Сергей САМОХВАЛОВ,
«Меллинг, Войтишкин и партнеры»

Цифровая секьюритизация — с чего начать?

Изменения в жизни происходят стремительно. С такой же скоростью в оборот входят новые слова и технологии. На рынке капитала периодически возникают интересные новинки, например цифровые финансовые активы и связанная с ними цифровая секьюритизация. Некоторые словосочетания наверняка могли бы вызвать интерес даже среди лингвистов, участвующих в ежегодном выборе «слова года». Пока же ни ЦФА, ни цифровая секьюритизация не претендуют на звание «слов года». Тем не менее интересно заглянуть немного дальше в будущее и поразмышлять: что можно сделать, чтобы появился новый рынок секьюритизации, чего пока не хватает и есть ли перспективы.

Для погружения в контекст полезно взглянуть на график сделок секьюритизации в России за прошедшую декаду (Рисунок 1). Видно, что общее количество проектов в 2012–2016 годах составило 83 сделки, или более 16 в год. За период 2017–2022 годов — 45 сделок, около 7 в год. Объяснений такому заметному снижению может быть много, не в последнюю очередь экономические и геополитические причины, но также пробелы в регулировании и переток капитала в однотраншевые сделки.

КАЧЕСТВО РАСТЕТ — КОЛИЧЕСТВО НЕТ

В 2022 году в рамках сделок секьюритизации на российском рынке было размещено около 24 выпусков на 416 млрд рублей. Подавляющая часть проектов представляла собой однотраншевую секьюритизацию ипотечных кредитов крупных государственных банков. Общее число сделок с другими активами было незначительным и ограничилось штучными проектами.

Несмотря на снижение общего числа проектов, участники продолжают секьюритизировать разные типы активов, такие как кредиты МСП, потребительские кре-

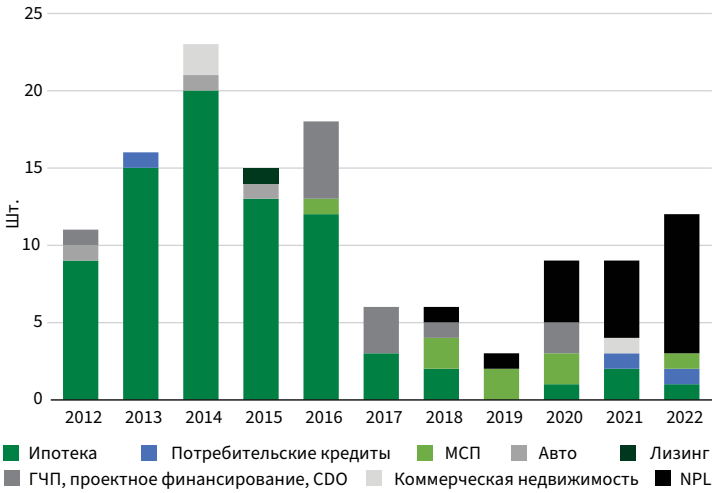

Рисунок 1
Статистика проектов секьюритизации 2012–2022 годов
Источник: Cbonds.ru

диты, просроченные розничные кредиты. На рынке появляются новые структуры и участники. Набор преимуществ, которые предлагает секьюритизация, остается уникальным среди всех финансовых инструментов: управление процентным риском, разгрузка капитала и уменьшение резервов — лишь некоторые из них. Пример — проект мультиоригинаторной секьюритизации БЖФ и АТБ, о котором подробно писали в «Энциклопедии российской секьюритизации — 2022»[1]. Помимо привлечения финансирования по выгодной ставке, этот проект позволил обоим банкам добиться разгрузки капитала на групповом уровне.

По итогам 2022 года все проекты секьюритизации сохранили высокий кредитный рейтинг и в очередной раз подтвердили устойчивость к турбулентным периодам в экономике. Пока в России не было ни одного дефолта среди долговых бумаг, выпущенных в рамках секьюритизации. Наоборот, в условиях финансовых трудностей и списания субординированных долгов ряда кредитных организаций проекты секьюритизации, реализованные санируемыми банками, не испытали проблем с ликвидностью, обязательства перед инвесторами исполнялись в срок.

Таким образом, несмотря на сократившееся число проектов, рынок секьюритизации не утратил свойственного ему высокого качества и осваивает новые структуры и активы.

