Олег ИВАНОВ,
сопредседатель комитета
по инвестиционным
банковским продуктам,
Ассоциация банков России

Перспективы появления российских CLOs

Появляется всё больше предпосылок для возникновения в России локального рынка облигаций, обеспеченных портфелями корпоративных кредитов (collateralized loan obligations, CLOs). Речь идет не о секьюритизации МСП-кредитов (SMB ABS), а о сделках с долями синдицированных кредитов, предоставленных крупным рейтингованным заемщикам. Первопричина этому лежит в продуманных шагах Банка России, направленных на снижение кредитной концентрации в банковской системе. От обсуждения общей концепции регулятор перешел к конкретным действиям по стимулированию перераспределения кредитных рисков — развитию российских синдикаций и поддержке вторичного рынка кредитных требований, а также обратил внимание на такие инструменты, как CDS и соглашение о финансировании участия в кредите (СФУК). С осени 2024 года начала обсуждаться идея реализации «простых» синдикатов. В Госдуме готовятся поправки в законодательство, которые расширят права СФО по участию во вторичном рынке синдикатов. На этой волне крупнейшие российские банки заявляют о растущем интересе к запуску программ широкой синдикации, а в ближайшей перспективе может быть создан новый класс базовых активов, используемый на развитых рынках в сделках CLO.

МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК CLO

На американском и европейском рынках Collateralized Loan Obligation (CLO) выпускаются в сделках секьюритизации портфелей корпоративных кредитов, чаще — долей в синдицированных кредитах заемщикам с рейтингом от B до BB (Таблица 1). В портфель обычно включаются от 80 до 200 торгуемых на вторичном рынке кредитов с плавающей процентной ставкой (SOFR/Euribor + спред)[1]. Средний объем сделки CLO в США равен $500 млн, старшие транши (AAA) составляют 65–70% объема сделки. Размер европейской сделки, как правило, ниже

[1] На американском рынке такие сделки называют BSL CLO (Broadly Syndicated Loan CLO).

Таблица 1
Сравнение видов CLO
Источник:
составлено автором

	BSL CLO	Middle-Market CLO
Тип заемщиков	Крупные компании	Средний бизнес
Размер кредита	Свыше $100 млн	$10–50 млн
Ликвидность кредита	Высокая	Низкая
Источник	Торгуемые синдицированные кредиты	Двусторонние кредиты

(€ 350 млн), что объясняется меньшими глубиной рынка синдицированных кредитов и спросом со стороны институциональных инвесторов (пенсионные фонды, страховые компании, банки).

Большая часть сделок имеет динамическую структуру с возможностью управления портфелем. Полное формирование портфеля активов может занимать 3–6 месяцев (ramp-up period). Реинвестирование обычно продолжается 3–5 лет с даты выпуска, при этом в течение первых двух лет запрещено досрочно погашать и реструктурировать облигации. Отбор кредитов в портфель осуществляется с учетом требований минимального рейтинга заемщика, отраслевых лимитов, а также ограничений по концентрации и типу заемщиков.

На начальном этапе для российского рынка более релевантными могут оказаться так называемые middle-market CLO, в основе которых лежат 30–50 двусторонних кредитов средним компаниям. Первая сделка такого вида была организована российскими банками еще 15 лет назад и получила международный рейтинг[1].

Старшие транши CLO признаны инструментом с высоким кредитным качеством, устойчивым в периоды финансовых шоков. Поведение базовых активов CLO (корпоративные кредиты) оказалось значительно лучшим, чем ипотечных кредитов subprime: структуры CLO предусматривают контроль за качеством портфеля (тесты диверсификации, ковенанты). В кризис 2007–2008 гг. ни один из AAA-траншей не допустил дефолта, хотя были случаи понижения рейтингов[2]. В ситуации COVID-кризиса 2020 г., когда цены корпоративных кредитов значительно упали, произошла также просадка стоимости CLO. Однако эта турбулентность носила краткосрочный характер, некоторые младшие транши (equity) начали терпеть убытки, но старшие транши (AAA/AA) снова показали устойчивость.

