоторых банков-провайдеров аккредитивов в секторах фиксированного дохода. Поскольку класс ценных бумаг, кредитное качество которых поддерживалось аккредитивами от этих банков, мог также понизиться, эмитенты теперь предпочитают в тех случаях, когда требуется внешняя кредитная поддержка, пользоваться накопительными гарантийными счетами, а не аккредитивами.

Поручительский бонд

Это страховой полис, выданный надежной страховой компанией с высоким рейтингом для обеспечения выплаты основной суммы и процентов некоторым группам инвесторов. Им обычно обеспечиваются ценные бумаги инвестиционного уровня при условии, что используются также и другие механизмы повышения кредитного качества. Ценные бумаги, подкрепленные поручительским бондом, имеют тот же рейтинг, что и выдавшая его организация.

Внутренние способы повышения кредитного качества

Избыточное обеспечение

Избыточное обеспечение широко используется для повышения кредитного качества. При такой структуре кредитной поддержки номинальная стоимость кредитного портфеля выше общей стоимости выпущенных облигаций, таким образом, ценные бумаги оказываются обеспеченными с избытком. Поэтому в случае, если платежи по некоторым кредитам просрочены или даже не внесены, выплаты основной суммы и процентов инвесторам продолжаются.

Субординированный транш

Это класс ценных бумаг, чьи права являются второстепенными по отношению к приоритетным правам других ценных бумаг из той же эмиссии. Субординация обычно касается прав держателей облигаций на получение платежей по долговым обязательствам, особенно в ситуации, когда денежные поступления недостаточны, чтобы произвести обещанные выплаты держателям всех классов ценных бумаг. Впрочем, это может также распространяться и на право голоса держателя облигации при принятии решения о новой эмиссии в рамках той же транзакции. Субординированный транш получает свою долю после того, как произведены выплаты по бумагам более высоких категорий (принцип каскада платежей). В случае убытков выплаты старшим траншам обеспечиваются за счет субординированных траншей.

Спред (Разница)

После оплаты расходов на обслуживание и управление и выплат держателям облигаций остается излишек денежных средств, который можно использовать на покрытие убытков и пополнение резервных фондов.

Резервные фонды

Это консолидированные счета, которые специально созданное предприятие может использовать в определенных целях. Некоторые из резервных счетов называют еще маржевыми счетами. Теоретически, все резервные счета хотя бы частично консолидируются на начальном этапе соответствующей транзакции, но некоторые из них специально предназначены для постепенного накопления излишков денежных поступлений, оставшихся после выплат инвесторам.

Повышение кредитного качества можно иллюстрировать следующим примером.

Как правило, высший рейтинг ценных бумаг (класса AAA) подразумевает почти абсолютную гарантию своевременной выплаты процентов и основной суммы по долговым облигациям. Хотя крайне маловероятно, что весь пул жилищных ипотечных кредитов будет пользоваться таким рейтингом, все же возможно, что им будет обладать большая часть портфеля. Оставшаяся часть портфеля распределяется между другими траншами, от A и BBB до доли первого убытка, которая, как правило, принадлежит самому инициатору финансирования. Все убытки по портфелю приходятся на эту последнюю, не имеющую рейтинга позицию, затем обычно распространяются на доли низшего рейтинга и только после этого могут коснуться ценных бумаг старшей доли (класса AAA).

1.8 Налогообложение при секьюритизации

Успешное применение большинства финансовых инструментов на рынке капиталов во многом зависит от режима налогообложения. Для операций секьюритизации налоговый нейтралитет является одним из ключевых факторов, позволяющих наиболее эффективно возместить вложения инвесторов и затраты originатора на привлечение средств. Очевидно, что любой налог, которым облагается специально созданное предприятие или ценная бумага, увеличит общие издержки на операцию, снижая таким образом ее рентабельность. Из этого следует, что операцию надо структурировать на основе налогового нейтралитета с тем, чтобы повысить ее прибыльность. Поэтому все элементы транзакции придется подвергнуть тщательному анализу с позиций налогообложения и убедиться, что ни один из них не влечет за собой дополнительного бремени налогов, или ускорить платежи по отложенным налоговым обязательствам, которые в случае неосуществившейся сделки могли бы повлечь за собой штрафные санкции.

И все же на практике секьюритизация часто бывает связана с определенными налоговыми издержками. В этом случае очень важно иметь четкое представление о содержании подобных издержек во избежание неожиданных расходов. Инициатор финансирования и \ или инвесторы должны иметь возможность заранее определить для себя, насколько подобные издержки приемлемы с учетом ожидающихся финансовых выгод от операции в целом.

Полная ясность в отношении позиции originатора по поводу налогообложения является также необходимым условием любой транзакции. Чтобы подтвердить присвоенный облигациям рейтинг, рейтинговое бюро должно располагать твердой уверенностью, что эмитент не подвергнется неожиданным начислениям налогов.

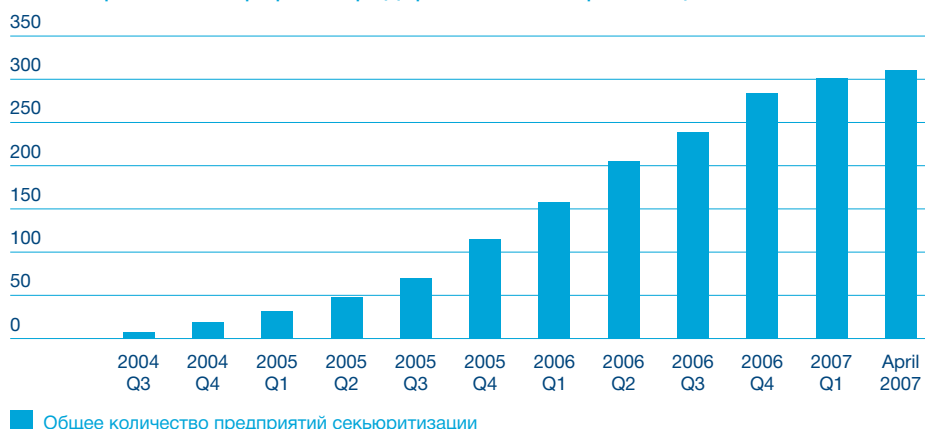
В принципе, любую операцию можно построить таким образом, чтобы она проходила в желаемом налоговом режиме. Важно, однако, уже на самых ранних этапах сделки получить по этому поводу квалифицированные рекомендации с тем, чтобы предупредить возможные ошибки и избежать ловушек при построении ее структуры до внешнего рассмотрения рейтинговым агентством, нормативно-правовыми органами, инвесторами и др. Кроме того, не будет излишним позаботиться на ранних этапах операции о получении от налоговых органов информации об освобождении от налогообложения.

Часть II Закон Люксембурга о секьюритизации. Основные положения и преимущества

2.1 Обзор люксембургского рынка

Со времени принятия закона о секьюритизации (22 марта 2004 года) рынок секьюритизации в Люксембурге развивался очень бурно. Как показывает приведенная ниже диаграмма, к концу апреля 2007 года в стране образовалось уже как минимум 311 предприятий секьюритизации. Кроме того, на рынке совершаются еще и операции того же профиля, которые не используют каналов, определенных в рамках этого закона, а проходят в организационной структуре коммерческих компаний.

Ежеквартальный прирост предприятий секьюритизации



Источник: Меморандум

Почти все каналы секьюритизации учреждены в форме специально созданных предприятий; незначительное количество фондов не меняет общей картины. 58% предприятий зарегистрированы как открытые акционерные общества с ограниченной ответственностью (ОАО), 40% как частные товарищества с ограниченной ответственностью (ТОО), и только 2% – как компании долевого участия. Следует отметить, что само по себе общее число компаний, занимающихся секьюритизацией, не отражает в достаточной степени развития рынка. Такие компании могут включать не один сектор, и, следовательно, организационная структура одного правового субъекта может одновременно проводить различные транзакции. По нашим подсчетам, 311 предприятий послужили основой для создания примерно 2000 секторов.

Растущее количество предприятий секьюритизации свидетельствует о том, что Европейская нормативно-правовая и налоговая система достигла достаточно высокого уровня для их успешного функционирования. Основные законодательные положения, гибкость и надежность, которые они обеспечивают инициаторам финансирования, инвесторам и кредитующим организациям в Люксембурге и за рубежом, станут предметом рассмотрения в последующих главах.

На сегодняшний день наиболее распространенными категориями активов являются ссуды, ипотека, полисы страхования жизни, капитал для промежуточного финансирования, долговые обязательства по договорам аренды, долговые обязательства покупателей и заказчиков, а также другие виды обеспечения в сделках по структурированному инвестированию. Предприятия секьюритизации занимаются и операциями с недвижимостью, частным акционерным капиталом и комплексным венчурным инвестированием.

Из существующих на 30 апреля 2007 года предприятий секьюритизации 12 работают под патронажем государства и являются открытыми акционерными обществами с ограниченной ответственностью. Общий оборот активов через регулируемые государством каналы составил на 31 декабря 2006 года около 14 миллиардов евро. Практически во всех случаях регулируемые компании состоят из нескольких секторов. Они используют разные модели секьюритизации, в которых можно выделить три основные структуры. Помимо операций по реструктуризации задолженностей, когда средства инвестируются в ценные бумаги и кредитные деривативы и доходность выпускаемых ценных бумаг зависит от выполнения обязательств по заложенному в сделку пакету активов, некоторые из регулируемых компаний выпускают сертификаты, представляющие собой инвестиционный продукт для розничной продажи. Каждый сертификат обычно представляет собой инвестицию в определенный сектор рынка ценных бумаг. Еще одна распространенная структура – секьюритизация различных видов финансирования малого и среднего бизнеса через рынок капиталов.

Секьюритизация имеет очень неплохие перспективы на Люксембургском рынке. Можно ожидать, что в будущем образуется еще больше видов капиталовложений через предприятия секьюритизации, и рынок Люксембурга будет расти за счет активов из России, Восточной Европы и Германии.

2.2 Определение секьюритизации

По сравнению с общепринятым определением, называющим секьюритизацией процесс финансирования, при котором оригинатор передает в обмен на денежные средства один или несколько активов или рисков специально созданному предприятию (это последнее, в свою очередь, финансируется за счет выпуска и продажи ценных бумаг, обеспеченных активами или доходами от переданных в залог активов), законодательство Люксембурга трактует понятие секьюритизации очень широко. В него включаются все виды сделок, в которых предприятие прямо или косвенно приобретает или

принимает на себя любой риск, сопряженный с долговыми обязательствами, принятыми на себя третьей стороной или вытекающими из деятельности (или некоторых аспектов деятельности) третьей стороны, выпуская обращающиеся ценные бумаги (долевые акции, облигации или другие ценные бумаги), чья стоимость или уровень доходности зависят от этого риска.

С точки зрения закона, предприятием секьюритизации считается компания, которая осуществляет весь объем операций, связанных с эмиссией ценных бумаг, или участвует в подобных операциях, частично или полностью принимая на себя риск. Организация считается действующим на законном основании предприятием секьюритизации Люксембурга, если в ее учредительных документах или уставных положениях (для фондов секьюритизации) содержится специальное указание на то, что она подчиняется положениям закона о секьюритизации.

Закон разрешает выпуск ценных бумаг под обеспечение весьма широкого круга активов, таких как платежные обязательства покупателей и заказчиков, ипотечные ссуды, долевые акции и, по существу, любое материальное и нематериальное имущество или деятельность, доход от которой может быть установлен с достаточной точностью, а также прогнозируемые будущие доходы. Из этого можно сделать далеко идущие выводы. Транзакции могут структурироваться по всем моделям, описанным в первой части этой работы. Это означает, что сделки можно совершать путем передачи права собственности на активы («фактическая купля-продажа») или путем передачи кредитного риска, связанного с активами («синтетическая» транзакция) с выпуском долгосрочных ценных бумаг или краткосрочных коммерческих векселей.

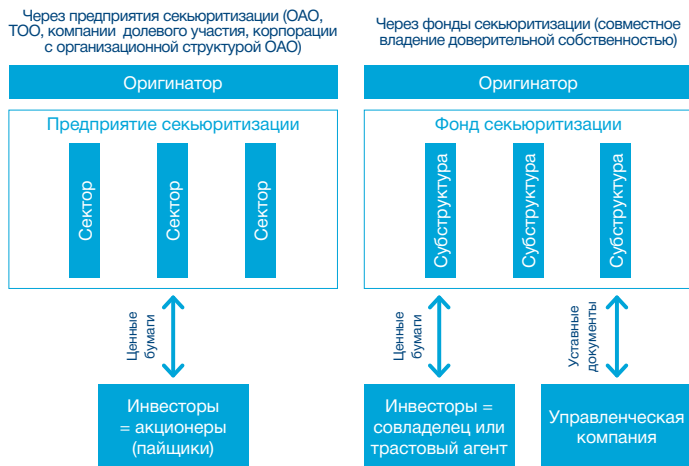
2.3 Нормативные акты

Нормативно-правовые аспекты, описанные в этом разделе, служат иллюстрацией основных отличительных черт закона, а именно его гибкости и защиты, которую он обеспечивает инвестору.

2.3.1 Организационно-правовые формы предприятий секьюритизации

Основанный на законодательных актах Люксембурга об инвестиционных фондах, закон о секьюритизации предусматривает для специально созданных предприятий правовую форму корпоративного юридического лица, а также фонда, управляемого специализированной компанией на основе уставных документов.

В приведенной ниже схеме дается краткий обзор различных предприятий, через которые может осуществляться секьюритизация в Люксембурге.



Предприятия секьюритизации могут иметь различные организационно-правовые формы, такие как:

- Акционерное общество (фр. S.A.), равнозначное открытой акционерной компании с ограниченной ответственностью – ОАО;
- Общество с ограниченной ответственностью (фр. S.à.r.l.), равнозначное ТОО, товариществу с ограниченной ответственностью;
- Коммандитное товарищество (фр. S.C.A), компания долевого участия;
- Кооперативное товарищество, организованное как S.A. (корпорация, организованная как ОАО).

Если ценные бумаги выпускаются для открытого размещения, эмиссия может производиться только через ОАО или ТОО, так как компания долевого участия не имеет права на открытое размещение. Одним из основных преимуществ, которое отмечают многие участники рынка, является возможность создания нескольких секторов в рамках одной организационно-правовой структуры. Эта идея была заимствована у пользующихся заслуженной популярностью зонтичных фондов. Для создания нескольких секторов в свидетельстве о регистрации предприятия всего лишь должно быть записано, что совету директоров разрешается создавать разные сектора. В этом случае каждому сектору будет соответствовать отдельная часть активов, которые финансируются отдельной эмиссией ценных бумаг. Пул активов и денежные обязательства каждого сектора управляются самостоятельно, так что на результаты не влияют риски и долговые обязательства других секторов. Каждый сектор может быть ликвидирован независимо от остальных.

К предприятиям секьюритизации не предъявляются специальные требования в отношении минимального капитала. Таким образом, минимальный уставной капитал зависит исключительно от организационно-правовой формы предприятия и варьируется от 12.500 евро для ТОО до 31.000 евро для ОАО. Этот минимальный капитал составляет принадлежность всего предприятия, а не отдельных его секторов.

Предприятие секьюритизации может также функционировать на чисто договорной основе в форме фонда, который не является юридическим лицом. Тем не менее в соответствии с уставными документами ему даются полномочия на выпуск ценных бумаг, представляющих права инвесторов. За неимением юридического лица фонд может быть учрежден как совместное владение собственностью или как траст. В обоих случаях фондом должна руководить управленческая компания, которая является коммерческим предприятием, имеющим юридическое лицо. Как и предприятие секьюритизации, фонд может подразделяться на сектора, каждый из которых может быть ликвидирован независимо от остальных. Специфика каждого сектора и порядок его работы определяются отдельными положениями уставных документов.

К фондам секьюритизации не предъявляется никаких требований в отношении минимального капитала. Только управляющая им компания должна соответствовать в зависимости от своей организационно-правовой формы нормам минимального капитала. Следовательно, он будет колебаться от 12.500 евро для ТОО до 31.000 евро для ОАО.