НАЙДЕТСЯ ЛИ МЕСТО ДЛЯ ЦИФРОВОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ?

Закон о ЦФА вступил в силу в 2021 году, параллельно идет работа над законодательством о цифровом рубле. Летом 2022 года были приняты важные поправки в Налоговый кодекс, уточняющие режим налогообложения ЦФА. Банк России в докладе от 07.11.2022 «Развитие рынка цифровых активов в Российской Федерации» назвал цифровую форму секьюритизации одной из целей дальнейшего развития рынка. Одновременно появляются первые участники рынка — операторы информационных систем и первые тестовые проекты. По состоянию на конец прошлого года на платформах выпущено несколько видов ЦФА на общую сумму около 1 млрд рублей.

Сказанное свидетельствует о том, что развитие цифрового рынка идет достаточно динамично и цифровые инструменты имеют шансы со временем дополнить классические продукты рынка капитала, став для инвестора новым инструментом для эффективного управления ликвидностью.

[1] Бардадим Е., Пичугин М. Мультиоригинаторные сделки ипотечной секьюритизации в России: особенности для оригинаторов // Энциклопедия российской секьюритизации — 2022. СПб., 2022. С. 67.

Одним из таких инструментов может стать цифровая секьюритизация. В контексте секьюритизации наибольший интерес представляет цифровое право денежного требования к должнику. Требование в этом случае следует из права, закрепленного в решении о выпуске и существующего в рамках информационной системы. Цифровое денежное требование по своей сути ничем не отличается от денежного требования, закрепленного в письменном договоре (отличия заключаются только в технических особенностях фиксации и осуществления прав).

В рамках классической секьюритизации денежное требование обычно передается специализированному обществу, которое выпускает облигации и за счет привлеченных средств расплачивается с продавцом денежного требования (оригинатором). В целях защиты инвесторов закон прямо ограничивает разрешенные специализированному обществу виды деятельности. На данном этапе нет ясности с тем, сможет ли специализированное общество участвовать в цифровой секьюритизации. Приобретение или выпуск цифровых активов не прописаны в законе, регулирующем его деятельность.

Исполнение обязательств в рамках ЦФА может быть обеспечено имуществом эмитента ЦФА или третьего лица. Наличие обеспечения — важное условие секьюритизации. Ряд юридических трудностей может возникнуть на следующем этапе развития инструмента при подготовке к его вторичному обращению. Но пока проекты реализуются в тестовом режиме, данный аспект управляем и не критичен.

Еще одним условием секьюритизации является возможность установления субординации между разными выпущенными инструментами. Для ЦФА такой опции прямо не установлено. До некоторой степени ее возможно добиться, используя гибкую механику исполнения обязательств в рамках разных ЦФА, но такой подход проигрывает более определенной и полноценной защите инвестора, реализованной в рамках законодательства о ценных бумагах.

Ряд перечисленных вопросов можно обойти структурно, ряд будет не критичен для тестовых проектов. В целом секьюритизация как сделка, полагающаяся на большие массивы данных, как будто бы создана для реализации в цифровой среде. Хоть закон и устанавливает некоторые жесткие пределы для структурирования, например допускает выпуск ЦФА только индивидуальными предпринимателями и юридическими лицами, он во многом оставляет необходимую гибкость для появления новых структур.

На практике пока многое упирается в инфраструктуру и ее доработку: нет оператора обмена для обеспечения вторичного оборота между информационными системами, нет правил учета ЦФА для институциональных инвесторов, отсутствуют внутренние процедуры работы с данным активом у крупных участников традиционного рынка ценных бумаг и т. п. Насколько мы можем судить, по всем направлениям ведется работа, а ЦБ обещал в ближайшее время опубликовать дорожную карту развития регулирования, что нельзя не приветствовать.

ДЛЯ КОГО И ЗАЧЕМ

Можно выделить несколько преимуществ цифровой секьюритизации.