В 2024 году мировой рынок CLO достиг рекордного объема $1.3 трлн с новыми выпусками на $245 млрд, что свидетельствует о значительном интересе инвесторов к секьюритизации корпоративных кредитов[3]. Растущий спрос на инструменты с переменной доходностью (купоны CLO обычно пересматриваются ежеквартально) поддерживает привлекательность CLO в условиях колеблющихся процентных ставок, ведь эти облигации остаются одним из самых доходных долговых инструментов с рейтингом AAA.

РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОЙ СИНДИКАЦИИ

Рассмотрим теперь состояние российского рынка базовых активов потенциальных CLO-сделок. Максимальные за всю российскую историю объемы новых выдач синдицированных кредитов пришлись на предкризисный 2007 год: национальные заемщики привлекли более $70 млрд, общее число сделок превысило сотню. В тот период иностранные банки доминировали среди кредиторов, они выступали основными организаторами сделок и получали основную долю в синдикатах. На крупнейших российских участников

[1] В 2009 г. в рамках трансграничной сделки ВТБ Капитал выступил организатором секьюритизации активов ВТБ Австрия. В пул секьюритизированных активов вошли 20 кредитов и 9 рейтингованных еврооблигаций российских компаний. Общий объем кредитных нот, выпущенных на Ирландской фондовой бирже, составил более $550 млн.

[2] Как следует из анализа S&P, с первого своего появления в начале 1990-х годов ни один AAA-транш CLO в США не понес потерь.

[3] Согласно данным LSTA, новые выпуски CLO в США в прошлом году составили около $191 млрд, а суммарная эмиссия с учетом реструктуризаций и рефинансирования — $465 млрд. В Европе было закрыто 92 сделки и выпущено CLO на сумму около €39 млрд.

синдикатов, как правило, банки с государственным участием, обычно приходилось не более 10–25% объема выдач. Кредитная документация подчинялась английскому праву и готовилась на базе стандарта Loan Market Association (LMA).

Последствием кризиса 2008–2009 гг. стало почти десятикратное сокращение объема российского рынка синдицированного кредитования за два года, что было связано с приостановкой участия иностранных банков. Критическая зависимость размера рынка от финансовых шоков сохраняется и в настоящее время. Для сравнения можно отметить сходные, но менее острые процессы, имевшие место на глобальном (значительно более глубоком) рынке. В кризисном 2009 году его объемы упали почти на 40% (с 4.9 до 3.1 трлн долл.), но уже со следующего года начали быстро восстанавливаться.

По итогам кризиса российский кредитный рынок изменил свое качество. Заемщики столкнулись с дефолтами, и синдицированные кредиты начали использоваться как инструмент реструктуризации. Всё большее число сделок подчинялось российскому праву, доля отечественных кредиторов в синдикатах заметно возросла. Одним из последствий стало преобладание кредитов «клубного» формата, когда сделка изначально заключается несколькими кредиторами — участниками синдиката, которые имеют устоявшиеся отношения с заемщиком. Причиной осторожного отношения заемщиков к широкой синдикации послужило неконструктивное поведение (оппортунизм) отдельных кредиторов в условиях кризиса. При этом возможности рыночного обращения долей в таких синдикатах ограничивались или исключались на уровне договорной документации. Дальнейшее сокращение участия иностранных кредиторов в российских синдицированных кредитах произошло по причине введения после 2014 г. экономических санкций в отношении России[1].