2.3.2 Государственное регулирование предприятий секьюритизации

В зависимости от того, санкционирована ли деятельность предприятия секьюритизации и контролируется ли она органами государственной власти, закон разграничивает регулируемые и нерегулируемые организации. Регулируемые организации получают разрешение на свою деятельность от Комиссии по надзору за финансовым сектором, которая их контролирует; это означает, в частности, что Комиссия должна удостовериться в том, что они соблюдают закон и выполняют взятые на себя обязательства.

Предприятия секьюритизации принимают контроль Комиссии добровольно или в принудительном порядке, если они выпускают ценные бумаги для открытого размещения на постоянной основе. Поскольку в законе не дано специального определения терминам «открытое размещение» и «на постоянной основе», Комиссия выработала критерии, позволяющие толко-

вать понятие «открытого размещения»:

- Подписка учреждения-вкладчика на ценные бумаги с целью последующего их предложения широкой публике является открытым размещением.
- Ценные бумаги с номиналом, не превышающим 125.000 евро. Ценные бумаги с превышающим эту сумму номиналом считаются не предназначенными для открытого размещения. Допуск ценной бумаги на регулятивный рынок не влечет за собой автоматического открытого ее размещения. Следует помнить, что эмиссии, рассчитанные на профессиональных инвесторов и частное размещение, не считаются открытым размещением.

Необходимо также отметить, что данное толкование термина «открытое размещение» в сфере секьюритизации не совпадает с его трактовкой в Законе о проспекте эмиссии от 10 июля 2005 года, который определяет понятие «открытое предложение» на основе агрессивной тактики и особого предложения инвестбанкира.

Что же касается понятия «на постоянной основе», Комиссия по надзору считает, что оно применимо к тем предприятиям, которые с начала своей деятельности осуществляют хотя бы четыре эмиссии в год. При этом предприятие секьюритизации, ежегодно осуществляющее четыре эмиссии, не подпадает под надзор Комиссии, если оно выпускает ценные бумаги номиналом свыше 125.000 евро. Применительно к многосекторным предприятиям секьюритизации Комиссия разъясняет, что речь идет о количестве ежегодных эмиссий всей компании, а не каждого сектора в отдельности.

Комиссия санкционирует деятельность предприятия секьюритизации после рассмотрения и апробации учредительного договора или уставных документов, а также, в случае необходимости, подтверждения полномочий управленческой компании. Для принятия положительного решения Комиссия по надзору должна быть информирована о том, кто входит в состав руководящих, управленческих и контрольных органов предприятия. Когда речь идет об управленческой компании регулируемого фонда секьюритизации, необходимо также назвать имена тех пайщиков, которые пользуются в фонде наибольшим влиянием. Предприятия секьюритизации и управленческие компании фондов секьюритизации должны иметь отвечающую требованиям организационную структуру и располагать необходимыми ресурсами для осуществления их деятельности. Руководитель предприятия должен иметь подтвержденную репутацию и соответствующий

профессиональный опыт. Любая смена руководства предприятия секьюритизации или замена управленческой компании фонда, как и любое изменение в учредительном договоре или уставных документах, должны быть предварительно представлены на рассмотрение Комиссии по надзору. Получив разрешение на осуществление своей деятельности, регулируемое предприятие вносится в официальный список Комиссии по надзору. Внесение в список равнозначно выдаче разрешения, о чем предприятие уведомляется специально. Список и все вносимые в него поправки публикуются Комиссией по надзору.

Закон наделил Комиссию правом осуществлять постоянный надзор над предприятиями секьюритизации. Она имеет широкие полномочия для расследования всех обстоятельств, которые могут отразиться на надежности инвестиций. С этой целью Комиссия может затребовать от регулируемого предприятия любую информацию. К настоящему времени Комиссия еще не обнародовала никаких циркулярных писем, устанавливающих требования к отчетности. Пока не будет введена разработанная стандартная форма отчетности, каждое регулируемое предприятие будет получать отдельное письмо с требованием определенной информации. Типы отчетов можно разнести на три категории.

Комиссии по требованию должны предоставляться следующие документы:

- Окончательно оформленный пакет документов по каждой эмиссии ценных бумаг.
- Копии финансовых отчетов, составленных предприятием секьюритизации для своих инвесторов и, когда это необходимо, для рейтинговых агентств.
- Копии годовых финансовых отчетов и результатов внешней аудиторской проверки этих отчетов.

Каждые полгода Комиссия требует от предприятий секьюритизации справку о новых эмиссиях ценных бумаг, неразмещенных облигациях и об облигациях, погашенных за отчетный период. По каждой эмиссии необходимо дать сведения о номинальной сумме выпуска, типе сделки, характеристики инвесторов и, при его наличии, сектор предприятия, через который осуществлялась операция. Кроме того, полугодовой отчет должен содержать краткую выписку из финансового баланса, а именно, данные об активах и задолженностях по каждому сектору (в случае многосекторного предприятия). В конце каждого финансового года к этим документам добавляются проект балансового

отчета и отчет о финансовых результатах. Полугодовой отчет должен быть представлен на рассмотрение Комиссии по надзору в течение 30 дней. Никаких специальных требований к форме и информационной поддержке отчетности не предъявляется. Третий тип отчета – годовой, который включает заверенную аудитором годовую финансовую отчетность и письмо с рекомендациями аудиторов руководству компании.

Еще одно требование, предъявляемое к регулируемым предприятиям секьюритизации, состоит в том, что их активы (обеспечение кредита и наличные средства) должны храниться в финансово-кредитном учреждении Люксембурга.

Применительно к предприятиям секьюритизации, произведшим только одну эмиссию ценных бумаг, осуществляющим нерегулярные эмиссии или выпускающим ценные бумаги для закрытого размещения, не разработано нормативных требований.

2.3.3 Классы активов

Другая сторона гибкости закона проявляется в чрезвычайно широком спектре активов, которые могут служить обеспечением ссуды. Закон не ограничивает их количество. Правда, на начальном этапе развития на рынке ценных бумаг принимались в качестве обеспечения в основном ссуды и счета дебиторов финансово-кредитных учреждений – ипотечные кредиты, кредитные карты и студенческие ссуды. В настоящее время, однако, сделки совершаются под залог самых разнообразных материальных активов, вплоть до железнодорожных дрезин, бриллиантов и шампанского, и нематериального имущества, например, интеллектуальной собственности.



По Люксембургскому закону о секьюритизации, риски тоже могут служить обеспечением ценных бумаг. Эти риски относятся к владению активами, будь то движимое или недвижимое, материальное или нематериаль-

ное имущество. Кроме того, риски могут быть связаны с обязательствами, взятыми на себя третьими лицами, или проистекать из всей деятельности третьих лиц или части этой деятельности. Предприятие секьюритизации может взять на себя эти риски, приобретая активы, выступив гарантом или связав себя иными обязательствами.

Что же касается денежных требований, можно передать предприятию секьюритизации те, что существуют на настоящий момент, но можно также отдать в качестве обеспечения и будущие требования. Они проистекают из существующих или будущих договоров и могут быть представлены в качестве обеспечения при условии, что их можно определить как часть переданных прав в момент их возникновения или в любое другое время, оговоренное между участниками сделки.

Основными классами активов, обращающихся на рынке секьюритизации Люксембурга, являются ценные бумаги, ссуды, залладные, полисы страхования жизни, капитал для промежуточного финансирования, счета по договорам аренды, платежные обязательства покупателей и заказчиков и задолженности в сфере недвижимости.

2.3.4 Формы транзакций с ценными бумагами

Сделки с ценными бумагами могут осуществляться в обеих формах, описанных в первой части работы. В рамках операции «фактической купли-продажи» оригинатор продает пул активов предприятию секьюритизации. В рамках же «синтетической» сделки он покупает кредитную защиту, используя ряд кредитных деривативов.

Как показано на приведенной ниже схеме, сделки могут быть структурированы по простой или комплексной модели. По первой модели одно предприятие секьюритизации покупает активы или риски и выпускает ценные бумаги. По второй же образуется два или более предприятий. Одни из них действуют как каналы «приобретения», покупающие активы или риски. Они финансируются за счет ссуд от предприятий-«эмитентов», которые выпускают на рынок ценные бумаги. Стоимость этих бумаг приобретающее предприятие затем возмещает эмитенту из платежей, поступающих по кредитным обязательствам. В то же время сами эти кредиты являются формой принятия на себя рисков, связанных с заложенными в сделку активами, которые окупаются за счет притока денежной наличности по этим активам. При комплексной модели приобретающее предприятие может располагаться и в стране, где проживает инициатор финансирования, и там, где

находятся переданные ему активы.



2.3.5 Выделение секторов

Разделение предприятия секьюритизации на сектора, часто практикующееся в инвестиционных фондах Люксембурга, также является показательным примером той гибкости, которой характеризуются сделки с ценными бумагами в стране. Выделение секторов должно быть оговорено в учредительном договоре компании или уставных документах фонда.



Выделение секторов означает, что активы и финансовые обязательства предприятия могут быть разбиты между отдельными секторами, каждый из которых функционирует как независимая единица, осуществляющая отдельные сделки. Права инвесторов и кредиторов распространяются только на риски активов данного сектора. Каждый сектор может быть ликвидирован по отдельности без ущерба для остальных секторов предприятия, то есть не приводя к их ликвидации. В случае, если предприятие является юридическим лицом, при необходимости можно ликвидировать все его сектора, не ликвидируя при этом само предприятие.

К тому же предприятие секьюритизации или один из его секторов может выпустить под различное обеспечение несколько серий ценных бумаг разного рейтинга, разной доходности и с разными сроками погашения. Однако это возможно только при условии, что выделение секторов оговорено в учредительном договоре, уставных документах или договоре эмиссии. При ком-

плексной модели сделки, когда приобретающие предприятия отделены от предприятий-эмитентов, стоимость, доходность и сроки погашения обращающихся ценных бумаг, выпущенных предприятием-эмитентом, могут также быть увязаны с активами и финансовыми обязательствами приобретающего предприятия.

2.3.6 Расширенная защита прав инвесторов

Одной из важнейших черт закона о секьюритизации следует считать обеспечение расширенной защиты прав инвесторов. Принцип защиты от добровольного и принудительного банкротства ограждает ценные бумаги от риска прекращения платежей, поступающих от оригинатора, сервисера или заемщиков. По закону, для защиты предприятия секьюритизации от личной выгоды участников сделки в договор могут быть внесены следующие положения, имеющие юридическую силу и исполняемые в обязательном порядке:

- **Соглашение о субординации:** инвесторы и кредитующая организация могут подчинить свое право на выплаты первоочередным выплатам по другим ценным бумагам или задолженностям предприятия.
- **Отказ от взыскания задолженности в судебном порядке:** кредиторы и инвесторы могут отказаться от права взыскания выплат по суду. Это означает, например, что если обязательство по выплате процентов не выполнено, инвестор может согласиться на отсрочку, не прибегая к судебному иску, поскольку это временная и объяснимая задержка.
- **Отказ от обращения в суд с требованием принудительной ликвидации:** инвесторы и кредиторы могут отказаться от права возбудить дело о банкротстве против предприятия секьюритизации. Эта статья договора защищает предприятие от действий отдельных инвесторов, которые могли бы усмотреть в его банкротстве личную выгоду.

Кроме того, законом предусмотрено, что активы предназначены исключительно для удовлетворения долговых требований инвесторов, которые вложили в них средства, и кредитующей организации, чьи претензии также напрямую связаны с активами. Таким образом, выделение секторов предотвращает цепную реакцию остановки платежей.

2.3.7 Компетентные поставщики услуг

Высокую степень защиты инвесторов и возможности предпринимательской деятельности на рынке Люксембурга обеспечивают два следующих лица.

2.3.7.1 Тростовый агент

Тростовые агенты – это специалисты в области финансов, которым можно поручить охрану интересов инвесторов и некоторых кредиторов.

В рамках своих полномочий и в соответствии с законодательными актами о тростовых и попечительских соглашениях они могут брать на себя и осуществлять все поручительства и гарантии от лица своих клиентов, принимая меры к тому, чтобы предприятие секьюритизации проводило сделки надлежащим образом. Объем их прав и полномочий оговаривается в договорном документе по соглашению с инвесторами и кредитующей организацией, чьи интересы они призваны защищать. В случае назначения одного или нескольких тростовых агентов на весь срок действия их полномочий все личные права инвесторов и кредиторов временно приостанавливаются.

Тростовые агенты утверждаются Министерством финансов. Они должны иметь официально зарегистрированный в Люксембурге офис, это должно быть их основным родом занятий, исключение допускается лишь для сопутствующих и вспомогательных видов деятельности. Статус тростового агента и разрешение на отправление этих функций дается только акционерным компаниям с собственным капиталом не менее 400.000 евро.

На сегодняшний день в Люксембурге нет ни одного зарегистрированного тростового агентства.

2.3.7.2 Ответственный хранитель

С тем чтобы наилучшим образом обеспечить инвесторам сохранность активов в виде наличности или ценных бумаг, закон обязывает регулируемые предприятия секьюритизации передавать активы на хранение в кредитно-финансовое учреждение Люксембурга.

2.4 Финансовая отчетность

2.4.1 Основные принципы

В законе о секьюритизации содержится большинство определяющих эти принципы нормативных положений. Говоря о «большинстве», мы имеем в виду, что имеется одно примечательное исключение: отсутствует ссылка на другие нормативные акты, также устанавливающие правила финансовой отчетности. Применительно к предприятиям секьюритизации эти правила варьируются в зависимости от организационно-правовой формы предприятия. Предприятия секьюритизации, учрежденные как акционерные компании, должны соответствовать требованиям, предъявляемым в главах II и IV раздела II Закона от 19 декабря 2002 года к деятельности, регистрации, бухучету и годовым финансовым отчетам акционерных компаний.

Компания секьюритизации обязана представлять отчет руководства, если она выходит за рамки установленных в статье 35 Закона от 19 декабря 2002 года размеров (то есть не является малым предприятием) или, независимо от размеров, выпускает ценные бумаги, зарегистрированные на бирже Европейского Сообщества. Этот отчет должен содержать полную информацию обо всех аспектах финансового положения компании, затрагивающих права инвесторов. Закон о торговле позволяет также определить принципы бухгалтерского учета.

Что же касается фонда секьюритизации, руководимого управленческой компанией на основе уставных документов, он подчиняется правилам финансовой отчетности и налогообложения, предусмотренным для инвестиционных фондов в Законе об инвестиционных фондах от 20 декабря 2002 года. Таким образом, его отчетность основывается на текущей котировке ценных бумаг по рынку.

Обе формы предприятий секьюритизации подлежат аудиторской проверке независимым аудитором. Для регулируемых предприятий аудитор должен быть утвержден Комиссией по надзору за финансовым сектором.

2.4.2 Финансовая отчетность акционерной компании и фонда секьюритизации

Как уже упоминалось, Закон о секьюритизации допускает существование двух организационно-правовых форм предприятия секьюритизации: акционерная компания и фонд. При оценке активов предприятия секьюритизации можно основываться на двух разных законах. Согласно статье 47 Закона о секьюритизации, акционерные компании подчиняются положениям Закона от 19 декабря 2002 года. С другой стороны, фонд секьюритизации подпадает под положения о финансовой отчетности и налогообложении Закона об инвестиционных фондах от 20 декабря 2002 года.

Следовательно, основываясь на методе оценки по наименьшей себестоимости или рыночной стоимости, активы компании секьюритизации оцениваются по наименьшей закупочной стоимости или по рыночной цене на конец года. Оценка выше закупочной цены, основанная на текущих рыночных расценках, в принципе невозможна. В то же время активы фонда секьюритизации обычно оцениваются по текущему биржевому курсу или по предполагаемой цене фактической продажи, если иное не оговорено в уставных документах. Следовательно, фонд секьюритизации может применять два принципа оценки своих активов: либо по их рыночной стоимости, либо, при определенных обстоятельствах, по закупочной цене.

Оценка активов по закупочной цене и, с другой стороны, обязательная оценка ценных бумаг (то есть задолженностей) по сумме к выплате может составить нематериализовавшийся убыток. Таким образом, применение принципов бухгалтерского учета, разработанных для акционерных компаний, а именно включение только реализованных прибылей, может привести к асимметрии баланса.

