Екатерина МИХЛИНА, ведущий аналитик, рейтинги структурированного финансирования, «Эксперт РА»

Юрий УВАРОВСКИЙ, ведущий аналитик, рейтинги структурированного финансирования, «Эксперт РА»

Александра ВЕРОЛАЙНЕН, управляющий директор, рейтинги структурированного финансирования, «Эксперт РА»

Структурные облигации: критерии для розницы

С принятием Закона № 75-ФЗ в октябре 2018 года появилась возможность выпуска структурных облигаций в российском праве. Для этих инструментов характерен повышенный риск, поскольку они предполагают погашение ниже номинала при наступлении определенных обстоятельств. Законодатель допустил возможность инвестирования неквалифицированными инвесторами в структурные облигации, но при условии их соответствия определенным критериям, которые должен установить Банк России. Наличие требования по уровню кредитного рейтинга структурной облигации позволит ограничить вложения неквалифицированных инвесторов на этом рынке менее рискованными инструментами, но при этом не лишит массового инвестора возможности инвестирования с повышенной доходностью.

Стимулом для размещений структурных облигаций по российскому праву может стать введение критериев для допуска неквалифицированных инвесторов.

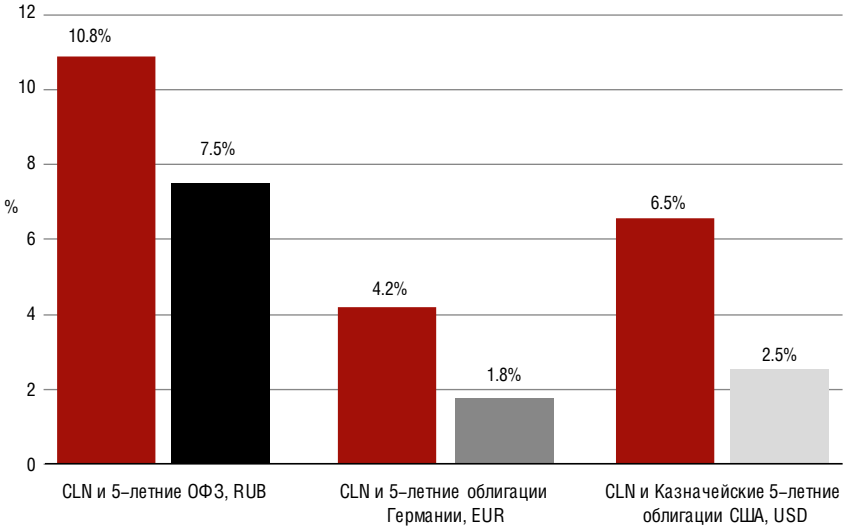
В октябре 2018 года вступил в силу Федеральный закон № 75-ФЗ, установивший возможность выпуска структурных облигаций на российском рынке, но до настоящего времени не было произведено ни одно рыночное размещение. Новация заключается в том, что при определенных обстоятельствах, указанных в эмиссионных документах, облигация может предусматривать размер выплат инвесторам ниже номинала. К этим обстоятельствам законодатель относит широкий перечень триггеров: изменения цен на товары, ценные бумаги, курса валюты, процентных ставок, показателей официальной статистики, уровня инфляции и так далее. В том числе в состав обстоятельств, определяющих размер выплат, вошло неисполнение обязательств юридическими лицами, а также государством или муниципальными образованиями (контрольными лицами), что создало основу для выпуска российских CLN (credit-linked notes).

Превышение ставки по CLN над доходностью безрисковых инструментов аналогичной срочности в соответствующей валюте может составлять около 2–4 п.п. в зависимости от характеристик базовых активов (Рисунок 1).

Тем не менее, как и в случае с иными инвестиционными продуктами, часть этого спреда идет на выплату комиссии продавцу инструмента. Клиент уплачивает брокеру и депозитарию комиссию в соответствии с тарифными планами, она не зависит от типа инструмента. Дополнительная комиссия за структурирование инструмента может быть установлена в зависимости от типа валюты, ликвидности базовых активов, внутренних факторов эмитента/брокера. Ее величина может варьироваться от 0.1 до 1 % годовых.

