Владимир ДРАГУНОВ,
партнер, глава практики секьюритизации, «Бейкер и Макензи»

Участвовал в разработке и реализации более 50 проектов по секьюритизации и структурированному финансированию как в России, так и за ее пределами. Многие из сделок стали прорывными: первый в истории выпуск международных ипотечных облигаций для банка ВТБ, дебютная секьюритизация кредитных карт для банка «Русский Стандарт», первая международная секьюритизация потребительских кредитов ХКФ Банка, первая секьюритизация автокредитов для МДМ Банка, первая секьюритизация диверсифицированных платежных прав для Альфа-Банка, первый выпуск имеющих рейтинг обеспеченных ипотечных облигаций (covered bonds) для банка «ДельтаКредит», первая секьюритизация потребительских кредитов через выпуск рублевых российских облигаций для ХКФ Банка.

Принимал участие в структурировании и реализации более 25 российских выпусков облигаций с ипотечным покрытием.

С 2005 года участвовал в разработке законодательства в сфере секьюритизации и кредитования.

С отличием окончил факультет международного права Московского государственного института международных отношений (МГИМО). Кроме того, получил степень магистра права с отличием (специальность — «Банковское и финансовое право») в Лондонском университете (UCL).

Сделка ХКФ Банка: первая российская секьюритизация потребительских кредитов

С 2012 года российские банки искали пути секьюритизации своих кредитных портфелей путем размещения рублевых бумаг на российском рынке. Наша команда разработала структуру, которая позволяет секьюритизировать любой класс активов через выпуск российских рублевых облигаций и дает возможность участвовать в размещении широкому классу инвесторов, включая банки, управляющие компании, пенсионные фонды, а также страховые компании. Данная структура была успешно реализована Хоум Кредит энд Финанс Банком в ноябре 2013 года.

До кризиса 2008 года существенный объем сделок секьюритизации приходился на трансграничные транзакции. Российские банки и компании в 2005–2008 годах секьюритизировали широкий спектр активов, включая ипотеку, потребительские кредиты, автокредиты, кредитные карты, лизинговые платежи, факторинговые платежи, межбанковские клиентские платежи. Приобретателями бумаг в таких сделках выступали, как правило, зарубежные банки и инвесторы.

После кризиса 2008 года международный рынок секьюритизации оказался фактически закрытым для российских эмитентов. В то же время, российский облигационный рынок в последние годы демонстрировал активность, однако не мог похвастаться разнообразием инструментов. На российском рынке в основном секьюритизировали ипотеку через

выпуск ипотечных облигаций в рамках закона об ипотечных ценных бумагах. В настоящее время реализовано уже более 50 сделок по выпуску ипотечных облигаций. Облигации, обеспеченные иными активами, фактически отсутствовали на российском рынке.

В ноябре 2013 года ХКФ Банк впервые в России представил структуру выпуска облигаций, обеспеченных потребительскими кредитами. Это стало настоящим прорывом для внутреннего рынка секьюритизации. В рамках выпуска были размещены российские рублевые облигации на общую сумму 5 млрд руб. со ставкой купона 8.25% на первые три года. Выпуску были присвоены два рейтинга инвестиционного уровня от международных рейтинговых агентств — Moody's и Standard & Poor's. Облигации были также включены в Ломбардный список Банка России с поправочным коэффициентом 0.88, что находится на уровне коэффициента для ипотечных облигаций.

Структура использует две компании специального назначения (КСН). Следует отметить, что структуры с двумя КСН нередко используются в зарубежных сделках и уже применялись в российских сделках трансграничной секьюритизации. Итак, в рамках сделки ООО «ХК Финанс» (эмитент) разместило российские рублевые облигации и за счет полученных денежных средств предоставило целевой заем компании в Голландии, Eurasia Structured Finance No. 3 B.V. (покупатель). Полученные денежные средства направлены покупателем на приобретение портфеля потребительских кредитов у банка «Хоум Кредит». В дальнейшем портфель кредитов продолжает обслуживаться банком «Хоум Кредит», а полученные платежи по портфелю перечисляются покупателю и используются для погашения целевого займа и затем рублевых облигаций.