В новых условиях участники рынка стали осознавать необходимость развития национального регулирования сделок синдицированного кредитования и необходимость разработки стандарта, основанного на российском праве. В 2011 г. Ассоциация банков России создала Комитет по синдицированному кредитованию, в который вошли представители более тридцати крупнейших банков. При поддержке ведущих международных юридических фирм, традиционно сопровождавших реализуемые в России сделки и накопивших большой опыт консультирования, комитетом в 2015 г. была разработана стандартная форма договора синдицированного кредита, подчиненная российскому праву. В 2023 году выпущена вторая редакция Стандарта[2]. Одной из причин его совершенствования стало принятие в конце 2017 г. Закона о синдицированном кредите (займе).

Последнее десятилетие оказалось на российском рынке синдикаций эпохой «мегапроектов». Годовой объем новых сделок не достигал и половины исторических максимумов, а их число не превышало нескольких десятков. На этом фоне выделялись единичные синдикаты, суммы которых составляли многие миллиарды долларов и занимали до половины рынка[3].

Полный уход из России иностранных кредиторов в 2022 году с передачей их долей в действующих синдикатах российским банкам поставил отечественный рынок перед новым вызовом — высокой концентрацией кредитного риска на крупнейших заемщиках. Ответом на него могло

[1] Цехомский Н. В., Наумцева Е. И., Кудлай В. А., Буря А. Г. Финансирование участия в кредите: новый инструмент российского вторичного рынка синдицированного кредитования // Банковское дело, № 9–10, 2022.

[2] Разработанная Ассоциацией стандартная документация получила признание на рынке и широко используется, в том числе в сделках Фабрики проектного финансирования ВЭБ.РФ. Форма стандартного договора доступна на сайте Ассоциации банков России https://asros.ru/projects/syndicated.

[3] По данным Cbonds.ru, в 2012–2013 гг. до 40% общего объема рынка ($31 млрд) составили кредиты Роснефти, в 2016 г. 60% объема ($19 млрд) — кредит проекта Ямал СПГ, в 2019 г. 40% объема ($13 млрд) — кредит проекта Амурский ГПЗ, в 2021 г. 50% объема ($20 млрд) — кредиты проектов АСПГ-2, Амурский ГХК, в 2024 г. почти половина объема (₽1.7 трлн) пришлась на кредитную линию проекта «Две столицы — ВСМ».

бы стать развитие современного инструментария как в секторе синдицированного кредитования, так и секьюритизации.

НОВАЯ ЗАДАЧА — СНИЖЕНИЕ КРЕДИТНОЙ КОНЦЕНТРАЦИИ

Логично, что первым, кто отреагировал на новое состояние кредитного рынка, стал регулятор — Банк России. Летом 2024 года он выпустил доклад для общественных консультаций «Регулирование рисков кредитной концентрации», в котором конкретизировал и развил идеи, направленные на развитие рынка синдицированного кредитования[1]. Как отмечается в этом документе, синдицирование является эффективным инструментом распределения кредитного риска и, соответственно, снижения уровня концентрации. Это особенно актуально при кредитовании крупных проектов и компаний. Для развития этого инструмента, по мнению регулятора, нужны единые унифицированные стандарты/параметры кредитования. Понятные и унифицированные правила участия и относительная легкость замены кредиторов в синдикате могут повысить ликвидность таких кредитов, что, соответственно, расширит круг потенциальных инвесторов.

Согласно идее регулятора, соответствующие стандарту синдицированные кредиты смогут учитываться в высоколиквидных активах (ВЛА) при расчете нового национального норматива краткосрочной ликвидности (ННКЛ). В настоящее время Банк России разрабатывает ННКЛ с учетом более широкого круга активов, которые могут быть использованы для привлечения денежных средств, нежели действующий норматив по Базелю III. В состав высоколиквидных активов на уровне ВЛА-3 помимо облигаций планируется включать только синдицированные кредиты высоконадежным заемщикам с рейтингами (если они соответствуют базовым принципам, указанным выше) с учетом их потенциально более высокой по сравнению с обычными кредитами ликвидностью. Максимальная доля таких кредитов в общем объеме ВЛА сможет составить 20 % (при этом кредиты будут включаться с учетом дисконта к их стоимости в размере 50 %). Внедрение нового норматива ожидается с 1 января 2026 года.

