Инфраструктура и регулирование секьюритизационного рынка: итоги и тренды

Круглый стол представителей инфраструктуры рынка

Представители рейтинговых агентств и юридических фирм обсудили ключевые правовые изменения, вступившие в силу в 2024 году, и их влияние на рынок секьюритизации. Эксперты поделились анализом наиболее значимых сделок прошлого года, рассмотрели вопросы правоприменительной практики и регулирования, а также обсудили потенциальные изменения в законодательстве, способные повлиять на развитие отрасли в 2025 году.

Какие новые юридические нормы были введены на рынке секьюритизации в 2024 году? Какие изменения в законодательстве планируются на 2025 год?

Анна ГОРЕЛОВА, генеральный директор, FOCUS Management:

— На текущий момент законодательство в области секьюритизации достаточно хорошо сформировано и позволяет реализовывать различные ее виды. Однако есть направления, которые могут потребовать доработок, например, секьюритизация цифровых финансовых активов (ЦФА). На данный момент конкретные законодательные предложения по этому вопросу еще не сформулированы.

Следует отдельно и позитивно отметить, что Банк России в своих актах подчеркивает необходимость развития рынка секьюритизации, в частности МСП, как части стратегии по повышению доступности финансовых услуг в Российской Федерации.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН, управляющий директор по рейтингам структурированного финансирования, «Эксперт РА»:

— За последний год на рынке многотраншевой секьюритизации произошло не-

сколько значимых изменений регулирования. Во-первых, согласно принятому закону от 26.10.2024 №355-ФЗ в апреле 2025 года вступят в силу поправки, позволяющие по неипотечным многотраншевым сделкам секьюритизации снижать размер риска, удерживаемого оригинатором, с 20 до 5% от общего размера обязательств по облигациям с залоговым обеспечением СФО. Эти изменения могут потенциально привести к росту количества сделок с мезонинными траншами.

Во-вторых, в рамках итогов обсуждения доклада Банка России «Новый национальный норматив краткосрочной ликвидности» от 31.07.2024 принято решение, что выпуски секьюритизации с рейтингом ruAAA.sf при расчете норматива для СЗКО с 2026 года будут включаться в категорию ВЛА-2. Эта мера должна повысить ликвидность выпусков секьюритизации на вторичном рынке.

Надежда ЛЕБЕДЕВА,
руководитель юридической практики, Trewetch Group:

— Если говорить об отдельных изменениях законодательства 2024 года, то можно отметить в качестве примера следующие.

Теперь при обратном выкупе оригинатором или указанным им лицом просроченных прав требования к физическим лицам СФО должно опубликовать сведения в Федресурсе об отчуждении прав требования. Казалось бы, технический момент, но он очень важный с учетом потенциальных штрафов. При этом поскольку речь идет о персональных данных заемщиков, которые отсутствуют у СФО, отличным инструментом является МЧД, которая позволяет сотруднику сервисного агента от имени СФО подгрузить необходимые данные и осуществить публикацию.

В 2024 году был принят закон, изменяющий требования к объему рисков, принимаемых оригинатором по сделке секьюритизации. Эти положения вступают в силу уже в 2025 году. От Банка России рынок ожидает также порядок определения объема принимаемых рисков.

Кроме того, в 2024-м расширены меры социальной и материальной поддержки военнослужащим и членам их семей, что касается в том числе и секьюритизируемых активов, поскольку речь идет о прощении долга и/или введении кредитных каникул, поэтому они должны учитываться при структурировании сделок. Следует отметить, что и в 2025 году предполагается дальнейшее расширение таких мер. Так, например, законопроектом предлагается прощать долг в размере не более 1 миллиона рублей по кредитному договору военнослужащему при признании его инвалидом II группы.

В октябре 2025 года вступает в силу указание Банка России, содержащее обновленный перечень информации, признаваемой инсайдерской.

В 2025 году ожидаются уточненные правила допуска ценных бумаг к торгам.

Сейчас рассматривается законопроект о расширении правоспособности СФО. Предлагается предусмотреть на уровне закона, что не только СОПФ, но и СФО вправе выступать участником синдиката кредиторов в соответствии с Федеральным законом «О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Кроме того, предполагается на законодательном уровне снять запрет на создание «матрешек» как для АО, так и для ООО, но с оговоркой: одно и то же лицо не сможет выполнять функции ЕИО в учредителе/участнике, имеющем единственного участника, и в самом таком обществе. Поскольку со стороны рынка появляются запросы на сделки, которые предполагают приобретение СФО акций, этот момент необходимо учитывать при структурировании таких сделок.

Какие факторы, исходя из вашего опыта, являются определяющими при выборе участников инфраструктуры для сделки?