Создание локальной нормативной базы под структурированные сделки, санкции в отношении госбанков, а также риски ограничения трансграничных платежей стимулируют переход всей инфраструктуры по созданию структурированных продуктов в Россию. Но регулятивные ограничения вложений банков и институциональных инвесторов оставляют таким инструментам довольно небольшую инвесторскую базу в виде профессиональных частных инвесторов. Однако для них структурные инструменты доступны через иностранные юрисдикции, где размещения для эмитентов менее затратны. В условиях снижающихся ставок интерес к долговым инструментам с повышенной доходностью проявляют и розничные инвесторы, но их профиль не соответствует повышенным рискам структурных облигаций. Законодатель счел возможными инвестиции неквалифицированных инвесторов в структурные облигации, но при условии соответствия этих инструментов определенным критериям, которые должен установить Банк России. Введение Банком России эффективных критериев для допуска неквалифицированных инвесторов к этому рынку, ограничивающих их вложения менее рискованными инструментами, может стать стимулом для размещений структурных облигаций по российскому праву.

В международной практике (например, регламент «О документации по ключевой информации о пакетных розничных и страховых инвестиционных продуктах» MiFID II, директива 2014/65/EC) регуляторы уделяют основное внимание уровню раскрытия информации по структурному инструменту при продаже его розничному инвестору. Российским регулятором в соответствии с лучшими практиками тоже, несомненно, должны быть выработаны требования к раскрытию информации. Важно не допустить позиционирования структурных облигаций банка как альтернативы депозиту. Такие инвестиции не покрываются страховой защитой АСВ и несут в себе повышенный риск. Кроме того, структурные облигации обладают меньшей ликвидностью, и потому перед инвестором должны быть раскрыты риски потерь в случае досрочной продажи.



Источник: «Эксперт РА», по данным Cbonds.ru; рассчитана средняя доходность государственных 5-летних облигаций со сроками погашения, аналогичными срокам погашения CLN

Рисунок 1
Доходность по CLN на 2–4 п.п. превышает безрисковую доходность инструментов в соответствующей валюте

Однако, по мнению агентства, требования к раскрытию рисков и иных сведений в удобном формате могут быть недостаточными для разрешения доступа неквалифицированных инвесторов к этому рынку. В части структурных облигаций для наиболее массового сегмента могут быть установлены критерии по типу базового актива, лежащего в основе инструмента. Предпочтительными активами в этой связи являются долговые инструменты как менее рискованные и волатильные инвестиции по сравнению, например, с акциями или валютой.

Кредитный рейтинг структурных облигаций — наиболее эффективный критерий для ограничения рисков неквалифицированных инвесторов.

Структурным облигациям, платежи по которым привязаны к кредитному событию по долговому инструменту контрольных(ого) лиц(а), может быть присвоен кредитный рейтинг. Важно понимать, что кредитный рейтинг кон-

Таблица 1
Часть матрицы определения рейтинга структурных облигаций для сделок с участием одного контрольного лица

		УРК стороны с максимальным риском					
		ruAAA	ruAA	ruA	ruBBB	ruBB	ruB
УРК стороны с минимальным риском	ruAAA	ruAA+	ruAA–	ruA	ruBBB	ruBB	ruB
	ruAA		ruA+	ruA	ruBBB	ruBB	ruB
	ruA			ruBBB+	ruBBB	ruBB	ruB
	ruBBB				ruBB+	ruBB	ruB
	ruBB					ruB+	ruB–
	ruB						ruB–

Источник: «Эксперт РА»

Источник: «Эксперт РА»

Рисунок 2
Схема анализа структурных облигаций, где эмитентом выступает брокер/дилер/банк

ВАЖНО НЕ ДОПУСТИТЬ ПОЗИЦИОНИРОВАНИЯ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ БАНКА КАК АЛЬТЕРНАТИВЫ ДЕПОЗИТУ. ТАКИЕ ИНВЕСТИЦИИ НЕ ПОКРЫВАЮТСЯ СТРАХОВОЙ ЗАЩИТОЙ АСВ