Кроме того, Банк России оценивает возможность снижения дисконтов при рефинансировании в Банке России стандартных синдицированных кредитов. Потенциально регулятор видит основания для снижения дисконтов по ним в сравнении с двусторонними кредитами в силу предполагаемо большей ликвидности за счет стандартизированной документации, что создаст дополнительные стимулы для синдицирования и, как следствие, диверсификации кредитного риска.

Тем самым просматриваются контуры так называемого стимулирующего регулирования на рынке синдицированного кредитования, а центральной темой обсуждения стали критерии «простого» (стандартного) синдиката, который сможет претендовать на указанные выше регуляторные льготы. Соответствие этим критериям должно подтверждать более высокую ликвидность и надежность этого кредита. Важной задачей представляется также увязывание новых критериев с разработанным Ассоциацией стандартным договором синдицированного кредита.

«ПРОСТОЙ» СИНДИКАТ КАК БАЗОВЫЙ АКТИВ CLO

В конце 2024 года критерии «простого» синдиката были включены в проект нового нормативного акта Банка России, регулирующего новый норматив краткосрочной ликвидности. Примечательно, что большая часть из них так или иначе соответствует требованиям к базовому активу для сделок CLO.

Основным требованием, призванным обеспечить надежность «простого синдиката», является наличие кредитного рейтинга. При этом споры возникают относительно количества таких рейтингов и дополнительных ограничений (например, наличия оценки собственной кредитоспособности, ОСК). Банковское сообщество предложило отказаться от отнесения

[1] Https://cbr.ru/analytics/d_ok/Consultation_Paper_28062024. См. стр. 41–43.

заемщика к инвестиционному классу в соответствии с пп. 3.3.4 п. 3.3 Инструкции ЦБ РФ №199-И, что предполагает наличие двух рейтингов и ОСК. По мнению банков, достаточным было бы требовать наличия у заемщика соответствующего уровня кредитного рейтинга, присвоенного одним кредитным рейтинговым агентством, и/или соответствующего качества обеспечения в виде поручительства, гарантии, залога. Ряд качественных заемщиков на рынке синдицированного кредитования не имеют долевых или долговых ценных бумаг, допущенных организатором торговли к организованным торгам и включенных в котировальный список, что необходимо для отнесения к инвестиционному классу.

Ключевой признак ликвидности кредитного требования — наличие в договоре условия о праве участника синдиката передавать свои права (требования) без согласия заемщика. Однако сформулированное максимально широко это требование фактически блокирует признание действующих синдикатов простыми. В подавляющем большинстве заключенных договоров синдицированного кредита установлено право заемщика на согласование новых участников синдикатов. С одной стороны, в рамках сложившейся в России культуры синдицированного кредитования (с учетом предшествующего кризисного опыта) заемщики стремятся сохранять контроль за составом синдиката, что в будущем может упростить им возможные переговоры о реструктуризации долга. С другой стороны, при наличии интереса со стороны банка — участника синдиката уступить долю в кредите у заемщика чаще всего отсутствуют возражения против такой уступки (либо согласуется новый, приемлемый для заемщика участник).

Дискуссии о компромиссной формулировке соответствующего условия продолжаются. По мнению банков, было бы достаточно указать, что согласие других кредиторов на уступку прав требований по договору не требуется, в рамках кредитной документации предусмотрен механизм, позволяющий осуществлять согласование уступки прав требований по кредитному договору с заемщиком прочих лиц, и, кроме того, уступка прав требований аффилированным лицам заемщика не допускается, за исключением случаев, когда такая уступка не дает право голосования/принятия решения в составе синдиката. Согласие заемщика и иных должников на уступку прав требований по договору может не требоваться при наступлении дефолта, уступке в адрес финансовой организации с кредитным рейтингом не ниже определенного уровня, а также в иных случаях, прямо предусмотренных в кредитном договоре.