Итак, возникает вопрос: почему акционерная компания и фонд должны применять разные принципы оценки, если обе формы предприятия секьюритизации допустимы для одних и тех же сделок? Разный подход представляется необоснованным, тем более что в отношении пригодных для операций активов никакого различия не проводится. Следовательно, с учетом того факта, что годовой отчет должен дать правдивую и беспристрастную картину активов, задолженностей, финансового положения и показателей, компании секьюритизации тоже следует предоставить возможность показывать рыночную стоимость или предполагаемую цену фактической продажи своих активов. В обоснование такого подхода можно сослаться на нормативные положения, сформулированные в ста-

тье 26 (3) и (5) Закона от 19 декабря 2002 года. Они разрешают компаниям в исключительных случаях отступать от существующих правил, если правдивая и беспристрастная информация может быть получена только путем симметричного представления и оценки активов и связанных с ними долговых обязательств по ценным бумагам. О каждом отступлении от правил следует специально сообщать в пояснительной записке к балансу, обосновывая причины отступления и показывая, каким образом это сказывается на общей картине активов, задолженностей, финансовом положении и показателях. Таким образом, оценка по текущей рыночной стоимости в конечном итоге оказывается возможной и для акционерных компаний.

С экономической точки зрения фонд секьюритизации имеет больше сходства с акционерной компанией, чем с инвестиционным фондом. Поскольку он подпадает под действие закона об инвестициях только в части финансовой отчетности и налогообложения – но не в части финансовых данных, подлежащих раскрытию, – фонд секьюритизации может руководствоваться теми же правилами, что и акционерная компания. Для этой последней перечень финансовых сведений, подлежащих раскрытию, дан в упомянутом выше законе о торговле и акционерных компаниях. Следовательно, в годовом финансовом отчете фонда секьюритизации не обязательно (хотя в определенных случаях это было бы вполне уместно) показывать некоторые данные, такие как изменения чистой стоимости активов, полная информация об инвестиционном портфеле и т. п.

2.4.3 Многосекторные предприятия

Одной из особенностей Люксембургского рынка секьюритизации, заимствованной из инвестиционного менеджмента, является то, что предприятие секьюритизации может быть разбито на несколько секторов, каждый из которых управляет отдельной частью активов, финансируемых за счет разных эмиссий ценных бумаг. Комиссия по надзору за финансовым сектором утвердила для многосекторных предприятий порядок финансовой отчетности, при котором в годовом балансе и пояснительной записке приводятся финансовые показатели каждого сектора. Правда, при этом в пояснительной записке допустимо представить сводный анализ доходности секторов. В итоге предприятие секьюритизации, состоящее из нескольких секторов, выглядит как объединение нескольких компаний с одним юридическим лицом. В отношении финансовых сведений, подлежащих раскрытию, следует отметить, что для многосекторного предприятия объединенный бухгалтерский баланс и сводный отчет о прибылях и убытках не дают правильного и исчерпывающего пред-

ставления о деятельности компании и ее финансовом положении. Поэтому необходимо либо прилагать в дополнение к сводному отчету балансовые ведомости отдельных секторов, либо в пояснительной записке приводить финансовые показатели каждого сектора, включая их активы и задолженности, доходы и издержки. В приложении к данной работе предлагаются примеры отчета о финансовых показателях компании секьюритизации и в том числе вариант составления отчета для многосекторного предприятия.

2.4.4 Учет убытков

С точки зрения инвесторов, банкротство предприятия секьюритизации маловероятно. Организация с низким риском банкротства гарантирует достаточную уверенность в том, что выпущенные ценные бумаги обеспечены пулом активов, которые на законном основании отчуждаются от передавших их лиц при любых обстоятельствах, включая и банкротство. Следовательно, ликвидатор имущества банкрота не должен иметь доступа к активам, обеспечивающим ценные бумаги.

С другой стороны, возврат средств, вложенных в ценные бумаги, целиком и полностью зависит от регулярного поступления денежных средств от управляемых предприятием секьюритизации активов, и инвесторы при этом не обращаются напрямую, минуя представляющую их интересы компанию, к передавшим активы лицам, даже если денежные поступления оказываются меньше, чем ожидалось.

Вероятность выплат по пулу активов для возмещения вложенных инвесторами средств прогнозируется исходя из расчета предполагаемых денежных поступлений при различных вариантах развития событий. В принципе, все эти варианты расписаны в документе о предложении ценных бумаг, они основываются на исходных предпосылках досрочного погашения кредита, а также убытков по кредиту из-за просрочки платежей или неуплаты задолженности. В некоторых организациях денежные потоки от пула активов до конца оборотного периода используются для приобретения новых активов у оригинатора или, если речь идет об облигациях, обеспеченных долговыми обязательствами, на вторичном рынке. В конце оборотного периода поступившие средства направляются на выплаты по ценным бумагам. Чтобы минимизировать для инвесторов риски вложений в новые активы, производится их строгий отбор на основании различных критериев.

Для максимального снижения риска инвесторов транзакция структурируется. Как правило, ее структура заключается в разделении прав на приоритетные и субординированные. Выпускаются разные транши ценных бумаг, обладающие каждый различной степенью приоритетности на получение денежных средств, поступающих от пула активов. Собранные средства употребляются в первую очередь на выплаты держателям ценных бумаг старшей доли. Оставшаяся после выплат по приоритетным ценным бумагам наличность идет на выплаты по ценным бумагам менее приоритетных долей. Этот процесс, известный под названием «каскада» платежей, приводит к тому, что нехватка средств сказывается только на держателях самых младших долей.

Если дефицит платежей от активов окажется значительно больше, нежели предполагалось, и выйдет за рамки доли передавшего их лица (то есть инициатора финансирования), убытки понесут и инвесторы. Для полного и достоверного отражения ситуации эти убытки следует показать в годовом отчете. В связи с этим нужно произвести переоценку активов, их стоимость на момент составления баланса должна быть понижена. Такая переоценка отразится в виде убытка в отчете о прибылях и убытках. Как уже говорилось, убытки ложатся на держателей ценных бумаг. Соответственно, сумма возмещения по облигациям понизится. В годовом отчете это следует отразить как снижение суммы задолженностей, то есть показать меньшую сумму пассива на момент составления баланса. Это приведет к образованию нематериализовавшейся прибыли, которую следует показать в балансе как выравнивание. В результате суммарного эффекта получается нулевой баланс.

Для полной ясности в пояснительной записке к годовому отчету следует описать применяемую методику обесценивания активов при учете убытков. В дополнение следует упомянуть о принципе каскада платежей и распределении денежных поступлений.

В приложении к работе приведен возможный вариант учета убытков и его разъяснения.

2.4.5 Формальные прибыли

Поскольку предприятие секьюритизации обычно распределяет все денежные поступления от активов между инвесторами, в его финансовом отчете обычно не показывается никакая прибыль. Но в некоторых случаях суммы поступлений от активов могут оказаться выше, чем необходимо для выплат по выпущенным в обращение ценным бумагам. Если, например, штрафная процентная ставка по задолженностям покупателей и заказчиков окажется ниже, чем ожидалось, баланс покажет прибыль в отчетном году. Кроме того, прибыль может образоваться в результате оценки активов и задолженностей или применения принципа наращивания. В соответствии с этим принципом доход от приносящих проценты активов должен накапливаться, а не отмечаться в отчете только на момент поступления платежей. В итоге образуется прибыль, которая будет облагаться налогом в соответствующем финансовом году.

Учитывая, что все денежные средства, полученные предприятием секьюритизации, будут распределены между инвесторами или другими вовлеченными в сделку сторонами – пусть даже это распределение не обязательно произойдет в тот же период, что и образование прибыли, – показанная в отчете прибыль искажает истинную картину финансового положения предприятия секьюритизации.

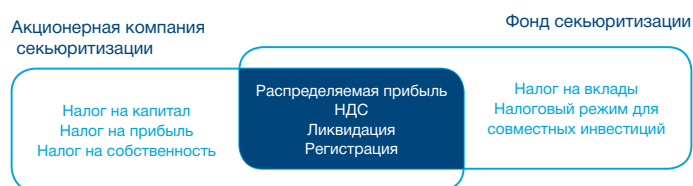
Как уже было сказано, в предприятии секьюритизации нет экономической базы для прибыли. Следовательно, прибыль в этом случае должна быть признана чисто формальной.

Принимая во внимание экономические основы сделок с ценными бумагами, предприятие секьюритизации может показать не прибавочную стоимость, а лишь прибавочные долговые обязательства.

Это приводит к дополнительным издержкам, которые уравновешивают прибыль, приносимую активами.

2.5 Налоговый нейтралитет

Как отмечалось в первой части работы, налоговый нейтралитет является одним из важнейших факторов успешности предприятия секьюритизации. Положения Закона о секьюритизации Люксембурга делают возможным приобретение статуса полного налогового нейтралитета. На приведенной ниже схеме показаны различные виды налогов, которыми могут облагаться обе разновидности предприятий секьюритизации.



2.5.1 Особенности налогообложения акционерных компаний секьюритизации

Предприятия секьюритизации, учрежденные как самостоятельное юридическое лицо, по закону подлежат обложению налогом на доходы корпораций и муниципальным налогом на предпринимательскую деятельность по совокупной налоговой ставке, составляющей максимум 29.63%. Таким образом, они в принципе могут облагаться налогом на чистую прибыль (то есть учетную прибыль за минусом издержек). Однако согласно Закону о секьюритизации обязательства компании по возмещению средств, вложенных инвесторами в выпущенные ею ценные бумаги, а также выплаты другим кредиторам квалифицируются как проценты по задолженности, даже если они распределяются в форме доходов от акций. Соответственно, эти денежные средства полностью исключаются из суммы, подлежащей налогообложению, так что налоги оказываются очень низкими, если вообще не сводятся к нулю. Однако очень существенно еще и уметь использовать все преимущества соглашения о налогах, учитывающего классы активов. В связи с этим очень важно структурировать денежные потоки таким образом, чтобы сохранять минимальную базу, которая действительно подлежит обложению налогом.

Компании секьюритизации подлежат обложению налогом на капитал, определенному Постановлением Великого Герцога от 29 апреля 2005 года в фиксированной сумме 1250 евро. Эта сумма остается неизменной при любом последующем увеличении капитала или преобразовании компании секьюритизации в другую организационную структуру, включая ее слияние с другими предприятиями, ее разделение или иные виды реорганизации.

К тому же в Люксембурге компании секьюритизации не подлежат обложению налогом на собственность. Поскольку компании секьюритизации являются компаниями-резидентами, они могут пользоваться преимуществами налогового соглашения Люксембурга и Директивы ЕС «О материнских и дочерних компаниях». На сегодняшний день налоговые соглашения с Люксембургом подписали следующие 50 государств:

- Австрия
- Бельгия
- Бразилия
- Болгария
- Канада
- Китай (исключая Гонконг)
- Чехия
- Дания
- Эстония (с 1.1.2008)
- Финляндия
- Франция
- Германия
- Греция
- Венгрия
- Исландия
- Индонезия
- Ирландия
- Израиль
- Италия
- Япония
- Латвия
- Литва
- Мальта
- Малайзия
- Маврикий
- Мексика
- Монголия
- Марокко
- Норвегия
- Польша
- Португалия
- Словакия
- Румыния
- Россия
- Сингапур
- Словения
- ЮАР
- Южная Корея
- Испания
- Швеция
- Швейцария
- Таиланд
- Турция
- Нидерланды
- Тринидад и Тобаго
- Великобритания
- США
- Узбекистан
- Вьетнам

2.5.2 Особенности налогообложения фондов секьюритизации

Поскольку в Люксембурге фонды секьюритизации приравниваются к инвестиционным фондам, с них не взимается налог на доходы корпораций и муниципальный налог на предпринимательскую деятельность. К тому же, в отличие от большинства инвестиционных фондов, фонды секьюритизации освобождены еще и от налога на капитал и налога на размещение ценных бумаг.

Компания, управляющая фондом секьюритизации, облагается налогом на капитал в размере 1250 евро.

2.5.3 Общие черты

Акционеры компании секьюритизации и пайщики фондов секьюритизации приравниваются к держателям облигаций. Распределение прибыли и возмещение инвестиций, осуществляемое предприятием секьюритизации, освобождаются от налогов на процентный доход. Процентные выплаты освобождаются от налогов на процентный доход, но подпадают под действие Директивы ЕС о накоплении сбережений.

Заработная плата управленческого аппарата предприятия секьюритизации освобождается от НДС. Соответственно, освобождение распространяется и на услуги управленческой компании, руководящей фондом секьюритизации, а также третьих сторон, выполняющих управленческие функции в предприятиях секьюритизации.

Ликвидация предприятий секьюритизации, независимо от их организационно-правовой формы, освобождается от налогов. Регистрация актов предприятия секьюритизации освобождается от соблюдения нотариальных формальностей, если только эти документы не касаются недвижимости, расположенной на территории Люксембурга, или же летательных аппаратов и плавсредств, внесенных в государственный реестр Люксембурга. Если предприятие само принимает решение зарегистрировать акт, с него взимается государственная пошлина в размере 12 евро.

2.5.4 НДС

2.5.4.1 Налоговый статус предприятия секьюритизации

Налоговое управление Люксембурга 26 декабря 2006 года опубликовало циркуляр за номером 723 относительно порядка обложения инвестиционных фондов и других аналогичных предприятий, включая предприятия секьюритизации, налогом на добавленную стоимость. В задачи циркуляра входило разъяснение позиций налогового ведомства Люксембурга в отношении дела № C-8/03 BBL, рассмотренного Европейским судом 21.10.2004 и касающегося налогового статуса предприятий для коллективных инвестиций, учрежденных как инвестиционные компании.

В циркуляре налоговое управление рассматривает с общих позиций все инвестиционные фонды и аналогичные предприятия, включая предприятия секьюритизации, перечисленные в статье 44.1.d. Закона Люксембурга о налоге на добавочную стоимость. Такие предприятия приравниваются к подлежащим обложению НДС лицам, выполняющим управленческие функции в особых инвестиционных фондах, освобожденных от НДС в соответствии со статьей 44.1.d. Такой подход отличается от прежней позиции налогового управления и имеет серьезные последствия.

Изменение позиции обусловлено допущением, что упомянутые предприятия не в состоянии уплатить НДС, начисляемый на их издержки, и при оплате товаров и услуг, поставляемых из-за рубежа, отныне облагаются НДС не в полном, а в «упрощенном» режиме в соответствии с системой удержания НДС к зачету. В циркуляре также специально оговорено, что «зонтичные фонды» должны рассматриваться как один субъект налогообложения.

Преимущество такого подхода состоит в сокращении управленческих расходов инвестиционных фондов. В то же время, если многие услуги, оплачиваемые предприятием секьюритизации, могут быть освобождены от НДС (см. пункт 2.5.4.2), отказ от оплаты НДС на гонорары специалистам будет ошибкой.

Следует особо подчеркнуть, что позиция налогового управления достаточно спорная, особенно в том, что касается предприятий секьюритизации. К тому же надо заметить, что до опубликования циркуляра налоговое ведомство допускало регистрацию некоторых предприятий секьюритизации в полном налоговом режиме и таким образом оказывалась возможной и полная, и частичная оплата НДС. Следовательно, при определении налогового статуса предприятия необходим внимательный анализ каждого конкретного случая.

2.5.4.2 Освобождение от НДС услуг, оказанных предприятию секьюритизации

Статья 44.1.d Люксембургского закона об НДС (в исполнение ст. 13.B.d.6) проекта переработанного 6-го издания Директивы ЕС об НДС \ ст. 135 переработанного 6-го издания Директивы ЕС) предусматривает, что управленческие услуги специальных инвестиционных фондов освобождаются от НДС. В законе перечислены подпадающие под его действие фонды и предприятия, но не сами услуги. Предприятия, на которые распространяется действие закона, перечислены в ст. 44.1.d и могут, таким образом, получать услуги от своих сервисов, не оплачивая НДС.