трольного лица является недостаточным для оценки рисков по структурной облигации, поскольку не учитывает риски самого эмитента в случае выпуска облигаций с баланса операционной компании, специфику определения кредитного события по структурной облигации, не оценивает сбалансированность денежных потоков и наличие залогового покрытия при выпуске с баланса СФО. Поэтому необходимо наличие требования по уровню кредитного рейтинга самой структурной облигации, которое позволит ограничить вложения неквалифицированных инвесторов на этом рынке менее рискованными инструментами, но при этом не лишит массового инвестора возможности инвестиций с повышенной доходностью. В зависимости от степени консервативности регулятором может быть установлен тот или иной пороговый рейтинговый уровень. По мнению агентства, этот уровень не должен быть ниже уровней, установленных для инвестиций пенсионных накоплений НПФ (в соответствии с решением Совета директоров Банка России от 15.06.2018: ruA- для вложений в облигации банков и ruBBB+ для иных эмитентов).

Кредитный рейтинг структурной облигации является мнением агентства о вероятности реализации кредитного события и неисполнения обязательства эмитентом, в результате которых выплаты инвесторам по долговому инструменту составят менее 100% относительно суммы выплат при отсутствии кредитного события. Им может быть не только дефолт по обязательствам, но и срабатывание триггеров на досрочное погашение или реструктуризация. При более широком определении кредитного события по сравнению с определением дефолта агентства в оценку бумаги закладывается условный рейтинговый класс (УРК)[1] контрольного лица, как правило, сниженный на 1 рейтинговый уровень.

Закон предполагает возможность выпуска структурных облигаций только кредитными организациями, брокерами, дилерами и СФО. Логика кредитного анализа структурных облигаций разнится в зависимости от того, ведет ли эмитент операционную деятельность или является СФО.

При выпуске структурных облигаций с баланса операционной компании (банка или брокера) основными носителями кредитного риска для присвоения рейтинга выпуска являются эмитент и контрольное лицо (или контрольные лица) — см. Рисунок 2. Итоговый рейтинг структурной облигации присваивается в соответствии с матрицей сопоставления вероятности дефолта сторон, несущих риск для структурной облигации.

Кредитный рейтинг оценивает вероятность своевременного получения инвесторами структурной облигации 100% номинала облигации и 100% дохода по облигации. Этого может не произойти в случае дефолта хотя бы одного из носителей кредитного риска, поэтому итоговая вероятность дефолта по структурной облигации выше, нежели отдельные вероятности дефолта оцениваемых объектов.

Важно информировать инвесторов о том, что вложение средств в структурную облигацию Банка А с рейтингом ruBB с привязкой к кредитному риску компании Б с рейтингом ruAAA — это прежде всего риск размещения средств в Банке А с дополнительной структурной компонентой. Акцент на суверенном уровне риска контрольного лица не должен быть основой для продвижения продаж этих инструмен-

[1] Условный рейтинговый класс (УРК) соответствует уровню рейтинга по национальной шкале «Эксперт РА». Он определяется по соответствующей данному типу объекта рейтинга методологии агентства (банки, нефинансовые компании, регионы и др.) с использованием совокупности имеющейся у агентства информации: присвоенные кредитные рейтинги, финансовая отчетность, другая информация из открытых источников. УРК используется агентством в различных методологиях для оценки кредитного качества контрагентов объекта рейтинга, качества его финансовых вложений и т. д.

тов. Инвестор, купивший такую структурную облигацию, несет полный кредитный риск Банка А, вытекающий из всего спектра его операций и видов деятельности. Банк А, как правило, может не иметь в принципе на балансе обязательства компании Б, поскольку большая часть расчетов по таким инструментам проводится в денежной форме, и кредитное событие в отношении контрольного лица рассматривается лишь как независимый триггер.

Основной компонент при определении ставки купона по структурной облигации — это стоимость фондирования на рынке для эмитента. Иными словами, эмитент платит купон, равный сумме стоимости привлечения средств на рынке для него и стоимости защиты от кредитного риска контрольного лица, которая определяется как премия по кредитному дефолтному свопу (CDS, credit default swap), который встраивается в структурные облигации типа CLN. Интерес эмитента помимо привлечения фондирования заключается в возможности перепродать риск контрольного лица с более высокой премией на рынке CDS.