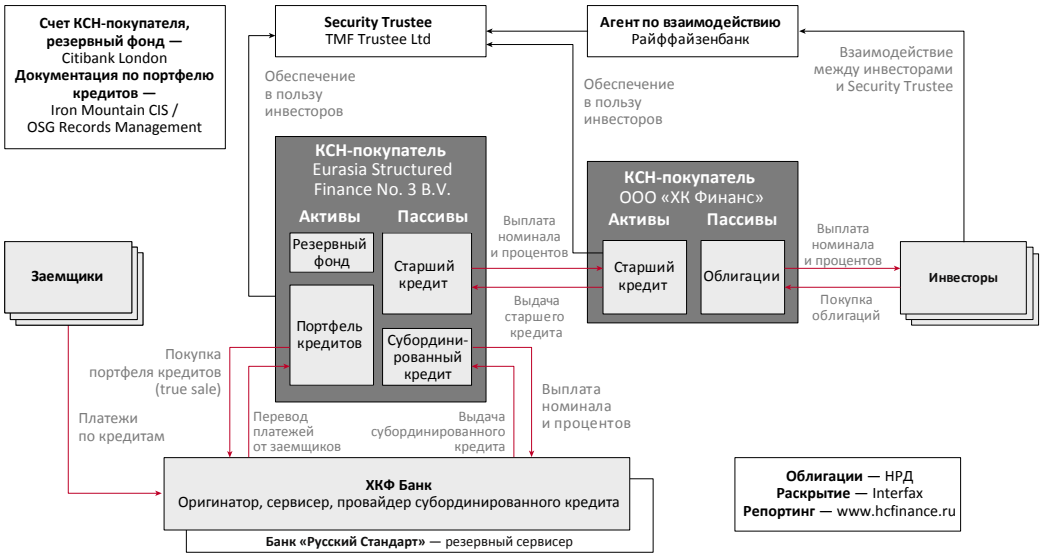
Банк «Хоум Кредит» также предоставил покупателю субординированный кредит, который создает необходимую кредитную подушку, защищающую владельцев облигаций от возможных дефолтов по портфелю, и фондирует резервный фонд, покрывающий выплаты купона по облигациям в течение шести месяцев.

Использование двух компаний специального назначения позволило усилить защиту прав владельцев облигаций по сравнению с локальными ипотечными облигациями за счет использования иностранных юрисдикций (Англии и Нидерландов) с развитым рынком и инфраструктурой по секьюритизации, а также дружелюбным по отношению к инвесторам законодательством.

Учреждение покупателя в Нидерландах полностью исключает риск его банкротства, а следовательно, портфель потребительских кредитов изолирован в пользу владельцев облигаций. Покупатель не аффилирован с банком «Хоум Кредит», учреждается штихтингами, специальными юридическими лицами по праву Нидерландов, не имеющими участников. Покупатель имеет ограниченную правоспособность, необходимую для реализации сделки, функции единоличного исполнительного органа переданы управляющей организации, а функции по ведению бухгалтерского учета — специализированной бухгалтерской организации. Документацией по сделке на покупателя наложены различные ограничения, обеспечивающие интересы владельцев облигаций. Возможность инициирования процедуры банкротства кредиторами покупателя за рамками сделки также ограничена.