Как уже было упомянуто, в ст. 44.1.d не дается списка услуг, которые могут быть освобождены от НДС. Однако на практике это освобождение всегда применялось очень широко. Хотя закон не дает определения понятию «управления», принято считать, что освобождение от налога распространяется главным образом на услуги, связанные с текущим менеджментом специальных инвестиционных фондов. При соблюдении некоторых условий это освобождение может быть отнесено и к обслуживанию транзакций специального инвестиционного фонда, причем этот вид услуг не подлежал бы освобождению от налога, будь они оказаны частным лицам или другим предприятиям. Это означает, что от налога могут быть освобождены наряду с управленческими услугами услуги по контролю и регулированию портфеля активов и услуги банка-депозитария.

Что касается депозитарных услуг, нужно принять во внимание недавнее дело (C169-04) банка Abbey National, рассмотренное Европейским Судом 4 мая 2006 года. Суд постановил, что попечительские услуги не являются управленческими, поскольку функции трастового агента состоят не в управлении, а в осуществлении контроля и надзора.

Согласно Циркуляру «контроль и надзор», осуществляемые депозитарными банками, с 1 апреля 2007 года подлежат обложению НДС по тарифной ставке 12%. Иные услуги, оказываемые депозитарными банками, например, обслуживание транзакций, в деле Abbey National не рассматривались.

2.6 Краткие выводы и примеры

Как было отмечено выше, Люксембургский закон о секьюритизации создает хорошую основу для операций финансирования под залог активов по разумной стоимости для предприятия. Это подтверждается отмеченным в последние годы бурным ростом рынка секьюритизации. Основные характеристики закона, обеспечивающие его успешное действие в практике бизнеса, можно сформулировать следующим образом:

- Высокая степень гибкости в отношении форм предприятия с точки зрения их организационной структуры и стоимости операций;
- Юридическая однозначность;
- Развитая система защиты от добровольного и принудительного банкротства;
- Квалифицированные поставщики услуг;
- Налоговый нейтралитет.

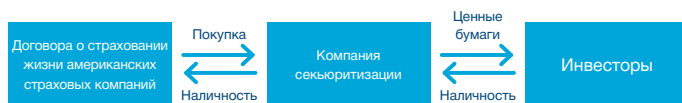
Подобная степень гибкости в практическом применении Закона была достигнута во многом благодаря пристальному изучению различных транзакций, совершенных на фондовом рынке Люксембурга со времени его принятия. Вторую главу, посвященную Закону о секьюритизации, завершают несколько примеров, иллюстрирующих наиболее характерные для Люксембургского рынка каналы секьюритизации.

Секьюритизация полисов страхования жизни

Американские страховые полисы Senior Life появляются на рынке благодаря тому, что некоторые владельцы полисов не хотят или не могут оплачивать страховые взносы. Вместо того, чтобы продавать полис страховой компании по цене ниже рыночной или дожидаться, пока он сделается недействительным и вообще потеряет стоимость, можно выбрать другой вариант, при котором он может принести владельцу доход.

С этой целью Люксембургские предприятия секьюритизации выпускают облигации под обеспечение портфеля страховых полисов. Часть поступлений от продажи облигаций используется для выкупа полисов и выплаты текущих страховых взносов.

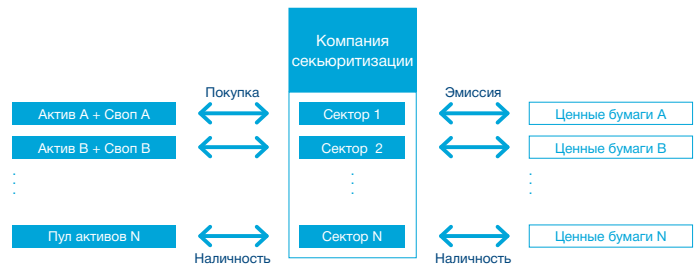
После погашения страховых взносов по выкупленным полисам все поступающие средства используются для нужд предприятия секьюритизации. Денежные поступления направляются на возмещение стоимости облигаций и начисление процентов. На приведенной ниже схеме показана типичная модель операции.



Выпуск обеспеченных сертификатов для розничной продажи

Еще одна типичная для Люксембургского рынка секьюритизации структура транзакций использует возможность выделения нескольких секторов в рамках одной компании для выпуска сертификатов, чье обеспечение приносит доход, основанный на различных факторах, таких как изменение процентных ставок, рост специализированных рынков или отраслей промышленности и т. п. Подобная сделка обычно структурируется следующим образом: каждый сектор приобретает активы с первоклассным рейтингом, например, ипотечную закладную или традиционные облигации государственного займа с фиксированной процентной ставкой. Затем компания заключает для каждого сектора соглашение о свопах на внебирже-

вом рынке ценных бумаг с целью обмена процентов, поступающих от активов, на платежи, поступающие от обеспечения выпущенных ценных бумаг. Типичная структура сделки представлена на приведенной ниже схеме.



Секьюритизация промежуточного капитала

Последний пример представляет собой эффективную структуру операции с промежуточным капиталом. В этом случае несколько малых или средних предприятий привлекают капитал путем выпуска соглашений о праве участия в прибылях (Genussrechte, права на прибыль), приобретаемые Люксембургским предприятием секьюритизации. Для финансирования покупки предприятие секьюритизации выпускает ценные бумаги с ограниченным правом регресса по упомянутому соглашению. Выпущенные ценные бумаги делятся на старшие и младшие транши, платежи по которым производятся за счет процентов и основной суммы, поступающих от обеспечения по займу. Структура сделки показана на схеме.



Часть III

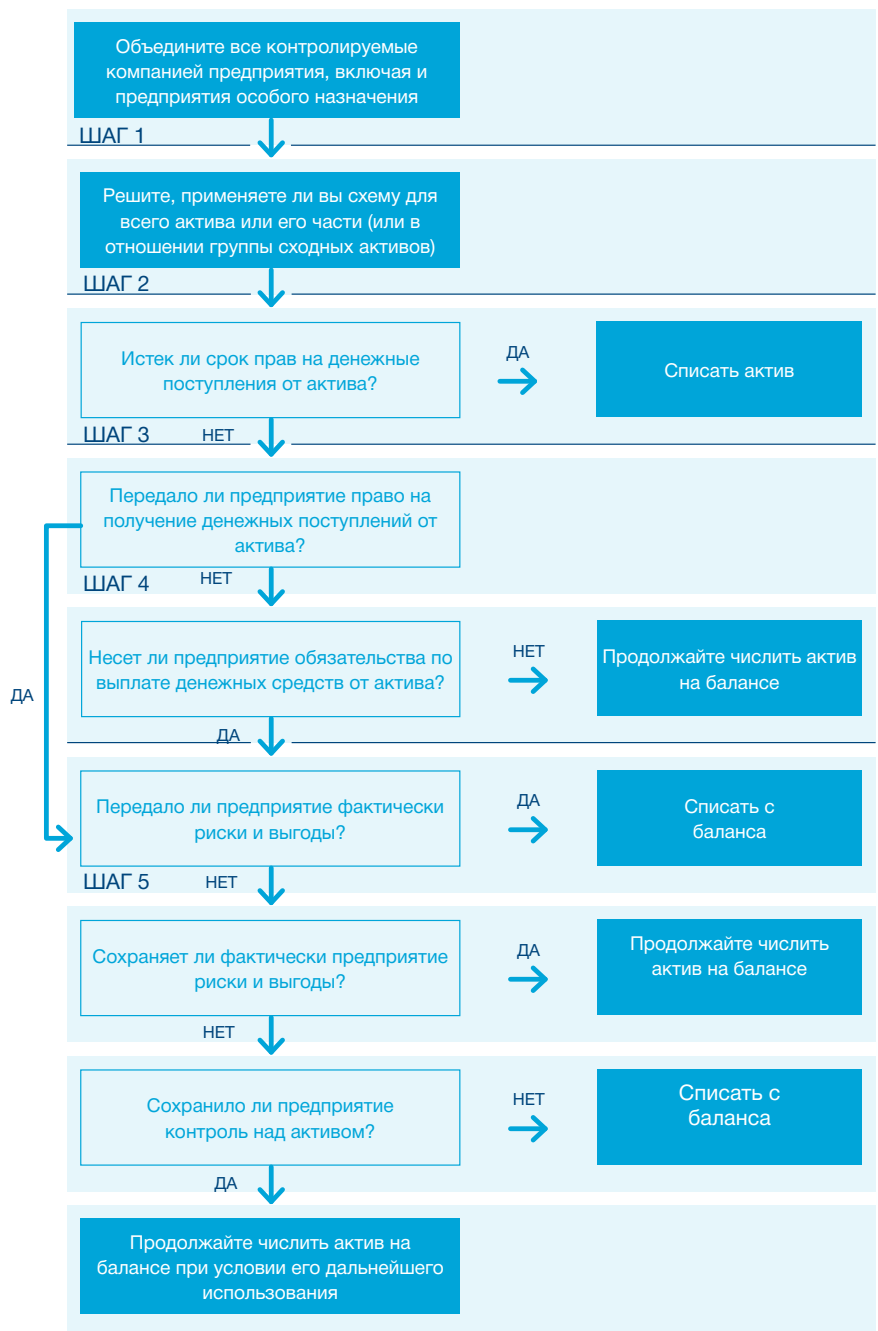
Прочие аспекты

3.1 МСФО – аспекты бухгалтерского учета и консолидации для originатора и специально созданного предприятия

3.1.1 Введение

По поводу финансовой отчетности по сделкам с ценными бумагами, обеспеченными активами, возникает немало вопросов, в основном связанных с применением IFRS, международных стандартов финансовой отчетности, действующих в Европейском Сообществе. Одним из проблемных вопросов для инициатора финансирования является консолидация активов, их отражение в отчете или списание с баланса. Консолидация по стандартам международной финансовой отчетности может создавать сложности даже для инвесторов. Но вначале мы попытаемся разобраться главные вопросы, связанные с консолидацией, учетом (и в особенности правилами списания с баланса) активов для инициатора финансирования и предприятия секьюритизации.

Правила списания с баланса финансовых инструментов определены в Международных правилах аудита (IAS 39) «Финансовые инструменты: отражение в отчетности и оценка». Правила списания с баланса резюмируются в предлагаемой ниже схеме.



Один из важнейших аспектов этих правил списания активов заключается в том, что их можно применять по отношению к объединенным в группу активам. Поэтому первым шагом в процедуре является решение вопроса, применяете ли вы схему для одного актива или нескольких.

3.1.2 Шаг 1: Консолидация специально созданного предприятия

Критерии объединения по МСФО изложены в IAS 27 «Сводный и отдельный финансовый отчет» и в SIC 12 «Стандартной классификации отраслей экономики. Консолидация предприятий особого назначения». Согласно правилам IAS (27, 12) в объединенный финансовый отчет включаются все предприятия, контролируемые материнской компанией. Поэтому первым делом следует определить, является ли предприятие, специально созданное для сделки с ценными бумагами, филиалом. Дочерней считается структура, контролируемая другим предприятием. Под контролем понимается право направлять финансовую и оперативную политику предприятия с целью получения прибыли от его деятельности.

В правилах оговорено: «Предполагается, что контроль имеет место, когда материнская компания прямо или косвенно, через свои дочерние структуры, владеет более чем половиной голосов предприятия, если только, в исключительных случаях, не может быть с очевидностью установлено, что таковое владение не создает контроля. Контроль также имеет место, если материнская компания владеет половиной или менее голосов предприятия при условии, что:

- Она имеет право на большую половину голосов в силу соглашения с другими инвесторами.
- Она имеет право, по уставу или договору, направлять финансовую или оперативную политику предприятия.
- Она имеет право назначать или снимать с должности большинство членов совета директоров или равно ему по значению руководящего органа и тем самым контролирует предприятие через этот орган.
- Она имеет половину голосов в совете директоров или другом руководящем органе, равном ему по значению, и тем самым осуществляет контроль над предприятием через этот орган».

Транзакции с ценными бумагами в большинстве случаев не отвечают этим критериям, так как специально созданное предприятие обычно является самостоятельным юридическим лицом, независимым от инициатора финансирования, а заключенные между ними

соглашения не удовлетворяют ни одному из перечисленных выше критериев.

Критерии IAS дополняют указания SIC. Если IAS при определении статуса предприятия принимает во внимание в первую очередь юридический аспект, SIC в добавление к этому разъясняет, что специально созданное предприятие может быть включено в сводный отчет, если суть его отношений с другим предприятием указывает на то, что оно контролируется этим последним. Указания на наличие такого контроля заключаются в следующем:

- Деятельность специально созданного предприятия фактически ведется от лица другой компании и преследует ее деловые интересы, так что эта компания получает прибыль от операций специально созданного предприятия.
- Фактически компания имеет полномочия на принятие решений и употребляет их на извлечение прибыли из деятельности предприятия, или же делегирует эти полномочия руководству, последовательно проводящему ее политику.
- Фактически компания имеет права на большую часть прибылей предприятия и, соответственно, может подвергаться и рискам, связанным с его деятельностью.
- Фактически компания принимает на себя большинство диверсифицируемых или имущественных рисков, связанных со специально созданным предприятием или его активами, с тем, чтобы извлечь прибыль из его деятельности.

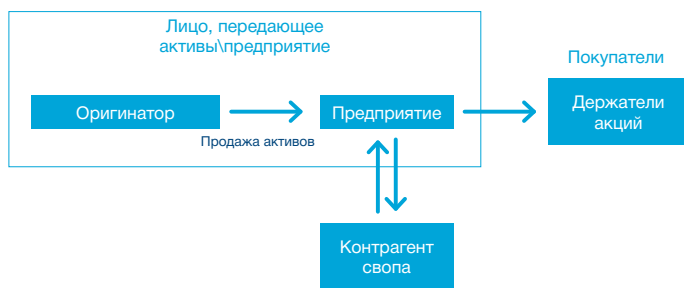
Рис. 1: Критерии включения в сводный отчет для специально созданного предприятия



Таким образом, при принятии решения о включении специально созданного предприятия в сводный отчет инициатора финансирования следует брать за основу критерии консолидации, разработанные IAS 27 и SIC 12.

Как было продемонстрировано выше, принципы списания активов должны применяться и в сводных отчетах. Это означает, что применительно к операциям с ценными бумагами можно при списании объединять в одну группу активы инициатора финансирования и специально созданного предприятия (в дальнейшем просто предприятия).

Рис. 2: Списание консолидированных активов



3.1.3 Шаг 2: Применение принципов списания ко всему активу или его части

Следующим шагом будет установление того, какие активы (или их части) следует подвергнуть тесту на необходимость списания с баланса. Тестирование применимо к следующим позициям:

- Целый актив (например, продажа, не ограниченная условиями);
- Пропорциональная доля в денежных поступлениях от актива (например, продажа 10% поступлений от основной суммы и процентов);
- Право на четко установленные денежные поступления (например, купон с устойчивым процентом);
- Полная пропорциональная доля в четко установленных денежных поступлениях (например, продажа 10% купона с устойчивым процентом).

3.1.4 Шаг 3: Истек ли срок прав на денежные поступления от актива?

Если установленные договором права на денежные поступления от актива (или его части) истекли или были утрачены, актив следует списать с баланса.

Это делается в том случае, когда заемщик уже выполнил свои долговые обязательства, уплатив всю причитающуюся сумму держателю актива, или когда обязательства заемщика по отношению к держателю актива прекращаются (например, истек оговоренный срок прав).

3.1.5 Шаг 4: Передало ли предприятие актив?

Сделка квалифицируется как передача, если предприятие передает установленные договором права на получение денежных поступлений третьей стороне или же сохраняет эти права, но берет на себя зафиксированное договором обязательство переводить денежные поступления другому лицу (по соглашению о платежах).

Тест 1: Передало ли предприятие права на получение денежных поступлений от актива?

Некоторые сделки очевидно подразумевают передачу прав другому лицу. Скажем, предприятие, которое продало финансовый актив (например, легальная продажа облигации) тем самым передало свои права на получение денежных средств от этого актива. В таком случае эта передача должна быть рассмотрена в шаге 5 с тем, чтобы определить, удовлетворяет ли она критериям списания.

Тест 2: Несет ли предприятие обязательства по выплате денежных средств от актива?

Предприятие, сохраняющее установленные договором права на получение денежных средств от финансового актива, может при этом нести договорные обязательства по передаче денежных поступлений другой (или другим) сторонам, выступая в роли платежного агента.