CDS может быть заключен между различными контрагентами на любое имя. Тем не менее наиболее гармоничным видится структурирование облигаций для покупки неквалифицированными инвесторами с привязкой к кредитному риску контрольных(ого) лиц(а), на обязательства которых(ого) есть достаточно ликвидный рынок CDS и еврооблигаций. Наиболее ликвидные CDS на обязательства российских эмитентов входят в состав расчета индекса Markit ITRX CEEMEA. Среди них РЖД, Газпром, Лукойл, Евраз, ВымпелКом, Роснефть, Альфа-Банк, РоссельХозБанк, Сбербанк (Рисунок 3). Стандарты ISDA (International Swaps and Derivatives Association) по CDS на российский корпоративный и суверенный долг включают обязательства, выпущенные в иностранной валюте, не по российскому праву, для корпораций — в формате Loan Participation Notes (LPN). Всего количество имен, выпускающих LPN, составляет порядка 30.

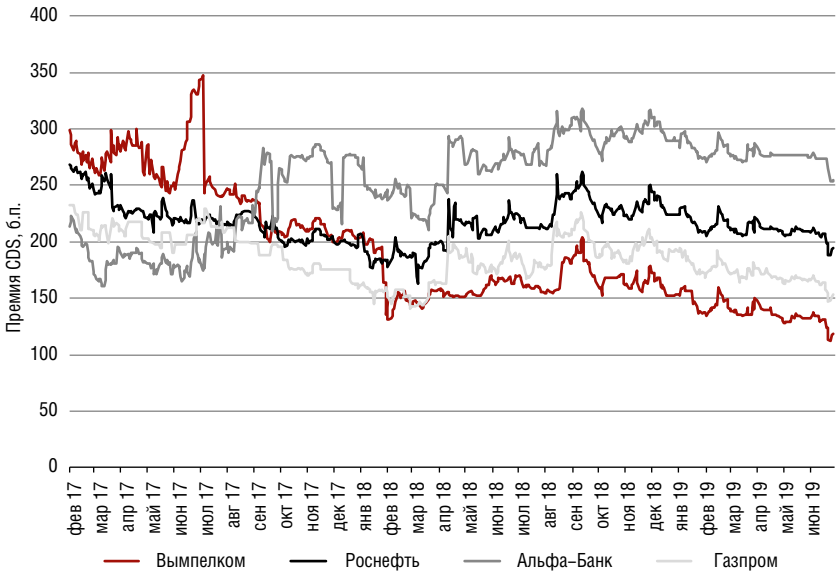
Присвоение кредитного рейтинга структурным облигациям, где эмитентом выступает СФО, включает большее количество компонентов оценки. Ключевым элементом здесь является залог. Агентство полагает, что в случае с брокерами и дилерами, кредитный риск которых полностью отражает их УРК, требование о наличии залога может быть избыточным, и поэтому допускает наличие номинального залога для целей соблюдения законодательной нормы. В отношении СФО, не ведущего какой-либо иной деятельности, требование о залоге является ключевым. Агентство требует наличия залога по облигациям, выпущенным СФО, составляющего 100%-ное покрытие обязательств.

Роль залога выполняет долговой инструмент с фиксированной доходностью, который, как правило, может быть обязательством контрольного лица или обязательством продавца инструмента. Дополнительную доходность сверх фиксированной эмитент получает, заключив CDS (также находящийся в залоге), который в обмен на защиту от кредитного риска контрольного лица уплачивает эмитенту премию. Для такой конструкции важно, чтобы определение кредитного события по структурной облигации совпадало с определением кредитного события по заключенному CDS.

Вместо УРК эмитента, который невозможно определить для СФО, оценивается УРК обязательства, составляющего обеспечение по выпуску, и УРК контрагента по CDS. Входящие платежи от этих двух источников могут быть рассинхронизированы по времени с выплатой процентных и операционных расходов, поэтому в таком случае повышается значимость оценки банка (также через УРК), на счетах которого поступающие средства аккумулируются на определенный промежуток времени до выплаты дохода инвесторам.

НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ПОКА ОТСУТСТВУЕТ ПОДОБНЫЙ АРБИТР, ИМЕЮЩИЙ УРОВЕНЬ РЕПУТАЦИИ И ОПЫТ ISDA, ХОТЯ ВЕДЕТСЯ СООТВЕТСТВУЮЩАЯ РАБОТА НА УРОВНЕ СРО

Рисунок 3
Динамика стоимости 5-летних контрактов CDS на российский корпоративный долг



Источник: «Эксперт РА» по данным Bloomberg

Рисунок 4
Схема анализа структурных облигаций, где эмитентом выступает СФО

КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ СТРУКТУРНОЙ ОБЛИГАЦИИ ЯВЛЯЕТСЯ НАИБОЛЕЕ ЭФФЕКТИВНЫМ КРИТЕРИЕМ ДЛЯ ДОПУСКА РОЗНИЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ К ЭТОМУ РЫНКУ

Принимая во внимание большое количество носителей кредитного риска, а также необходимость моделирования денежных потоков по выпуску, для определения рейтинга требуется имитационное моделирование, при котором учитываются вероятности дефолта всех носителей кредитного риска для выпуска (Рисунок 3). Тем не менее компоненты анализа структурных облигаций, выпущенных СФО, могут разниться по сравнению с описанными выше в зависимости от типа инструмента, поскольку они допускают большую вариативность внутреннего наполнения.

Необходимость СФО распределять часть поступлений на операционные затраты, например вознаграждение управляющей компании и комиссию банку, может снижать привлекательность ставки по выпуску структурных облигаций, поэтому агентство ожидает, что первые выпуски для частных инвесторов по российскому праву будут осуществлены с баланса операционных компаний: банков и брокеров.

Кредитный рейтинг не отражает риски определения суммы возмещения после дефолта.

Кредитный рейтинг агентства «Эксперт РА», оценивая вероятность выплат ниже 100% от обещанных сумм, тем не менее не отражает уровня потерь, которые понесет инвестор в случае дефолта эмитента или контрольного лица, и рисков, связанных с определением суммы возмещения. В международной практике установлением факта кредитного события и назначением аукциона для определения уровня возмещения по таким инструментам занимается комитет ISDA, что гарантирует независимость этих процедур. На российском рынке пока отсутствует подобный арбитр, имеющий уровень репутации и опыт ISDA, хотя ведется соответствующая работа на уровне СРО: НАУФОР и НФА. В связи с этим есть вероятность возникновения конфликта интересов в части установления факта кредитного события и определения уровня возмещения потерь для инвесторов в сделках, где роль расчетного агента будет выполнять сторона продавца инструмента. С учетом этого важно для большей прозрачности определения конечных выплат держателям облигаций в качестве критерия для допуска неквалифицированных инвесторов также включить требования о публичном характере обязательства контрольного лица и о привязке действий расчетного агента к положениям ISDA. В будущем после появления локального определяющего комитета и выработки независимых практик его работы возможна привязка действий расчетного агента к российскому комитету.

Еще одной особенностью, связанной с расчетным агентом, является потенциальный риск расширения определения кредитного события в матрицах стандартных контрактов ISDA по российскому долгу за счет включения в него триггера на введение санкций. Вероятность включения контрольного лица в санкционный список не может быть измерена кредитным рейтингом, поскольку находится в плоскости политических рисков. Такое дополнение определения кредитного события может создать ограничения для применения стандартов ISDA, что требует ускоренной работы над созданием локального определяющего комитета.

Принимая во внимание ряд ограничений, связанных с расчетным агентом, кредитный рейтинг структурной облигации является наиболее эффективным критерием для допуска розничных инвесторов к этому рынку, поскольку он автоматически ограничивает область доступных инструментов только продуктами с привязкой к кредитному риску и учитывает дополнительные риски помимо кредитоспособности контрольного лица. Прозрачность определения конечных выплат держателям облигаций будут обеспечивать требования о публичном характере обязательства контрольного лица и о привязке действий расчетного агента к положениям ISDA.

LEGENDA
INTELLIGENT
DEVELOPMENT
СОЗДАТЕЛЬ ЖИЛЬЯ
SMART-КЛАССА
В РОССИИ
INVEST
SMART*
LEGENDA-DOM.RU
*Invest smart – инвестируйте по-умному
(812) 677-00-00
Реклама