Александра ВЕРОЛАЙНЕН:

— Для оригинаторов при выборе участников инфраструктуры приоритетен прошлый успешный опыт кандидата в сделках секьюритизации. При этом у небольших и крупных банков факторы

выбора участников несколько отличаются. Согласно опросу, проведенному «Эксперт РА» среди банков, для средних и небольших оригинаторов стоимость услуг таких участников так же важна, как и их опыт участия в сделках. При этом для таких банков не столь приоритетна репутация участника при принятии решения о включении его в инфраструктуру сделки. Для крупных банков репутация и опыт так же важны, как и оперативность взаимодействия, стоимость услуг при этом менее значима.

Луиза ЛЕСНАЯ, директор, Trewetch Group:

— Если говорить о таких участниках инфраструктуры сделки, как управляющая и бухгалтерская организации, то мы отмечаем, что оригинаторы и организаторы сделки ориентируются как на опыт и компетенцию команды, так и на оперативность в вопросах стартовых действий по созданию СФО, а также его учредителя, готовность, возможность и умение команды работать в нестандартных ситуациях. Иногда поступают запросы о наличии готовых «полочных» структур. Однако немаловажным остается и вопрос о размере вознаграждения. На данный момент конкуренция на рынке услуг администрирования специально созданных компаний достаточно высока.

Анна ГОРЕЛОВА:

— При выборе участников инфраструктуры для сделки основными являются следующие факторы:

• стоимость услуг: нужно учесть все затраты, включая дополнительные расходы;

• экспертиза и опыт: участники должны знать и понимать специфику конкретной сделки и иметь опыт в аналогичных либо схожих сделках.

Что можно предпринять для повышения прозрачности сделок, которая, как следствие, могла бы способствовать привлечению новых инвесторов?

Луиза ЛЕСНАЯ:

— Представляется, на данный момент уровень раскрытия информации достаточно высок, и стоит ли увеличивать объем раскрытия информации, есть ли в этом потребность и запрос рынка — вопрос спорный. При необходимости СФО может принять на себя добровольное раскрытие информации: например, ООО «СФО СБ Секьюритизация» раскрывает информацию о составе и структуре залогового обеспечения в большем объеме, чем это предусмотрено законодательством.

Анна ГОРЕЛОВА:

— Представляется, что можно было бы предпринять следующие шаги:

• упростить юридический язык эмиссионных документов;

• более детально раскрывать информацию об операциях внутри сделок, включая детали взаимоотношений между эмитентом, расчетным агентом и сервисным агентом.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН:

— По сделкам сейчас раскрывается ограниченный объем информации для инвестора. Несмотря на то, что отдельные оригинаторы стремятся повысить информационную прозрачность, раскрывать в отчетах для инвестора на ежемесячной основе больше данных по динамике портфеля, всё еще нет единого стандарта, что усложняет машинную обработку таких данных для инвесторов. Также пока нет детализированного раскрытия рыночной статистики на уровне ипотеки по другим сегментам рынка, например, автокредитам, потребительским кредитам, кредитам МСП.

Полезной для повышения прозрачности рынка могла бы быть разработка ценовой конвенции по сделкам неипотечной многотраншевой секьюритизации по аналогии с ипотечными бумагами, а также калькулятора денежных потоков на ее основе. Наличие единых правил расчета облегчило бы анализ сделок для институциональных инвесторов и было бы весомым аргументом для более низких коэффициентов риска по сделкам РЕПО.

Последнее время на рынке стало появляться всё больше выпусков ЦФА с обеспечением. Как вы в связи с этим оцениваете потенциал развития секьюритизации с использованием ЦФА в этом году? Изменилась ли ситуация относительно 2024 года?

Анна ГОРЕЛОВА:

— Полагаю, что кратко на этот вопрос ответить непросто, в связи с чем мои коллеги Иван Махалин, партнер LECAP, и Даниил Басин, юрист FOCUS Management, подробно изучили этот вопрос в рамках заметки «Место ЦФА в сделках секьюритизации», опубликованной в настоящей энциклопедии.

Луиза ЛЕСНАЯ:

— К сожалению, мы пока не имеем в своем портфеле обслуживаемых секьюритизированных ЦФА, но было бы интересно поработать с ними.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН:

— На рынке ЦФА не было реализовано ни одного полноценного выпуска секьюритизации активов. В то же время уже появляются выпуски ЦФА, в отдельных аспектах напоминающие сделки классической секьюритизации: используется залоговый счет, залог прав требований, привлечение третьего лица, контролирующего залог. Также есть прецеденты выпусков кредитных нот без обеспечения, но с трансляцией денежных потоков от третьих лиц. Но все эти выпуски несут в себе риски оригинатора, поскольку ЦФА в силу закона пока не могут быть размещены с баланса СФО. Именно снятие этого ограничения, позволяющего отделить выпуск от рисков оригинатора, может стать катализатором таких размещений. Пока по обеспеченным ЦФА не отмечается снижения процентной ставки при наличии залога, несмотря на комфортный уровень LTV. Кроме того, недоверие к таким инструментам со стороны инвесторов может быть связано с отсутствием судебной практики и успешных кейсов взыскания залога по дефолтным ЦФА.