Такая ситуация особенно распространена в сделках с ценными бумагами, поскольку специально созданное предприятие выдает инвесторам свидетельство о праве на получение прибыли от находящихся в его собственности активов, продолжая при этом обслуживать эти активы (таким образом, активы остаются во владении предприятия).

Соглашение о платежах удовлетворяет критериям передачи при соблюдении некоторых дополнительных требований.

Тесты шага 5 применимы для списания актива с баланса, если соблюдены следующие условия:

- У предприятия нет иных обязательств по выплате денежных поступлений получателю актива, кроме накопления соответствующих денежных поступлений от переданного актива.
- Предприятию разрешено продавать или закладывать актив исключительно в качестве обеспечения денежных поступлений, выплачиваемых лицу, которому он был передан.

- Предприятие несет обязательство без существенной задержки передавать денежные поступления от актива его получателю, а также связано определенными ограничениями на его обращение в инвестициях.

Если все эти условия не соблюдены, актив остается на балансе предприятия.

3.1.6 Шаг 5: Выполнение тестов на списание

Тест 1: Передало ли предприятие фактически риски и выгоды?

Если предприятие фактически передало риски и выгоды, связанные с собственностью на актив (например, в случае не ограниченной условиями продажи актива), актив следует списать с баланса.

Факт передачи рисков и выгод определяется путем сопоставления урона, который предприятие терпит до и после передачи от колебаний в суммах и регулярности платежей, что часто случается в практике сделок. В большинстве случаев можно установить, действительно ли передача совершена, даже не прибегая к вычислениям. Если все риски и выгоды действительно переданы, актив списывается с баланса.

Если же риски и выгоды фактически не переданы, необходимо выполнить тест 2.

Тест 2: Сохраняет ли фактически предприятие риски и выгоды?

Если предприятие фактически сохраняет риски и выгоды, связанные с собственностью на актив, актив продолжает числиться на балансе предприятия.

Если после передачи актива воздействие кредитных событий на предприятие осталось неизменным, это означает, что оно фактически сохранило все риски и выгоды, связанные с собственностью на актив, и не должно списывать его со своего баланса.

Так бывает, например, в случаях, когда при продаже финансового актива заключается соглашение о кредитном свопе на все денежные потоки, снова переключившем все воздействия кредитных событий на лицо, передавшее актив.

В том случае, если предприятие не сохранило риски и выгоды, связанные с собственностью на актив, следует выполнить тест 3.

Тест 3: Сохранило ли предприятие контроль над активом?

Если предприятие не передавало актив, но при этом и не сохраняет риски и выгоды, связанные с собственностью на него, необходимо определить, сохранило ли оно контроль над активом.

Основополагающим фактором сохранения контроля является фактическая возможность продать актив. Лицо, владеющее активом, считается имеющим такую возможность, если оно может продать весь актив целиком в одностороннем порядке третьей стороне, не ограничивая эту продажу никакими условиями.

Ключевая проблема заключается в том, что именно лицо, получившее актив, может сделать это фактически, а не в соответствии с теми правами, которые записаны в договоре. Фактическая возможность продажи означает, что актив может быть продан на активном рынке, потому что в этом случае лицо, которому он был передан, может снова купить его на рынке, если понадобится вернуть его передавшему лицу.

Если актив, подлежащий возврату по первому требованию, может быть свободно куплен лицом, которому он передан, на рынке, это означает, что передавшее его предприятие утратило контроль над активом, хотя и сохранило некоторые из связанных с собственностью на него рисков и выгод.

С другой стороны, установленное договором право распоряжаться активом не может быть реализовано на практике, если не существует рынка, на котором он может быть продан.

Если предприятие утратило контроль над активом, он списывается с баланса.

Если предприятие сохранило контроль над активом, он продолжает числиться на балансе при условии его дальнейшего использования.

3.1.7 Результаты списания или невозможности списания с баланса

Списание актива с баланса – признание прибыли

При списании с баланса всего актива целиком разница между учетной стоимостью и полученным возмещением (включая прямо показанный ранее прирост или убыток капитала) заносится в отчет о прибыли.

Если с баланса списывается только часть финансового актива, прежняя учетная стоимость актива распределяется между оставшейся на балансе частью и списанной исходя из его условной стоимости в текущих ценах на дату передачи. Разница между учетной стоимостью, присвоенной списанной части актива (включая прямо показанный ранее прирост или убыток капитала, связанный с этой частью), и полученным возмещением заносится после списания в графу прибыли или убытков.

Невозможность списания финансового актива с баланса при фактическом сохранении всех рисков и выгод

Если передача актива не удовлетворяет критериям, дающим основание для его списания с баланса, сделка отражается в отчете как заем под обеспечение активом. Предприятие показывает в балансе финансовую задолженность на сумму, полученную в возмещение за переданный актив.

Если лицо, которому передан актив, имеет право продать или заложить это имущественное обеспечение, актив выделяется в особую статью балансовой ведомости (например, отданные в заем активы, заложенные ценные бумаги, долговые обязательства по выкупу).

Невозможность списания с баланса при фактическом сохранении части рисков и выгод (дальнейшее использование)

При невозможности списать актив с баланса по статье передачи и при сохранении лишь части рисков и выгод, связанных с собственностью, а также сохранении контроля над активом предприятие продолжает числить его на своем балансе при условии дальнейшего использования. Соответственно, при этом на балансе числится и задолженность. В пересмотренных правилах IAS 39 содержатся подробные указания по бухгалтерскому учету в подобной ситуации. Основным принципом состоит в том, что одновременное внесение в баланс актива и задолженности приведет к отражению в балансе полной задействованности актива либо по его текущей рыночной стоимости, если он по ней раньше числился на балансе, либо по амортизированной, если он был учтен на этом основании.

Учет задолженности должен быть согласован с учетом изменений в активе. Таким образом, если актив, подвергшийся передаче, учитывается как имеющийся в наличии для продажи, в балансовой ведомости в результате наличия актива и задолженности отражаются прирост и убыток капитала.

3.1.8 Заключение

При списании активов с баланса предприятия секьюритизации обычно сталкиваются со следующими сложностями:

- Поскольку в соответствии с нормами SIC 12 специально созданные предприятия могут быть внесены в сводный отчет, в отчете нельзя показать передачу им прав на денежные поступления. Поэтому передаче придется квалифицировать как соглашение о платежах по критериям теста 2 шага 4. Очень небольшое количество транзакций структурировано таким образом, чтобы удовлетворить этим критериям.
- Даже если структура сделки удовлетворяет критериям передачи, маловероятно, что все риски и выгоды окажутся переданными получателю актива. Следовательно таким путем полностью списать с баланса актив не удастся.
- При условии, что предприятие, передавшее актив, фактически сохраняет не все риски и выгоды (что часто соответствует действительности), тест о контроле не даст нужного результата, так как специально созданное предприятие не имеет возможности продать актив.

Из этого следует, что предприятие должно будет числить актив на своем балансе при условии его дальнейшего использования.

В приведенной ниже схеме представлены четыре возможных варианта учета в соответствии с нормами списания IAS 39.

Рис. 3: Варианты учета



3.2 МСФО – аспекты бухгалтерского учета и консолидации для инвестора

3.2.1 Введение

Проблемы сводных отчетов и бухгалтерского учета, возникающие в связи с критериями объединения по правилам IAS 27 и SIC 12, касаются не только оригинаторов и специально созданных предприятий. С ними сталкиваются также и инвесторы. В определенных обстоятельствах держателям ценных бумаг бывает необходимо консолидировать их, а не числить на своем балансе и оценивать как финансовые инструменты в соответствии с нормами IAS 39. Поскольку SIC 12 дает очень широкую дефиницию специально созданного предприятия как структуры, которая может создаваться для выполнения узких и четко определенных задач, компании без образования юридического лица, также как и секторы, в соответствии с этой дефиницией тоже могут считаться специально созданным предприятием.

3.2.2 Консолидация специально созданного предприятия или сектора

Как было показано выше, обязательным условием для консолидации является факт контроля инициатора финансирования над специально созданным предприятием или его сектором. Следовательно контроль инвестора над этим предприятием или его сектором также может служить основанием для консолидации.

Критерии SIC 12 применимы к сектору, если сектор рассматривается как отдельное специально созданное предприятие. Это означает, что каждый сектор строго ограничен от остальных. Помимо этого в многосекторных предприятиях секьюритизации встречаются ситуации, когда по одним критериям консолидации они могут быть объединены с инициатором финансирования, а по другим – с инвестором. В подобных обстоятельствах наличие контроля следует выявлять путем анализа всех определяющих его факторов применительно к каждому случаю.

Если специально созданное предприятие в рамках одного сектора выпустило несколько траншей ценных бумаг, то при анализе рисков и прибылей необходимо учитывать несколько ситуаций вероятного риска для каждого транша. Так, если 100% транша первого убытка принадлежат одному инвестору, весьма вероятно, что большинство связанных с активами рисков и прибылей придется на долю этого одного инвестора. Однако дать точный ответ на вопрос о распределении рисков и прибылей возможно лишь после обстоятельного анализа.

3.2.3 Бухгалтерский учет ценных бумаг для инвестора (без консолидации)

Если не возникает необходимости в консолидации, бухгалтерский учет и представление финансовой отчетности по выпущенным предприятием специального назначения ценным бумагам производятся по правилам IAS 39.

В соответствии с этими правилами инвестор должен вначале классифицировать ценные бумаги по четырем существующим категориям финансовых инструментов. Кроме того, следует учитывать также наличие среди ценных бумаг встроенных финансовых инструментов. По нормам IAS 39.11 встроенные финансовые инструменты должны учитываться отдельно, если:

- Экономические характеристики и риски встроенных финансовых инструментов не находятся в тесной взаимосвязи с экономическими характеристиками и рисками основного договора;
- Отдельный финансовый инструмент с теми же условиями, что и у встроенного инструмента, подходит под определение дериватива;
- Гибридная ценная бумага не оценивается по текущей рыночной цене с изменениями в стоимости, которые учитываются как прибыли и убытки.

Такие финансовые инструменты особенно часто встречаются в сделках синтетической секьюритизации, когда ценные бумаги выпускаются для передачи кредитного риска и представлены дефолтными свопами вместо платежных обязательств или облигаций, принадлежащих специально созданному предприятию. Учитывая, что по правилам IAS 39 дефолтные свопы квалифицируются как деривативы, эти финансовые инструменты должны учитываться отдельно от ценных бумаг: IAS 39 AG 30(h): «Кредитные деривативы, которые встроены в основное долговое обязательство и позволяют одной стороне (получателю) передать кредитный риск соответствующего актива, не обязательно ему принадлежащего, другой стороне (гаранту), не являются тесно связанными с основными долговыми обязательствами. Такие кредитные деривативы позволяют гаранту принимать на себя риски, сопряженные с соответствующими активами, без прямого приобретения права собственности на эти активы».

Таким образом, для соблюдения всех норм отчетности, предусмотренных МСФО, в вопросе консолидации, сохраняющем свою актуальность и при отдельных отчетах, необходим пристальный анализ характеристик каждой ценной бумаги.

3.3 Базель II

Базель II – это широко распространенное название для новых базовых положений о достаточности капитала, которые обязательны для исполнения органами контроля банковской деятельности во всем мире. Эти положения обрели свою законченную форму в Директиве ЕС о достаточности капитала. Во исполнение Директивы Люксембургская Комиссия по надзору за финансовым сектором опубликовала циркуляр 2006/273. Ссылаясь в дальнейшем изложении на эти основополагающие нормативные акты, мы будем называть их Базель II.

Базовые положения Базель II строятся на трех основных принципах. Первый из них, а именно Требования к минимальному капиталу, устанавливает методы исчисления достаточного капитала. Учитывая, что нормативные положения Базель II разработаны исходя скорее из экономического смысла транзакций, нежели из их организационно-правовой формы, в главах, посвященных Принципу I, уделено большое внимание количественному аспекту, который подкреплен качественным анализом.

Принцип II, Процесс надзора и контроля, определяет по большей части качественные параметры и наделяет органы контроля банковской деятельности достаточно высокими полномочиями для обеспечения соблюдения норм Базель II.

Принцип III, Рыночная дисциплина, имеет своей целью повысить степень прозрачности открытой банковской отчетности. Он требует от банков предоставления количественной и качественной информации о методах, которыми достигается соответствие нормам достаточности капитала.

Базель II о секьюритизации

Требования к капиталу при сделках с ценными бумагами были одним из самых сложных вопросов при разработке новых норм. Комитет по подготовке Базельского соглашения выпустил немало публикаций, посвященных только этой теме, а в заключительном общем тексте соглашения есть разделы, трактующие исключительно вопросы секьюритизации. Выработанные в Базеле положения обрели законченную форму в изданной Европейской Комиссией Директиве о достаточности капитала и проводятся в жизнь Комиссией по надзору за финансовым сектором, наделенной в Люксембурге всеми властными полномочиями для внедрения в практику пересмотренных требований к капиталу.

Обзор основных норм Базель II применительно к секьюритизации

Принцип I – требования к минимальному капиталу при секьюритизации активов

Эта часть наиболее значима в плане формирования капитала при транзакциях с ценными бумагами, так как в ней подробно рассматриваются как количественные, так и наиболее важные качественные характеристики (то есть оперативные требования), которые следует принимать во внимание, просчитывая минимальный капитал для сделки.

В этой же части представлены два краеугольных камня, заложенные в основу всех нормативных положений. Они заключаются в следующем:

а) Подход с позиций «экономического смысла»

Как уже упоминалось, в основе общей концепции Базель II лежит скорее понятие экономического смысла, нежели организационно-правовая форма предприятия. На том же принципе строится и анализ сделок с ценными бумагами.

Не будет, однако, лишним еще раз подчеркнуть следующее: объявляя «экономический смысл» главным принципом, заложенным в основу нормативных требований, Базель II, как представляется (даже если это прямо не высказано), считает определяющими факторами секьюритизации активов только передачу рисков и финансирование посредством выпуска ценных бумаг, не принимая при этом во внимание другие механизмы транзакции и их влияние на действия инициатора финансирования. Тем не менее формулировка нормативных положений оставляет возможность достаточно гибкой интерпретации и учета остальных факторов в практической работе органов надзора.

б) Широкая трактовка рисков

На начальных стадиях разработки Базель II главное внимание уделялось роли банков. В окончательном документе угол зрения несколько сместился в сторону рисков, обусловленных подверженностью предприятия воздействию разнообразных факторов.

Практическая оценка факторов риска при операциях с ценными бумагами производится на очень широкой основе и безусловно выходит за рамки кредитного риска. В нее включается учет структурных элементов (таких как досрочное погашение долга, банковские требования погашения краткосрочной задолженности

в конце года), а также коммерческих аспектов, например, скрытая поддержка ценных бумаг. Такой подход вполне согласуется с концепцией «экономического смысла».

В нормативных положениях транзакции с ценными бумагами тоже подразделяются на две группы: «традиционная секьюритизация» и «синтетическая секьюритизация».

Традиционная сделка секьюритизации активов определяется как структура, в которой денежные потоки от заложенного пула позиций риска (активов) употребляются для обслуживания как минимум двух групп риска, или траншей с разной степенью кредитного риска. Выплаты инвесторам зависят от продуктивности заложенных в сделку позиций риска. Младшие транши ценных бумаг принимают на себя убытки, в то время как платежи по ценным бумагам более высокой категории не прекращаются, хотя по существу субординированная структура сделки предполагает в первую очередь приоритетное право старших долей на средства, вырученные от ликвидации предприятия.

Особенность синтетической секьюритизации заключается в том, что кредитный риск, связанный с заложенными в сделку позициями риска, полностью или частично передается посредством использования обеспеченных покрытием (например, кредитные авизо) или не обеспеченных покрытием (например, дефолтный своп) кредитных деривативов или гарантий, которые страхуют от кредитного риска портфеля.

Для обоих типов транзакций в основном документе разработаны критерии, по которым оценивается значимость сделки и передача рисков.

Еще одно важное определение, данное в документе, – банк, иницирующий финансирование. Обычно это банк, прямо или косвенно порождающий заложенные в сделку позиции риска. В соответствии с этим определением банк, иницирующий финансирование, может также выступать в роли «банка-спонсора» в сделках с коммерческими бумагами, обеспеченными активами. Как правило, в такого рода операциях банк не стремится создавать активы, а предпочитает предоставлять гарантии (обычно на вспомогательном уровне повышения кредитного качества) на всех этапах транзакции.

