

# Повышение привлекательности российских активов для инвесторов

Презентация для:

конференции «Секьюритизация  
активов в России: перспективы,  
стратегии, практика»

Москва

15-16 ноября 2007

RuMAC

# Уроки американского кризиса

«На рынке много денег, но люди не знают как  
оценить кредит»

Theodore Tozer, старший вице-президент national City Mortgage  
Company

Рынок переоценил роль рейтинговых  
агентств в оценке кредитного  
качества ценных бумаг

## Способы улучшения привлекательности активов.

- Большая прозрачность сделки для инвесторов, изменение подходов к подготовке юридических заключений
- Развитие внутреннего спроса на бумаги. Появление новых инвесторов (в первую очередь Пенсионного Фонда).
- Внесение поправок в законодательство

## (I) Конфликт интересов при рейтинговании

- Юридическое Заключение является одним из оснований рейтинга.
- Юридическая фирма получает вознаграждение от originатора, но действует в интересах инвестиционного банка и/или инвесторов.
- Юридическая фирма максимально консервативна в своих оценках и практически не имеет стимулов изменять их в лучшую для originатора сторону.
- Юридические заключения как правило не предназначены для публичного раскрытия.

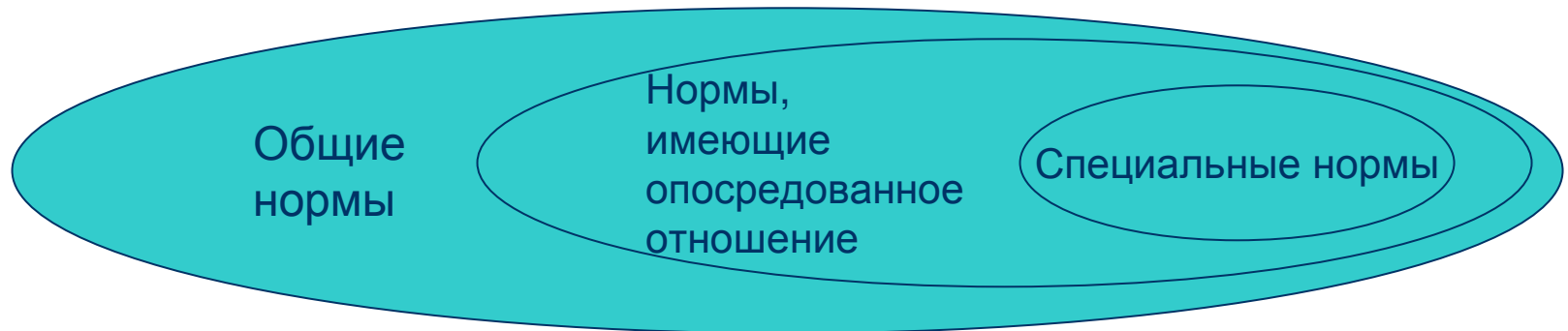
## В результате...

- Рейтинг российских бумаг ограничен национальным рейтингом России (BBB)
- Система существенно ограничивала самостоятельный анализ инвесторов
- Инвесторы утратили доверие к рейтинговым агентствам
- Инвесторы понимают что российский BBB транш имеет совсем иные риски, чем американский BBB транш, но не могут оценить риски российских бумаг.

## (II) Новые инвесторы на рынке

- Качество российских бумаг тормозится отсутствием ликвидного рынка
- Еще в 2002 г. Пенсионный Фонд РФ получил право инвестировать в ипотечные ценные бумаги
- До настоящего времени Пенсионный Фонд РФ не вложил в этот рынок ни рубля
- Есть основания полагать, что ситуация может измениться в ближайшее время

## (III) Законодательство и Секьюритизация



# Специальные нормы: плохие 😞, но изменяются к лучшему

Избыточное регулирование

Недостаточное регулирование





## Специальные нормы: Что мы имеем

- Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” (залоговые облигации)
- Федеральный закон “Об инвестиционных фондах” (квази-секьюритизация)
- Федеральный закон “Об ипотечных ценных бумагах”

## Пример

- 2006 – выпуск ипотечных облигаций Газпромбанк – ипотеке (бывший Совфинтрейд):

Мы получили

- 6 коробок документов, иными словами
- Более 15 000 страниц, иными словами
- Более 100 килограмм документации

КАКОЙ ИНВЕСТОР БУДЕТ ВСЕ ЭТО  
АНАЛИЗИРОВАТЬ?

## Ожидаем

- Федеральный закон “О секьюритизации”

## Нормы, имеющие опосредованное отношение: Неплохо 😊 и становится лучше

- Федеральный закон “Об ипотеке”
- Жилищный кодекс
- Федеральный закон “О государственной регистрации недвижимого имущества...”

## Общие нормы: хорошие 😊 становятся лучше и «обрастают» судебной практикой

- Гражданский кодекс
- Налоговый Кодекс
- Федеральный закон “О несостоятельности (банкротстве)”
- Федеральный закон «Об исполнительном производстве»

# Пример

|   |   |
|---|---|
| <b>1. Российский Фонд vs. Голландский STITCHING</b><br>Требования к управляющему (trustee)              |   |
| Основаны на уставе Фонда, являющимся публичным документом. Любой инвестор может подать иск.             | Основаны на договоре с управляющим, не являющимся публичным. Право инвестора на иск весьма спорно.                    |
| <b>2. True sale</b><br>Россия vs. США   |   |
| Возможность судебной переквалификации серьезно ограничена.<br>Нет доктрины «существенной консолидации». | Сложная доктрина «существенной консолидации» стимулирует суды к пересмотру сделок. Есть негативная судебная практика. |

# Контактная информация

**[aak@rumac.net](mailto:aak@rumac.net)**

**[www.rumac.net](http://www.rumac.net)**

**Tel.: +7 (495) 787-1177**