Как вы можете оценить внедрение цифровой платформы ипотечных ценных бумаг (ЦП ИЦБ)? Насколько удобнее с течением времени становится калькулятор ИЦБ «ДОМ.РФ»?

Луиза ЛЕСНАЯ:

— Управляющая и бухгалтерская организации специализированных финансовых обществ не пользуются данным инструментом, но он, безусловно, полезный.

Какие еще цифровые инструменты были бы полезны для развития рынка?

Луиза ЛЕСНАЯ:

— Для развития рынка было бы полезно иметь программу автоматического заполнения пакета документов для регистрации выпусков и программ облигаций для сокращения времени и трудозатрат по сделке на эту важную, но стандартизированную работу.

Возможно, целесообразно было бы иметь типовые эмиссионные документы как цифровой инструмент, опять же заполняемый путем ввода индивидуальных данных. Но в любом случае каждая сделка так или иначе индивидуальна, и даже программный продукт по типовой документации должен предусматривать возможность прописывать индивидуальные условия.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН:

— На сегодняшний день в бесплатном доступе находится несколько инструментов, доступных оригинаторам, помимо ипотечного калькулятора ДОМ.РФ.

На сайте «Эксперт РА» в открытом доступе есть калькулятор расчета рисквесов как по младшим позициям, удержи-

ваемым оригинатором, так и по старшей и мезонинной позициям в соответствии с Положением от 04.07.2018 №647-П. Также там есть онлайн-сервис оценки базовых параметров сделки для оригинаторов и расчета денежных потоков при разных предпосылках структуры.

Вместе с тем для развития рынка был бы полезен цифровой инструмент для инвесторов, включающий стандартизированную оценку денежных потоков и других ценовых параметров реализованных выпусков многотраншевой секьюритизации на вторичном рынке. Это могло бы потенциально повысить ликвидность инструментов многотраншевой секьюритизации, привлечь новых инвесторов за счет наличия единых прозрачных правил расчета цены.

Как вы считаете, какие новые активы могут появиться в сделках секьюритизации? Какие активы интересны с точки зрения денежного потока, ликвидности, ценообразования?

Анна ГОРЕЛОВА:

— Любые новые активы — это интересный вызов. В сделках секьюритизации могут появиться такие активы, как интеллектуальная собственность, медиаконтент, производственное оборудование, различные контракты (например, договоры интернет-услуг и иные однотипные договоры услуг) и другое. Представляется, что инвесторы заинтересованы в новых видах сделок, поскольку они позволяют разнообразить портфель и инвестировать в активы с разными характеристиками риска и доходности, при этом ключевым фактором для инвесторов всё же выступает доходность конечного продукта, нежели необычность и новизна активов.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН:

— Сейчас для банков наиболее интересны для многотраншевой секьюритизации потребительские кредиты без обеспечения, поскольку они дают наибольшую разгрузку капитала. В то же время такие портфели имеют хороший избыточный спред к купонной ставке, что позволяет структурировать экономически эффективные и надежные выпуски. В рамках ипотеки остаются и будут продолжать быть привлекательными сделки в рамках программы ДОМ.РФ за счет возможностей использования ипотечных бумаг в качестве залога по сделкам РЕПО.

Отдельно стоит выделить размещения репаков крупных корпоративных кредитов, в том числе и по проектному финансированию. Мотивы использования облигаций в рамках крупных проектов, в том числе проектов технологического суверенитета и проектов структурной адаптации экономики, могут заключаться в управлении санкционными рисками и нормативами концентрации по крупным ссудам. К сожалению, невыгодный регуляторный режим рейтингов «.sf» ограничивает использование мер кредитного усиления, характерных для сделок секьюритизации, для таких выпусков, тем самым сужая инструментарий снижения рисков инвесторов.

В любом случае если мы увидим снижение ставок в этом году, то можно будет наблюдать активизацию по многим сегментам, поскольку появится существенная положительная разница между ставками портфелей и ставками облигационного рынка.

Луиза ЛЕСНАЯ:

— Секьюритизировать можно любой актив, который генерирует периодический денежный поток: ценные бумаги, в том числе паи и акции, иные облигации, коммунальные платежи, факторинг, лизинговые платежи, плату за потребление мощностей, платежи в рассрочку, роялти, арендные платежи, платежи по долгосрочным поставкам, микрозаймы, в том числе просроченные долги, платежи за использование токенов при работе с платными нейросетями и прочее. Вопрос в их объеме и окупаемости с точки зрения расходов на содержание СФО и элементов его инфраструктуры.