Оперативные требования

Для определения достаточного капитала банк, иницирующий финансирование, должен учитывать де-

тально разработанные оперативные требования. Эти требования подразделяются на разные категории: для традиционных сделок секьюритизации, для синтетических сделок, для банковских требований погашения задолженностей, для разверстки кредитных взносов и для выведения рейтингов. Первые три требования по существу направлены на то, чтобы обеспечить передачу рисков и предупредить их возможное возвращение инициатору финансирования. Последние два имеют целью гарантировать надежность рейтинга.

С принципиальной точки зрения эти требования совершенно ясны. Однако в формулировках имеется немало терминов, которым не дано однозначного толкования, что может привести к субъективной интерпретации.

Оценка рисков капитала

Для банков подход к рискам капитала сводится к тому, что предпочтительней подвергнуть риску капитал, нежели сократить масштаб операций. На этой основе можно провести четкое разграничение между банком, иницирующим финансирование, и инвестором. Для инвестора, напротив, может быть приемлемой степень риска в 350% (в соответствии со стандартами оценки рисков категория 4, подробнее см. ниже), но при этом совершенно неприемлемы вычеты из капитала.

Банки отвечают своим капиталом по всем рискам операций с ценными бумагами, включая те, которые обусловлены:

- Обеспечением факторов снижения риска в сделках секьюритизации активов.
- Инвестициями в ценные бумаги, обеспеченные активами.
- Приобретением субординированного транша ценных бумаг.
- Продлением кредита для поддержания ликвидности.
- Предоставлением поддержки кредитного качества или скрытой поддержки ценных бумаг.
- Выкупом ценных бумаг.

В целом, банк может определить требования к своему минимальному капиталу, исходя из двух позиций:

а) стандартного подхода; и б) подхода на основе использования внутренней рейтинговой системы. Для оценки портфеля активов в обязательном порядке применяется тот же подход, который был выбран банком для определения требований к капиталу. Иными словами, если, например, в транзакции с ипотечными ценными бумагами банк применил стандартный подход в оценке своего портфеля ипотечных закладных,

числящихся на балансе в его книгах учета, то во всех дальнейших операциях банка с ипотечными ценными бумагами должен применяться тот же подход. В некоторых случаях в сделке с ценными бумагами задействован не один тип портфеля ценных бумаг. Для подобной ситуации требования Базель II выражены предельно четко: следует применять подход, использованный для оценки основного портфеля.

а) Стандартный подход

Стандартный подход состоит в определении количества отягощенных риском активов по таблице, которая приведена в нормативном документе. Итак, для активов, квалифицируемых по 4-й категории кредитного качества и ниже, возможны различные степени риска, колеблющиеся между 20% и 350%. Активы, кредитное качество которых оценивается ниже 4-й категории, подлежат полному выведению из капитала. Составление таблиц внешних рейтингов по категориям кредитного качества, установленным Директивой о достаточности капитала, находится в ведении государственных органов контроля банковской деятельности, в Люксембурге это контролирует Комиссия по надзору за финансовым сектором.

Стандартный подход с использованием внешнего рейтинга

Степень риска в зависимости от внешнего рейтинга актива					
Рейтинг по краткосрочным обязательствам:					
Кредитное качество	1	2	3	Остальные	
Степень риска	20%	50%	100%	1250%	
Рейтинг по долгосрочным обязательствам:					
Кредитное качество	1	2	3	4	5 и ниже
Степень риска	20%	50%	100%	350%	1250%

Когда речь идет об активе, степень его рисков оценить несложно, потому что она отражается в его балансовой стоимости. Однако для других позиций риска придется проводить гораздо более сложный анализ. Это касается, например, позиций второго убытка, кредита для поддержания ликвидности, кредита в налично-денежной форме или соглашения о досрочном погашении задолженности. Такие позиции можно оценить по стандартной таблице, конвертировав их в активы с помощью кредитных коэффициентов конверсии.

б) Использование внутренней рейтинговой системы

В рамках рейтингового подхода возможны два способа исчисления: 1) использование рейтинговой системы (RBA) и 2) применение контрольной формулы (SFA) или внутренней рейтинговой системы (IAA). Верхний предел необходимого минимального капитала при секьюритизации не превышает того уровня, который был бы определен для заложенных в сделку активов, если бы они не служили обеспечением ценных бумаг.

Эти два метода имеют разные объекты приложения: внутренняя рейтинговая система должна применяться по отношению ко всем позициям риска, у которых в явной или имплицитной форме наличествуют параметры рейтинга. Для всех остальных позиций риска применяется контрольная формула или метод внутренней оценки.



Оценка по рейтинговой системе (RBA) имеет определенное сходство со стандартным подходом с тем лишь исключением, что таблицы, по которым определяется рейтинг, намного сложнее, а степень риска здесь определяется не только рейтинговой категорией, но еще и степенью неоднородности заложенного в сделку пула активов и субординацией ценных бумаг. В целом это означает, что при секьюритизации активов позиции, обеспеченные пулом розничной торговли, с точки зрения привлечения капитала должны рассматриваться как менее выигрышные, нежели выпуск ценных бумаг под крупномасштабные однородные пулы активов.

Контрольная формула (SFA) представляет собой комплексную методику для оценки не подлежащих рейтингу факторов риска, что отчетливо сформулировано в базовых положениях. Ее можно несколько упростить применительно к определенным пулам активов. Она основана на вводе данных по пяти позициям; для при-

менения формулы инициатор финансирования должен предоставить следующую информацию:

- Капитал, исчисленный по внутренней рейтинговой системе без учета секьюритизации активов;
- Уровень кредитного качества транша;
- Плотность транша;
- Количество позиций риска в пуле;
- Средняя величина убытка по позициям риска в случае дефолта.

Учитывая сложность контрольной формулы, можно предположить, что многие банки предпочтут скорее полностью вывести из капитала не поддающиеся рейтингу позиции риска, чем собирать данные, необходимые для ее применения. Маловероятно также, что банк, иницирующий финансирование, захочет поделиться некоторыми сведениями, необходимыми для использования формулы, с инвестиционным банком. Поэтому инвестиционный банк, скорее всего, предпочтет вывести эти позиции риска из своей капитальной базы.

Применение внутренней рейтинговой системы ограничивается факторами риска, возникающими при операциях с краткосрочными коммерческими векселями, и подчинено ряду оперативных требований. Для использования этого метода банк должен преобразовать свою внутреннюю систему оценки рисков, заложенных в операции с коммерческими бумагами, в эквивалентные параметры внешнего рейтинга, установленные официально признанным рейтинговым учреждением.

Принцип II – функции надзора и контроля при сделках с ценными бумагами

Этот раздел основных положений о достаточности капитала следует рассматривать как дополнение к оперативным требованиям, сформулированным в Принципе I. Кратко резюмируя его содержание, можно сказать, что он обеспечивает государственным органам надзора возможность корректировать или вносить уточнения в исчисление минимального капитала с учетом специфики каждой конкретной транзакции с ценными бумагами и любых факторов, которые не стали предметом детального рассмотрения в основополагающем документе.

Принцип III – требования к раскрытию информации

Поскольку позиции секьюритизации составляют часть подверженных риску активов, банки должны предоставлять по ним информацию, касающуюся:

- Задач банка в операциях секьюритизации, включая степень передачи рисков другим лицам.
- Функций банка в транзакциях с ценными бумагами.
- Применяемых банком подходов к формированию регулятивного капитала.
- Учетной политики.
- Рейтингового агентства, услугами которого банк пользуется при операциях секьюритизации.
- Совокупного количества находящихся в обращении активов, служащих обеспечением ценных бумаг.
- Общего количества задействованных в операциях с ценными бумагами ослабленных активов или активов, по которым просрочены выплаты.
- Показанных банком убытков.
- Суммарного количества позиций секьюритизации, сохраняемых или приобретенных банком, и связанных с ними начислений на основной капитал, рассчитанных на основе внутренней рейтинговой системы и стандартного подхода.
- Краткого отчета об операциях с ценными бумагами, осуществленных в текущем году.

Заключение

Положения соглашения о достаточности капитала Базель II и введение в действие новых директив, регулирующих операции с ценными бумагами, впервые дали возможность органам государственного надзора разработать исчерпывающий корпус правил и нормативных актов, в котором учтены различные структуры транзакций и функции банков. Эти правила составлены с учетом неодинакового уровня информированности и опыта банков в транзакциях с ценными бумагами. Кроме того, они обладают достаточной гибкостью, чтобы принять во внимание специфические черты таких сделок и особенности кредитования в операциях секьюритизации.

Однако, учитывая множество вариантов структурирования подобных операций, трудно рассчитывать, что для всех них в правилах найдутся детально разработанные инструкции. Возникающие по этому поводу вопросы должны стать предметом обсуждения в банках и государственных органах надзора.

3.4 Законодательные акты по борьбе с отмыванием денег

По мере того как возрастает риск использования различных структур бизнеса для отмывания денег или финансирования террористических организаций, законодатели испытывают все более серьезный прессинг в связи с давно назревшей необходимостью создать легальные основы для борьбы с этими явлениями.

Для многих руководителей в наше время забота о репутации предприятия и желание избежать столкновений с законом играют далеко не последнюю роль.

В последние годы было принято немало нормативных актов, направленных на борьбу с отмыванием денег и финансированием терроризма и предусматривающих превентивные меры против использования в этих целях финансовых структур. Свидетельство тому – Законы от 11 августа 1998 года, 12 августа 2003 года 12 ноября 2004 года, а также циркуляр Комиссии по надзору за финансовым сектором за номером 05\311. Этот документ, раскрывающий смысл перечисленных выше нормативных актов, логично и сжато суммирует все основные руководящие указания и инструкции, касающиеся выполнения профессиональных обязательств. Действие нормативных актов распространяется на все организации финансового сектора, а также страховые компании, нотариальные конторы, аудиторские компании, казино, адвокатские бюро, агентства по торговле недвижимостью, финансовых консультантов и лиц, торгующих товарами повышенной ценности.

Однако при ближайшем рассмотрении сферы применения нормативных актов по борьбе с отмыванием денег и финансированием терроризма нетрудно заметить, что в них не упоминаются каналы секьюритизации Люксембурга. Дело в том, что согласно ст. 2 (1) No. 7 Закона по борьбе с отмыванием денег от 12 ноября 2004 года из списка предприятий финансового сектора, данного в ст. 13 (2) Закона от 5 апреля 1993 года, выведены две последние позиции. В результате предприятия секьюритизации не попадают в сферу действия нормативных актов по борьбе с отмыванием денег и, следовательно, не обязаны называть имя действительного собственника.

При этом, однако, многим лицам, поставляющим услуги предприятию секьюритизации, таким как агенты по регистрации, платежные агенты, аудиторы и др., нормы закона по борьбе с отмыванием денег вменяют в обязанность устанавливать личность действительного собственника предприятия секьюритизации, его деловые связи и происхождение денежных средств. Так, например, закон от 31 мая 1999 года обязывает компании, зарегистрировавшие свои офисы по юридическим адресам третьих лиц, производить регистрацию через агента с заключением договора. Циркуляр 01\29 Комиссии по надзору за финансовым сектором предусматривает необходимый минимум информации, требуемой при заключении договора. В соответствии с требованиями на агента возлагается обязанность указать состав совета директоров, акционеров ком-

пании и действительных собственников предприятия (собственников-бенефициариев), контролировать проведение сделок и сверять имена установленных лиц с черным списком.

Кем обычно являются собственники-бенефициарии предприятий секьюритизации?

Обычно предприятия секьюритизации учреждаются с минимальным уставным капиталом, как правило составленным из взносов различных общественных учреждений, вроде благотворительных фондов или датских Stichtings. Совершенно очевидно, что эти организации не являются действительными собственниками и пользователями активов и денежных потоков предприятия.

Фактические собственники-бенефициарии в сделках секьюритизации – это чаще всего инвесторы, которые предоставляют фонду средства для приобретения активов, обеспечивающих их ценные бумаги. Процентные выплаты и возмещение основной суммы осуществляются за счет денежных потоков, поступающих от активов, и эти же инвесторы принимают на себя риски и получают прибыли от сделки. В обязанности «платежного агента» обычно входит передача поступающих денежных средств инвесторам. Во многих транзакциях поступающие от активов денежные средства передает предприятию секьюритизации Ответственный Хранитель. В роли этих поставщиков услуг выступают обычно кредитно-финансовые учреждения, которые находятся под контролем органов государственного надзора или действуют в рамках профессиональных обязательств, предписанных законодательством Люксембурга по борьбе с отмыванием денег или, в других странах, Международной группой по борьбе с финансовыми злоупотреблениями (ФАТФ).

На приведенной ниже схеме показано движение финансовых потоков при типичной сделке с ценными бумагами.



3.5 Директива ЕС о проспекте эмиссии\ регистрация ценных бумаг на бирже Люксембурга

3.5.1 В каких случаях публикуется проспект эмиссии?

После того, как разработана структура транзакции, возникает вопрос о размещении ценных бумаг. Необходимость опубликования проспекта определяется способом размещения, то есть зависит от контингента потенциальных инвесторов, размещения в инвестиционные учреждения или в розничной продаже, продажи в одной стране или во всех европейских странах, а также от того, требуется ли для данного типа ценных бумаг регистрация на регулятивном рынке.

Требования к публикации проспекта эмиссии изложены в Директиве Европейского Сообщества о проспекте эмиссии 2003/71/ЕС и сформулированы применительно к законодательной системе Люксембурга в Законе о проспекте эмиссии ценных бумаг, обеспеченных активами, от 10 июля 2005 года. Издание Директивы преследовало следующие основные цели:

- Внести единообразие в требования к отражению необходимой информации для выдачи единого паспорта ЕС. Таким образом, проспект эмиссии, получивший официальную апробацию в одном из государств ЕС, будет действителен во всех остальных.
- Выработать условия, обязательные для соблюдения всеми эмитентами ценных бумаг при предоставлении информации.
- Определить необходимый минимум информации, касающейся разных финансовых инструментов.
- Обеспечить всем заинтересованным сторонам доступ к проспектам эмиссий.

В законе о проспекте эмиссии установлено три разных правовых режима для эмитентов, выпускающих ценные бумаги для открытого размещения и/или для регистрации ценных бумаг. Прежде чем приступить к детальному рассмотрению этих режимов, необходимо остановиться на понятии «открытого размещения». Согласно определению, данному в Законе об эмиссии, по существу любое предложение ценных бумаг более чем одному лицу будет квалифицироваться как открытое размещение и, следовательно, потребует опубликования проспекта эмиссии. Однако в ст. 5 (2) приведен перечень форм размещения, при которых проспект эмиссии не обязателен:

- Предложение ценных бумаг только профессиональным инвесторам и/или;

- Предложение ценных бумаг менее чем 100 физическим или юридическим лицам, не являющимся профессиональными инвесторами, в странах европейского сообщества или государствах – членах европейской экономической зоны и/или;
- Размещение у инвесторов, которые подписываются как минимум на сумму по 50.000 евро на каждого и/или;
- Размещение ценных бумаг номинальной стоимостью как минимум 50.000 евро и/или;
- Размещение выпуска ценных бумаг, общая номинальная стоимость которых составляет менее 100.00 евро.

Для краткости все эти типы размещения мы будем в дальнейшем называть «закрытым размещением». Размещение ценных бумаг через посредство финансово-кредитной организации требует опубликования проспекта эмиссии в том случае, если ни одно из перечисленных выше условий не было соблюдено. Никаких других требований, предъявляемых к закрытому размещению, в тексте закона не содержится. В отношении информации, которая должна быть предоставлена потенциальным инвесторам при закрытом размещении ценных бумаг, закон лишь указывает, что они должны получить всю существенную информацию. При этом нет никаких указаний на то, какая информация считается «существенной». Исходя из требований, предъявляемых к проспекту эмиссии, логично предположить, что при закрытом размещении потенциальный инвестор должен получить в меморандуме закрытого размещения всю необходимую информацию, позволяющую вынести обоснованную оценку предлагаемым ценным бумагам.