Портфель потребительских кредитов, а также счета покупателя, на которых аккумулируются платежи по портфелю, заложены покупателем на основании договора залога, регулируемого голландским правом, в пользу управляющего обеспечением (security trustee) — профессиональной управляющей компании, имеющей опыт представления интересов владельцев облигаций. Управляющий обеспечением обязан действовать в интересах владельцев облигаций в соответствии с договором о предоставлении обеспечения, заключаемым с покупателем и также регулируемым голландским правом. Возникновение обязательства управляющего обеспечением действовать в интересах владельцев облигаций во многом схоже с используемой на российском рынке публичной офертой, которая акцептуется владельцами обли-

Рисунок 1. Структура сделки секьюритизации ХКФ Банка



гаций путем приобретения облигаций. Полномочия и функции управляющего обеспечением во многом предвосхищают полномочия и функции представителя владельцев облигаций, который будет доступен для российских выпусков с 1 июля 2014 года. Учитывая, что владельцы облигаций и управляющий обеспечением находятся в разных странах, для удобства коммуникации и взаимодействия в структуру сделки введен также агент по взаимодействию — российский инвестиционный банк, имеющий опыт работы на российском облигационном рынке.

Структура обеспечения во многом уникальна для российского рынка и представляет большой интерес для инвесторов. С точки зрения законодательства о рынке ценных бумаг облигации формально являются необеспеченными, обеспечение реализовано на договорном уровне, что позволило более гибко подойти к его структурированию. В случае дефолта эмитента по облигациям управляющий обеспечением автоматически запускает процесс обращения взыскания на обеспечение, и инвестору при этом не надо предпринимать никаких действий (подавать иски, проводить собрания владельцев облигаций и прочее). После дефолта по облигациям поступления по портфелю направляются непосредственно владельцам облигаций в даты выплаты купона. Одновременно портфель выставляется на продажу, и если полученное предложение позволяет полностью погасить облигации, находящиеся в обращении, то оно принимается покупателем и управляющим обеспечением, после чего портфель продается и облигации погашаются. В иных случаях полученное предложение подлежит согласованию с общим собранием владельцев облигаций. Таким образом, структура предоставляет возможность сбора платежей по портфелю и после дефолта эмитента, а не его обязательную быструю продажу с дисконтом, что позволит максимизировать выплаты владельцам облигаций в случае дефолта.

Структура эмитента облигаций во многом похожа на структуру ипотечного агента. Эмитент не аффилирован с банком «Хоум Кредит» и покупателем, учрежден голландскими штихтингами, имеет ограниченную правоспособность, необходимую для реализации сделки, функции единоличного исполнительного органа переданы управляющей организации, а

функции по ведению бухгалтерского учета — специализированной бухгалтерской организации. Кроме того, ограничения вводятся на состав участников и их действия в отношении долей эмитента. Участники эмитента не вправе отчуждать или обременять свои доли либо менять их размер.

Отдельный интерес представляет оферта банка «Хоум Кредит» на выкуп облигаций эмитента по истечению трехлетнего срока обращения. Цена, по которой выкупаются облигации, равна сумме непогашенного остатка номинальной стоимости и накопленного купонного дохода. Это обеспечивается особенностью револьверной структуры кредитного портфеля, в соответствии с которой все поступления по портфелю в счет досрочного погашения направляются на покупку новых кредитов. Таким образом, банк «Хоум Кредит» освобождает инвестора от рисков, связанных с досрочным погашением облигаций, и обеспечивает прозрачную структуру амортизации. Оферта не покрывает кредитный риск инвесторов, то есть не распространяется на случай дефолта по облигациям.

В конце прошлого года в России принят Федеральный закон № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (закон о секьюритизации), призванный создать основу для осуществления сделок секьюритизации в рамках российского правового поля. Закон о секьюритизации вступает в силу с 1 июля 2014 года и предполагает принятие целого ряда подзаконных актов, необходимых для его функционирования. Закон о секьюритизации вводит новый вид специального юридического лица для целей секьюритизации — специализированное финансовое общество — и со временем позволит реализовывать подобные сделки полностью в России. Тем не менее, потенциал использования структуры с двумя КСН в дальнейшем по-прежнему сохраняется, поскольку данная структура может служить основой для создания долгосрочной программы по рефинансированию разнообразных активов с привлечением как иностранных, так и российских инвесторов. В зависимости от конъюнктуры рынка финансирование может быть привлечено от иностранных инвесторов на уровне голландской КСН, а также (причем одновременно) от российских инвесторов на уровне российского эмитента.