Постепенное распространение цифровых технологий приводит к возникновению нового класса активов, существующих в электронном виде, например электронных закладных. Можно предположить, что электронный формат и автоматизация будут продолжать постепенно вытеснять бумажные документы и менее эффективные базы данных в пользу более технологичных форматов. Сейчас при подготовке к проекту секьюритизации оригинаторам приходится проводить большой объем работы с портфелем денежных требований: сбор данных в разрезе каждого кредита, аудит информации, полученной из внутренних систем. После реализации проекта требуется готовить объемную отчетность по портфелю для разных участников сделки, следить за параметрами портфеля и т. п. Решение технических трудностей, свойственных текущим проектам секьюритизации, сократит сроки реализации проектов и первоначальные расходы, особенно на дебютный проект, понизив порог входа на рынок. Проекты секьюритизации станут дешевле. Отдельным преимуществом новой инфраструк-

туры цифровой секьюритизации может стать смарт-контракт, позволяющий добиться автоматизации многих процессов при подготовке и в ходе жизни проекта секьюритизации, сократить число участников проекта, снизив издержки.

Цифровая секьюритизация открывает более простой доступ к новым категориям активов. И в России, и в мире в проектах секьюритизации доминируют ипотечные активы. При этом целый пласт альтернативных активов, включая лизинг, дебиторскую задолженность, корпоративные кредиты, факторинг и прочее, редко используются за пределами обычного жизненного цикла, например, для привлечения финансирования на рынке капитала. Альтернативные активы остаются низколиквидными. Цифровая секьюритизация может помочь раскрыть их потенциал. Гибкое регулирование в сочетании с высокой технологичностью открывает путь к целому ряду структур и опций, некоторые из которых обсуждаются на рынке. Сделать такие активы доступными для инвесторов — задача непростая, но перспективная. На примере инвестиционных платформ, существующих в России дольше ЦФА, можно проследить рост интереса среди розничных инвесторов к альтернативным активам.

Цифровая секьюритизация способна повысить ликвидность рынка за счет появления новых инвесторов и возрастания конкуренции за качественные активы. Сейчас рано говорить о том, как будет выстраиваться процесс привлечения инвесторов в рамках цифровых активов. У классической секьюритизации пока остается большое преимущество в виде проработанного регулирования как для оригинаторов, так и для инвесторов, например, специальные правила позволяют банкам-инвесторам покупать облигации, выпущенные в рамках секьюритизации, с низким коэффициентом риска, аналогов которому нет среди корпоративных облигаций (до 15%), инвесторы в ипотечные облигации уплачивают пониженный налог на доходы (15% вместо 20%) и т. п. Пока регулирование цифровых активов только развивается. Нет специальных положений по инвестированию в данный класс активов, применимых, например, к институциональным инвесторам, отсутствуют правила для внутреннего учета.

Процесс привлечения на платформу новых участников остается трудным. Тем не менее кажется, что он должен идти параллельно с формированием тестовой продуктовой линейки и одно не должно обуславливать другое. Проще привлечь инвестора, если есть готовый продукт. Регуляторные вопросы для отдельных классов инвесторов и активов будут, скорее всего, постепенно решены. Основным выгодоприобретателем от нового продукта могут стать банки, имеющие доступ к обширной клиентской базе и активам, которые можно использовать в рамках цифровых проектов. Некоторые банки уже развивают собственные информационные системы. Банки, не имеющие собственных платформ, могут выступать инициаторами продукта или поставщиками ликвидности (служить промежуточным звеном между инвестором и платформой).

ВМЕСТО ВЫВОДОВ

В прошедшем году многие успели опробовать сервисы иностранных банков, как из ближнего, так и из дальнего зарубежья. Для многих этот опыт показал, что уровень цифровизации и продуктовой линейки российских банков заметно превосходит предложения зарубежных коллег. Это вселяет оптимизм в возможность появления в России очередного высокотехнологичного продукта — цифровой секьюритизации. Важно, чтобы временные юридические и регуляторные трудности, описанные выше, не превратились в постоянные. Банковский рынок в России высококонкурентный, и те банки, которые смогут предложить наиболее выгодные условия сотрудничества, в том числе интересные условия для вложения временно свободной ликвидности в новые активы, или откроют заемщикам новые способы привлечения средств на финансовом рынке, смогут со временем рассчитывать на бóльшую лояльность клиента. Другими словами, окончательные выводы о перспективах пока делать рано. Цифровая секьюритизация — это пока перспективный прототип, на стороне которого технологии и потенциал, классическая секьюритизация — готовый продукт, которым можно воспользоваться сейчас, продолжая готовиться к цифровой революции.