В отличие от закрытого размещения, любое лицо, намеревающееся произвести открытое размещение ценных бумаг в Люксембурге, обязано заблаговременно уведомить об этом Комиссию по надзору за финансовым сектором и опубликовать проспект эмиссии (или, если обстоятельства это допускают, упрощенный вариант проспекта), который выносится на утверждение Комиссии. Как уже было сказано, Законом о проспекте эмиссии установлено три правовых режима.

В первом правовом режиме осуществляется «открытое размещение», проходящее по установленным Директивой о проспекте эмиссии правилам. Выпущенные акционерной компанией ценные бумаги получают допуск к продаже на регулятивном рынке, каковым в Люксембурге является Люксембургская фондовая биржа. В таких случаях Комиссия по надзору за финансовым сектором наделена властными полномочиями для проведения в жизнь положений Закона. Это означает, что проспекты эмиссии и все приложения к

ним подлежат утверждению Комиссией в тех случаях, когда Люксембург является отечественным государством предприятия-эмитента. Заполнение документов и объявления в печати также входят в сферу компетенции Комиссии. Если необходима регистрация на регулируемом рынке другого государства ЕС, Комиссия также имеет полномочия на утверждение проспекта эмиссии (выдача единого европейского паспорта).

Проспект должен включать все существенные данные о предприятии-эмитенте и о предлагаемых для размещения ценных бумагах, с тем, чтобы инвесторы могли вынести обоснованное суждение об активах и обязательствах, финансовом положении, прибылях и убытках, а также перспективах эмитента, о его поручителях и правах держателей ценных бумаг. Вся информация должна быть изложена в ясной, доступной для понимания и анализа форме. Помимо этого, в проспекте должно иметься резюме, в сжатой форме обобщающее информацию об основных характеристиках и рисках предприятия-эмитента, его гарантиях и ценных бумагах, если только речь не идет о продающихся оптом долговых бумагах. Для упрощенного варианта проспекта, как будет показано ниже, резюме не требуется.

Второй правовой режим установлен для открытого размещения ценных бумаг и иных финансовых инструментов сходного назначения, не подпадающих под действие Директивы о проспекте эмиссии. Для таких ценных бумаг составляются упрощенные варианты проспекта эмиссии. В эту категорию включаются следующие ценные бумаги: (i) ценные бумаги, выпущенные государствами – членами ЕС, их местными органами власти, органами местного самоуправления или относящимися к ним предприятиями; (ii) «малые» эмиссии (на общую сумму менее 2.5 миллионов евро) и некоторые долговые ценные бумаги, выпущенные кредитно-финансовыми учреждениями, на общую сумму менее 50 миллионов евро); (iii) инструменты денежного рынка со сроками погашения менее 12 месяцев с момента выпуска. Как и при первом правовом режиме, Комиссия по надзору за финансовым сектором наделена властными полномочиями для утверждения упрощенных вариантов проспекта эмиссии и всех сопутствующих документов.

Упрощенные варианты проспекта эмиссии не получают единого европейского паспорта. Согласно закону эти проспекты подлежат апробации на Люксембургской фондовой бирже, которая также наделена полномочиями для их допуска к продаже на регулируемом рынке, то есть на упомянутой Люксембургской фондо-

вой бирже. Упрощенный вариант проспекта эмиссии также должен содержать информацию, необходимую для того, чтобы инвесторы могли вынести обоснованное суждение о предполагаемых вложениях.

Третий правовой режим предусмотрен для ценных бумаг, имеющих допуск к продаже на рынке, не внесенном в официальный список регулятивных рынков Европейской Комиссии. Их допуск на Люксембургский регулятивный валютный рынок, Euro MTF, также находится в компетенции Люксембургской фондовой биржи.



3.5.2 Рынки капиталов Люксембурга

Закон о проспекте эмиссии обеспечивает гибкую основу для возможностей финансирования через два типа рынков капиталов, а именно путем регистрации на Люксембургской фондовой бирже или на регулируемом валютном рынке, Euro MTF.

Регулятивный валютный рынок отвечает потребностям в привлечении капитала тех эмитентов, для которых важны надежные легальные основы транзакций, но не требуется единый европейский паспорт, выдаваемый при регистрации по Закону о проспекте эмиссии.

Этот рынок не входит в сферу применения Директивы ЕС о проспекте эмиссии и Европейской директивы о прозрачности финансовых рынков. Поэтому он является еще и хорошей альтернативой размещения для тех эмитентов, которые не предоставляют финансовую информацию в соответствии с требованиями МСФО или других аналогичных стандартов финансовой отчетности. Для регистрации на главном регулируемом рынке, как и на валютном регулируемом рын-

ке, не существует никаких ограничений относительно типа ценных бумаг. В зависимости от избранного рынка эмитенты должны удовлетворять ряду различных требований. На обоих рынках заключаются официальные листинговые соглашения.

На приведенной ниже схеме показаны все преимущества и недостатки обоих рынков.

	Регулятивный рынок ЕС Биржа Люксембурга	Регулятивный валютный рынок Euro MTF
Основные преимущества	<ul style="list-style-type: none"> • Единый европейский паспорт при размещении ценных бумаг более чем в одной стране ЕС • Более гибкие критерии соответствия с учетом законодательства разных стран ЕС 	<ul style="list-style-type: none"> • Необязательность выполнения требований МСФО или аналогичных стандартов финансовой отчетности • Менее жесткие требования к предоставлению финансовой отчетности. • Постоянный контроль, осуществляемый Люксембургской фондовой биржей для соблюдения ее норм и правил
Основные недостатки	<ul style="list-style-type: none"> • Ужесточение требований к содержанию и регулярности финансовой отчетности с введением в действие Директивы о прозрачности 	<ul style="list-style-type: none"> • Отсутствие единого европейского паспорта

3.6 Права и обязанности совета директоров

Закон о секьюритизации не дает отдельного определения прав и обязанностей членов совета директоров компаний секьюритизации или управленческих компаний, руководящих фондами секьюритизации. Поэтому их полномочия и ответственность определяются общими правилами, установленными Законом о коммерческой компании, гражданским правом и, конечно, учредительными документами самих компаний. Главная обязанность директоров заключается в принятии всех необходимых и эффективных мер в рамках данных им законом и общим собранием акционеров полномочий для выполнения стоящих перед компанией задач. Директора должны представлять компанию во всех взаимоотношениях с третьими сторонами и перед лицом закона. Повседневное руководство делами компании и представительские функции могут единолично или коллегиально осуществлять один или несколько директоров (руководители, менеджеры или дру-

гие сотрудники). При проведении транзакции директора утверждают и подписывают все документы по сделке. Поэтому они обязаны хорошо разбираться в структуре и финансовых потоках предприятия и всем пакете заложенных в сделку документов, чтобы обеспечить соответствие проводимых операций разработанной структуре транзакции. Для этого они должны постоянно поддерживать связь с инициатором финансирования, трастовым агентом и юристами. Совет директоров также несет ответственность за подготовку годовых финансовых отчетов, а в случае необходимости – и промежуточной отчетности. Это требует постоянного контакта с банком, управляющим денежными средствами, сервисером, а также с аудиторами, обслуживающими предприятие секьюритизации. Для ведения бухгалтерских книг предприятия директора должны хорошо разбираться в различных принятых принципах бухгалтерского учета, таких как МСФО, местных ОППБУ (общепринятые принципы бухгалтерского учета в определенной стране), а также ОППБУ США и Великобритании.

Совет директоров наделен определенными правами по отношению к общему собранию акционеров: он может созвать общее собрание или отложить назначенное общее собрание на 4 недели. На директорах лежит также ответственность за бюджетно-налоговую политику предприятия (подготовка налоговой декларации, уплата налогов и т. д.)

Директора несут ответственность за предприятие перед лицом закона. Они в полной мере отвечают за нарушение законодательных предписаний или действующих правовых норм. Согласно закону директора обычно несут ответственность за любой ущерб, повлекший неблагоприятные последствия для компании и третьих лиц и причиненный в результате нарушений закона от 10 августа 1915 года или Устава Общества. Помимо этого директора отвечают за все возможные ошибки и недостатки в управлении предприятием, если их было возможно избежать. Их ответственность определяется также Люксембургским законом о торговле (например, в случае банкротства) и гражданским правом Люксембурга (в отношении ущерба, причиненного третьим лицам).

Часть IV

Глоссарий

Арбитражные сделки:
Секьюритизации – это операции, при которых активы приобретаются у разных оригинаторов или на рынке с последующим выпуском ценных бумаг для извлечения прибыли за счет разницы между средней выручкой от активов и средней процентной ставкой по долговым обязательствам.

Коммерческие бумаги, обеспеченные активами, краткосрочные коммерческие векселя (АВСР):
Операции, при которых краткосрочные платежные обязательства (например, счета покупателей и заказчиков) формируются в пул специально созданным предприятием. Затем предприятие выпускает краткосрочные коммерческие векселя (как правило, со сроком погашения от 90 до 180 дней), которые называются коммерческими бумагами, обеспеченными активами. Предприятие может быть образовано для одноразовой продажи краткосрочных коммерческих векселей или для серии таких продаж (предприятие многократной программы АВСР).

Asset-Backed Securities (ABS):
ценные бумаги, обеспеченные активами. Это ценные бумаги, обычно выпускаемые специально

созданным предприятием под обеспечение активов, а не платежных обязательств. Такие финансовые инструменты называются ценными бумагами, обеспеченными активами.

Back-up servicer: резервный сервисер. Обычно инициатор финансирования (оригинатор) берет на себя обслуживание сделки. Однако в определенных, заранее оговоренных соглашением условиях, специально созданное предприятие получает право на замену оригинатора резервным сервисером.

Bankruptcy-Remote:
защищенный от добровольного или принудительного банкротства. Говорится о предприятии, у которого с очень низкой степенью вероятности могут возникнуть причины для добровольного объявления себя неплатежеспособным и которое не рискует подвергнуться процедуре принудительного банкротства в результате искового заявления кредиторов третьей стороны.

Beneficial interest: бенефициарный интерес, право бенефициара на получение прибыли. В отличие от правового интереса, бенефициарный означает право действительного собственника на получение прибыли без юридических к тому оснований. В

сделках секьюритизации законным собственником платежных обязательств\денежных потоков или правом вступить во владение собственностью, предложенной в качестве обеспечения (обеспечительный интерес), является специально созданное предприятие или доверительный фонд, извлекающие прибыль для инвесторов. Это значит, что бенефициарами являются инвесторы и бенефициарный интерес принадлежит именно им.

Cash collateral: обеспечение в виде наличных денег. При сделках секьюритизации оригинатор должен внести в специально созданное предприятие в качестве депозитного обеспечения определенную сумму наличных денег для повышения его кредитоспособности по отношению к инвесторам. Этот депозит не должен использоваться предприятием для приобретения активов у оригинатора.

Cash Collateral Account (CCA):
накопительный гарантийный счет. Это резервный фонд, который обеспечивает кредитную поддержку транзакции. Средства, числящиеся на этом счете, обычно ссужает эмитенту третья сторона, которой, как правило, является банк, выдающий аккредитивы по соглашению о предоставлении ссуды.

Cash flow waterfall: каскад денежных потоков.

Правило, согласно которому поступающие к эмитенту денежные потоки используются после покрытия всех издержек на обслуживание долга, то есть выплаты держателям ценных бумаг разных категорий, выпущенных в ходе сделки.

Clean up buyback or call: очистка баланса путем выкупа активов. Опцион, дающий право оригинатору выкупить у предприятия неоплаченные активы, когда основная сумма долга по существу погашена. Этот опцион обычно выполняется, когда остаток выплаты по основной сумме составляет менее 10% от изначальной суммы долга.

Collateral: обеспечение. Это заложенные в сделку ценные бумаги, ипотечные закладные или активы, обеспечивающие ценные бумаги или кредитование. В сделках секьюритизации это означает денежные потоки.

Collateral manager: распорядитель имуществом. Он управляет имуществом, которое регулярно приобретается и продается предприятием секьюритизации (особенно распространенная функция в арбитражных сделках).

Collateralised Bond Obligations (CBO): облигация, обеспеченная другими ценными бумагами. Обычно это структурированные облигации, обеспеченные портфелем обязательств государственного займа, переданных оригинатором или приобретенных на рынке с целью их секьюритизации.

Collateralised Debt Obligations (CDO): обеспеченные долговые обязательства. Обиходное название облигаций, обеспеченных ценными бумагами или обеспеченных заемных обязательств.

Collateralised Fund Obligations (CFO): обеспеченные облигации хеджевых фондов. Структурированные облигации, обычно обеспеченные портфелем фонда рискованного инвестирования или акциями инвестиционного фонда, переданными предприятию оригинатором или приобретенными на рынке для последующей секьюритизации.

Collateralised Loan Obligations (CLO): ценные бумаги, обеспеченные заемными обязательствами. Как правило, структурированные облигации, выпущенные под обеспечение портфеля займов, переданных предприятию

оригинатором или приобретенных на рынке для секьюритизации.

Collateralised Mortgage Obligations (CMO): обеспеченное ипотечное обязательство.

Транзакция, в которой приток денежных средств, получаемых специально созданным предприятием, делится на транши. Транши, различающиеся сроками выплат и степенью приоритетности, предназначены для оплаты облигаций, выпущенных предприятием. При выпуске облигации обычно структурируются и обслуживаются в соответствии с их категорией и профилем риска.

Co-mingling: смешение денежных потоков. Когда инициатор финансирования в сделке с ценными бумагами выполняет одновременно и функции сервисера, собираемые им денежные потоки от активов могут непреднамеренно или умышленно смешиваться с его собственными средствами. В результате выделение денежных средств, предназначенных для предприятия секьюритизации, становится затруднительным. Такая ситуация получила название смешения.

Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS): ипотечные ценные бумаги, обеспеченные

коммерческой недвижимостью. Разновидность ипотечных ценных бумаг. Развернутое определение дается во избежание смешения с ценными бумагами, обеспеченными жилищной ипотекой (RMBS). Коммерческая ипотека представляет собой заем под залог собственности, приносящей доход, например, многоквартирного дома, магазина, ресторана, выставочного зала и т. п.

Conduit: канал инвестирования. Предприятие секьюритизации, которое обычно используется третьими лицами как готовая база для операций секьюритизации, как правило, в тех случаях, когда активы поступают от разных оригинаторов. Чаще всего такие каналы используются при сделках с коммерческими бумагами, обеспеченными активами (ABCP), ипотечными бумагами, обеспеченными коммерческой недвижимостью (CMBS) и т. п. Существуют две формы таких каналов: монопрофильный и многопрофильный.

Covenant: облигационное соглашение. На языке юридических документов это означает обещание предпринимать или не предпринимать действия, оговоренные в соглашении.

Credit Default Swap (CDS): дефолтный своп. В случае наступления предварительно определенных и оговоренных кредитных событий, свидетельствующих о неуплате задолженности по кредиту, в силу вступает соглашение о свопе – кредитном деривативе, согласно которому либо долговые обязательства дебитора обмениваются на наличные средства, либо одна сторона выплачивает другой компенсацию.

Credit enhancement: повышение кредитного качества. Общее название для мер, принимаемых оригинатором при транзакциях с ценными бумагами для обеспечения гарантий, кредитоспособности или рейтинга активов, служащих обеспечением. В число этих мер включаются денежное обеспечение, удержание прибыли и гарантии третьих лиц. Схема предусматривает повышение кредитного качества структуры сделки, повышение кредитного качества оригинатора и повышение кредитного качества третьих сторон.

Credit derivative: кредитный дериватив. Вторичное соглашение, которым одна сторона передает другой кредитные риски или колебания прибыли, приносимой активом.

Наиболее распространенные типы кредитных деривативов – дефолтные свопы, кредитные авизо и синтетические активы.

Credit Linked Note (CLN): кредитные авизо. Краткосрочная ценная бумага, или долговое свидетельство, позволяющее эмитенту совершить зачет задолженности по встроеному соглашению кредитного дериватива из процентов и/или основной суммы, которые могут быть выплачены инвестору по этой ценной бумаге.