Напомним, что специализированное финансовое общество (СФО) вправе выступать участником синдиката кредиторов в соответствии с ч. 11 ст. 15.1 Закона о рынке ценных бумаг. Таким образом, при наличии соответствующего портфеля и коммерческих предпосылок выпуск российских CLO не встречает законодательных ограничений. Более того, в настоящее время Государственная Дума обсуждает поправки, которые наделяют СФО также полномочиями становиться стороной соглашения о финансировании участия в кредите (займе).

В соответствии с идеей Банка России предлагается также установить, что кредиторами по договору «простого» синдицированного кредита (займа) являются не менее трех не связанных между собой лиц, а доля одного участника синдиката не превышает 50% от величины синдицированного кредита. Со своей стороны, банки ратуют за смягчение этих условий. Текущей особенностью российского рынка синдикатов является его клубный характер. Изменение этого качества требует времени. В связи с этим предлагается установить переходный период (до трех лет), по истечении которого число участников синдиката может не превышать двух при максимальной доле одного кредитора до 80%.

Интерес банков к «простым» синдицированным кредитам подталкивает программы широкой синдикации, о которых уже заявили крупнейшие участники рынка. Речь идет о синдикатах, предоставляемых крупным заемщикам на об-

щекорпоративные цели сроком до 3 лет. Банкам-кредиторам участие в программе позволит диверсифицировать риски, повысить ликвидность кредитного продукта, включить требования по кредиту в состав высоколиквидных активов (ВЛА-3), а также расширить клиентскую базу. Заемщик диверсифицирует кредитный портфель при сохранении простого механизма администрирования кредита через единое «окно» в виде кредитного управляющего.

Как показал опрос Сбера, 14 из 22 опрошенных банков из ТОП-40 банков (по капиталу) готовы участвовать в синдикатах с долей от ₽3 млрд при размере одной сделки до ₽70 млрд[1]. Снятие некоторых существующих ограничений будет возможно при упрощении документации и расширении опыта синдикаций у небольших банков. Для этого важно продолжить дискуссию с Банком России относительно критериев «простого» синдиката и внедрять дополнительные меры по его стимулированию. Не менее важным видится также повышение доверия к этому продукту со стороны заемщиков, в том числе сближение позиций банков и заемщиков по вопросу свободы уступки требований.

Таким образом, уже в течение 2026 года может сформироваться нормативная и коммерческая основа для проведения российских сделок CLO-секьюритизации, в основе которых будут лежать портфели синдицированных кредитов. Такой тренд отвечает интересам и регулятора, ратующего за более равномерное распределение кредитного риска, и участников рынка, заинтересованных в развитии нового инструментария и расширении базы инвесторов. Промежуточным решением могло бы стать проведение новых сделок Middle-Market CLO.

[1] См. доклад О. С. Лыковой на III Российском Форуме Финансового Рынка 13 марта 2025 года.

Market & Reference Data

в структурированном виде

Cbonds API

Глобальное покрытие: вся информация **по облигациям, акциям, ПИФ, ETF, деривативам и эмитентам**

90% топ-30 банков РФ — наши клиенты

Историческая глубина **более 40 лет**

Многоуровневая **верификация данных**

Готовые коробочные решения от партнеров-разработчиков

Наши партнеры: **НРД, ЦБ, MOEX, Deutsche Börse, LSE, SIX Group**

Наши данные используются:

- при расчете и оценке рисков
- для учета финансовых инструментов
- в оценке портфеля ценных бумаг
- при сборе и анализе больших массивов данных

Форматы

API: SOAP + WSDL, JSON

Файловые выгрузки: CSV, XLS, XML, JSON

Подключение в течение одного дня!

Реклама

database@cbonds.info | +7 (812) 336-97-21, доб. 174