Credit enhancer: организация, обеспечивающая кредитную поддержку. Третья сторона, дающая согласие повысить кредитное качество другой стороны или пула активов, обеспечивая платежи в пределах оговоренной суммы в случае, если другая сторона не в состоянии выполнить свои платежные обязательства или если денежные поступления от пула активов оказываются меньше, чем предусмотрено договором, из-за невыполнения обязательств должниками.

Default: дефолт. Нарушение одной договаривающейся стороной обязательств действовать согласно договору; разрыв договорных отношений.

Deferred purchase price: отложенная закупочная цена. Способ повышения кредитного качества, при котором часть стоимости приобретаемых активов удерживается специально созданным предприятием в качестве залогового денежного обеспечения.

De-recognition: списание. Списание актива или пассива задолженности с баланса. В секьюритизации этот термин применяется по отношению к активам, которые оригинатор продает специально созданному предприятию для выпуска ценных бумаг. Списание возможно только при соблюдении некоторых условий, определенных стандартами финансовой отчетности.

Eligibility criteria: критерии приемлемости. Ими определяется отбор платежных обязательств, которые оригинатор передает специально созданному предприятию. Критерии приемлемости обычно формулируются в договоре о продаже задолженностей с оговоркой, что несоблюдение критериев равносильно нарушению условия, обязывающего оригинатора выкупать задолженности.

Event risk: риск неблагоприятного события. Вероятность, что эмитент окажется неспособен обеспечить выплаты в силу непредвиденных изменений ситуации, например, стихийного бедствия, аварии на промышленном предприятии, радикальных изменений нормативных актов, отчуждения собственности или реорганизации компании.

Excess spread: спред. Разница. Это излишек средств, образующийся в результате разницы между доходами от принадлежащего специально созданному предприятию портфеля активов и процентными выплатами инвесторам вместе с расходами по сделке.

Expected maturity: ожидаемые сроки погашения. Период, по истечении которого ценные бумаги должны быть полностью погашены. Однако ожидаемое погашение не является окончательным легальным сроком погашения, поскольку рейтинг транзакции не зависит от завершения выплат к ожидаемому сроку погашения.

Extension Risk: риск пролонгации кредита. Вероятность, что платежи по кредиту будут поступать медленнее, чем ожидалось, и возмещение основной суммы произойдет позже назначенного

срока. Обычно это случается при возрастании процентных ставок. Противоположно досрочному погашению.

External credit enhancement: внешняя поддержка кредитного качества. Кредитная поддержка, предоставляемая предприятию секьюритизации третьей стороной – организацией с высоким рейтингом.

First loss risk: риск первого убытка. В случае, когда риски по портфелю активов предприятия секьюритизации поделены на несколько траншей, риск первого убытка должен до известной степени приходиться на долю определенного класса ценных бумаг, не сказываясь на остальных классах. Доля первого убытка должна полностью предохранить от убытка остальные классы ценных бумаг. С этой точки зрения она сопоставима с собственным капиталом предприятия и обеспечивает кредитное качество для остальных траншей.

Future flows securitisation: выпуск ценных бумаг под будущие поступления.

Guaranteed investment contract: гарантированный инвестиционный договор. Договор, в котором гарантируется определенный уровень дохода на инвестиции.

Issuer: эмитент. В рамках процесса секьюритизации эмитентом является специально созданное предприятие, осуществляющее выпуск ценных бумаг для привлечения капиталовложений.

Internal credit enhancement: внутренняя поддержка кредитного качества. Внутренний механизм (или механизмы), заложенные в структуру транзакции для повышения кредитного качества старших траншей ценных бумаг, обычно основанные на таком распределении поступающих денежных потоков, которое защищает эти категории от дефицита платежей.

Investment grade: инвестиционный класс. В соответствии со стандартами рейтингового агентства Standard & Poor это долгосрочный кредит рейтинга BBB и выше. По оценкам агентства Moody, это долгосрочный кредит рейтинга BBB3 или выше.

Junior bonds: субординированная облигация. Облигация, не имеющая преимущественного права требования и оцениваемая ниже облигаций старшей доли.

Legal final maturity: законный срок погашения. Последний срок, в который все обязательства выплат по ценным бумагам должны быть выполнены во

избежание нарушения договорных обязательств. В сделках секьюритизации законный срок погашения обычно назначается на несколько месяцев позже ожидаемого срока погашения, чтобы дать возможность собрать просроченные платежи по активам и полностью расплатиться, избежав тем самым нарушения договора, которое могло бы привести к ликвидации активов.

Letter of credit: аккредитив. Соглашение между банком и другой стороной, по которому банк берется предоставлять второй стороне денежные средства по получении уведомления.

Limited recourse: ограниченное право регресса по ссуде. Право требовать оплаты долговых обязательств, ограниченное определенной суммой или условиями. В сделках с ценными бумагами, например, это право ограничено избыточным обеспечением или обеспечением в виде наличных денег, внесенных оригинатором.

Liquidity facility: обеспечение ликвидности. Краткосрочные кредиты или возможность превышения кредитного лимита, предоставляемые специально созданному предприятию банком или оригинатором, чтобы восполнить кратковременную

нехватку в ресурсах и произвести выплаты по ценным бумагам. Обеспечение ликвидности может в некоторых случаях играть очень существенную роль и стать единственным источником погашения облигаций – например, для каналов инвестирования, осуществляющих сделки с коммерческими бумагами, обеспеченными активами.

Liquidity provider: организация, обеспечивающая ликвидность. Организация, обеспечивающая источник наличных денежных средств для своевременной выплаты процентов и основной суммы по ценным бумагам в случае временной нехватки поступлений от заложенных в сделку активов.

Mezzanine bonds: облигации промежуточной доли. Облигации, которые имеют меньшую степень приоритетности, чем старшие транши, но большую, чем младшие.

Mortgage-Backed Securities (MBS): ценные бумаги, обеспеченные закладной. Ценные бумаги, обеспеченные денежными потоками, поступающими от ссуды под залог недвижимости. Этот вид ценных бумаг делится на ценные бумаги, обеспеченные жилой недвижимостью, и ценные бумаги,

обеспеченные коммерческой недвижимостью.

Non-petition undertaking: отказ от возбуждения дела о банкротстве. Положение в договоре, согласно которому инвесторы и кредиторы отказываются от права в судебном порядке требовать признания предприятия секьюритизации банкротом. Это положение защищает предприятие от действий отдельных инвесторов, которые могли бы извлечь выгоду из принудительного банкротства предприятия.

Obligor: должник. Лицо, от которого originator получает долговые обязательства.

Offering circular: предложение о продаже ценных бумаг. Документ, содержащий информацию о ценных бумагах и распространяемый с целью их продажи потенциальным инвесторам.

Originator: инициатор финансирования. Организация, предоставляющая активы для сделки с ценными бумагами.

Originator advances: ссуда инициатора финансирования. Обеспечение транзакции с ценными бумагами ликвидностью со стороны originator. В течение нескольких месяцев

originator ссужает денежные средства предприятию, забирая впоследствии денежные поступления от активов в качестве возмещения.

Originator credit enhancement: повышение кредитного качества со стороны originator. Originator обеспечивает его в форме избыточного обеспечения, внесения в предприятие наличных денежных средств и т. п.

Orphan company: сиротская компания. Компания, акционеры которой неизвестны, то есть владельцем которой числится благотворительный фонд. Обычно такую компанию используют, чтобы избежать консолидации специально созданного предприятия с другой структурой.

Over-collateralisation: избыточное обеспечение. Способ повышения кредитного качества в сделке с ценными бумагами, когда инициатор финансирования передает специально созданному предприятию дополнительное имущественное обеспечение, которое страхует его на случай просрочек платежей.

Pass through: особый метод денежных расчетов, при котором специально созданное предприятие осуществляет выплаты инвесторам сразу

же по получении (и с теми же колебаниями) денежных средств от активов. Это означает, что денежные потоки перенаправляются инвесторам после вычета расходов и оплаты услуг специалистов.

Paying agent: платежный агент. Солидный банк международного уровня, взявший на себя осуществление выплат инвесторам по ценным бумагам.

Pay through: особый метод расчетов, при котором специально созданное предприятие осуществляет выплаты инвесторам по предварительно установленному графику и срокам, независимо от поступления денежных потоков от активов. В промежутках между проплатами предприятие реинвестирует получаемые средства, в основном в позиции низкого риска и предсказуемой доходности.

Pfandbriefe: закладная, залоговое свидетельство. Традиционный инструмент немецкого вторичного рынка ипотечных ценных бумаг, который наделяет инвестора правами в отношении не только эмитента, но и заложенной в сделку ипотечной ценной бумаги.

Prepayment risk: риск досрочного погашения. Вероятность, что погашение суммы займа произойдет раньше предусмотренных сроков. Это может привести к потере процентов. Специально созданное предприятие может либо сразу же передать выплаченные суммы инвесторам, что приведет к досрочному погашению основной суммы и потерям в общем доходе от ценных бумаг, либо, если оно реинвестирует поступающие от активов средства, уровень доходности реинвестиций окажется ниже, чем уровень дохода от заложенных в сделку долговых обязательств.

Protection buyer: покупатель кредитной защиты. В сделках типа дефолтного свопа так называют сторону, которая передает кредитный риск, связанный с определенными активами, другой стороне, как правило, в обмен на выплату вознаграждения авансом.

Protection seller: продавец кредитной защиты. В сделках типа дефолтного свопа так называется сторона, которая принимает на себя кредитный риск, связанный с некоторыми активами. В ситуации, когда убытки по активам превышают специально оговоренную сумму, продавец кредитной защиты осуществляет выплаты

покупателю кредитной защиты для поддержания его кредитоспособности.

Recourse: право регресса. Право инвестора\покупателя в судебном порядке взыскать с инициатора финансирования свои вложения. В сделке с ценными бумагами это право инвестора взыскать с инициатора финансирования средства, вложенные им в ценные бумаги.

Regulatory arbitrage: регулятивный арбитраж. Возможность для банков снизить требования к регулятивному капиталу портфеля активов без существенного снижения связанных с активами рисков. Это делается, например, в сделках с ценными бумагами, когда банк продолжает принимать на себя экономические риски заложенных в сделку активов.

Reserve account: резервный счет. Счет, денежные средства с которого используются предприятием специального назначения для одной или нескольких особых целей. Резервный счет часто используется как форма повышения кредитного качества.

Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS): ценные бумаги, обеспеченные жилищной ипотекой. RMBS считаются

важнейшим типом ценных бумаг. Они представляют собой долговое обязательство, выданное под обеспечение однородного пула ипотечных займов, в свою очередь обеспеченных жилищной собственностью.

Retained interest: нераспределенная прибыль. Любые риски \ прибыли, сохраняемые инициатором финансирования в сделке с ценными бумагами – например, комиссионные, покупка продаваемых в розницу купонов с устойчивым процентом и т. д.

Securitisation: секьюритизация. Это тип структурированного финансирования, при котором пул финансовых активов передается специально созданному предприятию, которое затем выпускает ценные бумаги, обеспеченные исключительно переданными ему активами и платежами, поступающими от этих активов.

Senior: старшая доля. Облигации, чей рейтинг выше облигаций младшей доли. У этого транша ценных бумаг, выпущенных специально созданным предприятием, приоритетное или преимущественное право требовать от специально созданного предприятия выполнения долговых обязательств.

Sequential payment structure: последовательная структура платежей. Структура платежей, при которой денежные средства, собранные специально созданным предприятием, выплачиваются последовательно в соответствии с категорией ценных бумаг. Это означает, что денежные потоки используются сначала для полных выплат по ценным бумагам старшей доли, затем производятся полные выплаты по ценным бумагам второй доли и так далее.

Servicer: сервисер. Организация, собирающая с должников основную сумму и проценты по займу и управляющая портфелем активов после закрытия сделки. В сделках с ценными бумагами инициатор финансирования очень часто, хотя и не всегда, выполняет функцию сервисера. См. также Резервный сервисер.

SIC 12: разъяснение норм финансовой отчетности правлением КМСФО (комитета по международным стандартам финансовой отчетности). В соответствии с этими разъяснениями специально созданные предприятия, которые получают средства или гарантии кредитного качества от инициатора финансирования, должны рассматриваться как его квазифилиалы и, следовательно, консолидироваться с ним в отчете.

Special Purpose Vehicle: специально созданное предприятие. Юридическое лицо, зарегистрированное специально для сделки с ценными бумагами с целью приобретения активов и управления ими для извлечения прибыли для инвесторов, вложивших средства в выпущенные предприятием ценные бумаги. Таким образом, инвесторы в действительности приобретают некие финансовые активы. Никакими иными активами предприятие не располагает, равно как не имеет и иных долговых обязательств.

Structural credit enhancement: повышение кредитного качества путем структурирования эмиссии, то есть разделение ценных бумаг на старшие и младшие транши, повышающее кредитный рейтинг ценных бумаг приоритетных долей.

Subordination: субординация. Метод структурирования, при котором специально созданное предприятие подчиняет права одних инвесторов и кредиторов на выплату процентов и основной суммы другим, более приоритетным правам.

Synthetic transaction: синтетическая сделка. В синтетической сделке с ценными бумагами инициатор финансирования вместо продажи

пула активов специально созданному предприятию покупает кредитную защиту через посредство ряда кредитных деривативов. Такие сделки не приносят инициатору финансирования денежных средств. Их обычно заключают для передачи кредитного риска и уменьшения регулятивного капитала.

Synthetic CDO: синтетическая сделка с облигациями, обеспеченными долговыми обязательствами. Сделка с CDO, в которой передача рисков осуществляется с помощью кредитных деривативов в противоположность фактической продаже активов.

Tax transparent entity: налоговая прозрачность предприятия. Говорится о предприятии, которое само по себе не облагается налогом. Налогообложению подлежат только непосредственно его акционеры/партнеры.

Third party credit enhancement: повышение кредитного качества через третью сторону. В сделке с ценными бумагами третья сторона обеспечивает гарантии кредитоспособности предприятия, то есть договор гарантированного страхования или аккредитив.

Tranche: транш. Часть или доля в сделке, или структурированное финансирование. Степень рисков, связанных с возможными убытками, последовательной структурой платежей и т. д., для разных траншей неодинакова. Именно поэтому различаются и процентные ставки.

True sale: фактическая купля-продажа. В сделке фактической купли-продажи инициатор финансирования продает пул активов специально созданному предприятию, которое финансирует эту покупку посредством выпуска траншей ценных бумаг. Если сделка структурирована таким образом, что влечет за собой изменение правового статуса и облагается налогом, она называется фактической продажей.

Trustee: трастовый агент. Третье лицо, часто специализированная трастовая компания, уполномоченная действовать от лица и в интересах инвесторов.

Underwriter: гарант размещения ценных бумаг. Любая сторона, принимающая на себя риск. На рынке капиталов это дилер по ценным бумагам, возможно инвестиционный банк, который закупает по определенной цене всю эмиссию целиком или ее часть.

Контактная информация

При возникновении любых вопросов мы просим читателя связаться с одним из наших специалистов по следующим адресам и телефонам:

Аудиторские услуги

Gunter Simon, Partner
guenter.simon@lu.pwc.com
+352 49 48 48-2375
Holger von Keutz, Director
holger.von.keutz@lu.pwc.com
+352 49 48 48-2383

Услуги в области налогообложения

Michel Guilluy, Partner
michel.guilluy@lu.pwc.com
+352 49 48 48-2502
Francois-Xavier Dujardin, Partner
francois-xavier.dujardin@lu.pwc.com
+352 49 48 48-2502

Консалтинговые услуги

Vincenzo Lomonaco, Partner
vincenzo.lomonaco@lu.pwc.com
+352 49 48 48-2543

За дополнительной информацией о нашей фирме или оказываемых ею услугах просим обращаться в отдел маркетинга и работы с потенциальными клиентами PricewaterhouseCoopers: info@lu.pwc.com

PricewaterhouseCoopers
400, route d'Esch
B.P. 1443
L-1014 Luxembourg
Telephone +352 49 48 48-1
Facsimile +352 49 48 48-2900
www.pwc.com/lu

www.pwc.com/lu

© 2008 PricewaterhouseCoopers S.à r.l. All rights reserved. PricewaterhouseCoopers refers to the network of member firms of PricewaterhouseCoopers International Limited, each of which is a separate and independent legal entity.