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

Адил ГУСЕЙНОВ,
юрист, «Бейкер и Макензи»

Базель III, младшие транши, структурирование сделок в новых реалиях

1 июля 2014 г. вступил в силу закон № 379-ФЗ, позволивший секьюритизировать широкий класс неипотечных активов на российском рынке. Центральный банк совместно с ключевыми участниками рынка разработал необходимые нормативно-правовые акты, позволяющие реализовывать сделки на практике. В текущей экономической ситуации для поддержки рынка секьюритизации необходимы дополнительные стимулы, прежде всего на уровне пруденциального регулирования, в частности резервирования и банковских нормативов.

После глобального кризиса 2008–2009 гг. на Западе было введено во многом запретительное регулирование в отношении сделок секьюритизации. К настоящему времени западные регуляторы осознали, что избыточное запретительное регулирование в целом ограничивает финансирование и неблагоприятно сказывается на экономике. Сейчас секьюритизация рассматривается как один из важных и необходимых способов привлечения кредитных ресурсов и диверсификации рисков[1]. При слабом развитии секьюритизации инвесторы уходят из долгосрочных инвестиций в краткосрочные[2]. Для определенного класса инвесторов, например для пенсионных фондов, такой переход практически невозможен, и их инвестиционные возможности становятся необоснованно ограниченными.

Для сравнения: рынок ипотечных ценных бумаг в России успешно развивался во многом благодаря государственной

[1] См., например, доклад сотрудников Международного валютного фонда, январь 2015: Securitisation. The Road Ahead. https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1501.pdf

[2] См., например, статью Angelien Kemna, риск-менеджера пенсионного фонда APG, апрель 2015: http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-impact-of-regulation

поддержке через Агентство по ипотечному жилищному кредитованию и Внешэкономбанк. По ипотечным ценным бумагам применяется пониженная ставка по налогу на прибыль, пониженный коэффициент риска при расчете норматива достаточности капитала, Центральный банк включает ипотечные ценные бумаги в Ломбардный список с относительно низким дисконтом — все это делает бумаги более привлекательными для инвесторов.

В 2015 г. Центральный банк продолжил внедрять в российское регулирование стандарты Базеля III, впервые они напрямую коснулись секьюритизации.

НОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ В 2016 Г.

Специальное пруденциальное регулирование секьюритизации до 1 января 2016 г. практически отсутствовало. Действовавшая ранее редакция Инструкции № 139-И «Об обязательных нормативах банков» выделяла только ипотечные ценные бумаги, а все прочие долговые бумаги относились к одной категории (код 8815). При расчете нормативов достаточности капитала ипотечные ценные бумаги были исключены из кодов 8815/8816 и попадали по общему правилу в IV группу активов с коэффициентом риска 100%. Некоторые банки руководствовались более консервативным подходом: исходя из рекомендаций Центрального банка, они применяли к ипотечным облигациям младших траншей повышенный коэффициент риска 150%, хотя формально инструкция не делала разницы между бумагами старших и младших траншей. Рыночный риск по облигациям, полученным в результате секьюритизации, считался так же, как и по другим облигациям.

Изменения, принятые Центральным банком в конце 2015 г., кардинально поменяли ситуацию. С 1 января 2016 г. в Инструкции № 139-И предусмотрен новый код 8749 для вложений в «облигации с залоговым обеспечением, исполнение обязательств по которым возможно только после исполнения обязательств по облигациям всех иных выпусков эмитента (облигации «младшего транша»)». Коэффициент риска по таким облигациям установлен в размере 1250%. Это означает, что при уровне достаточности капитала 8% позиция, приобретенная банком по облигациям младшего транша, должна быть полностью покрыта капиталом. С юридико-технической точки зрения введение такого кода также вызывает определенные вопросы. Например, не совсем понятно, применяется ли код 8749 к ипотечным облигациям младшего транша. Являются ли ипотечные облигации разновидностью облигаций с залоговым обеспечением? С одной стороны, ипотечные облигации обеспечены залогом ипотечного покрытия. Однако в силу ст. 27.3 «облигации с залоговым обеспечением» имеют отдельное определение. Так, предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением могут быть только ценные бумаги, недвижимое имущество и денежные требования, но не ипотечное покрытие. Кроме того, в регулировании ипотечных ценных бумаг и бумаг с залоговым обеспечением есть ряд фундаментальных отличий: наличие специализированного депозитария, требований к составу предмета залога (ипотечного покрытия) и другие. Мнения банков по этому вопросу различаются.

В результате принятых изменений получившаяся система регулирования (коэффициент 1250% для младшего транша, общее правило про 100% для других траншей) в целом соответствует упрощенной стандартной модели (Simplified Standardised Approach, SSA) оценки кредитного риска по сделкам секьюритизации, введенной еще Базелем II[1]. Именно этой моделью и руководствовался регулятор при первом внедрении Базеля III относительно секьюритизации. В этой связи необходимо отметить, что SSA по Базелю II может применяться только банками-инвесторами в ценные бумаги, но никак не банками-оригинаторами.[2] В изменениях Инструкции № 139-И такая важная деталь, к сожалению, была упущена.

---

[1] Точнее, SSA по Базелю II предусматривал вычитание из капитала в размере позиции по младшим траншам, а в соответствии с Базелем III те позиции, которые вычитались из капитала по Базелю II, получили вместо этого коэффициент риска 1250%.

[2] П. 63 Прил. 11 International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, June 2006: A bank operating under the simplified standardised approach can only assume the role of an investing bank in a traditional securitisation.

Наряду с изменениями в Инструкцию № 139-И, которые касаются оценки кредитного риска, с 1 января 2016 г. введено новое Положение 511-П, определяющее порядок расчета рыночного риска. Впервые в Положении были отдельно выделены сделки секьюритизации[1]. Коэффициенты для подсчета специального процентного риска были целиком взяты из стандартной модели рыночного риска, предусмотренной Базелем II. Так, по облигациям старшего транша, которые не имеют международного рейтинга, размер специального процентного риска предусмотрен в размере 100%, что в итоге также требует полного покрытия капиталом рыночного риска по таким позициям (рыночный риск по такой позиции рассчитывается как специальный процентный риск, умноженный на 12.5, что дает те же 1250%). Значения рейтингов, на наш взгляд, установлены без учета специфики текущей ситуации. Если выпуску присваивается рейтинг на уровне суверенного рейтинга РФ (текущее значение — Ba1 по шкале Moody's), облигации, полученные в результате секьюритизации, будут отнесены к бумагам с риском выше среднего, что дает рыночный риск в размере 350%. Кроме того, в отличие от обычных облигаций, бумаги, полученные в результате секьюритизации, не относятся к облигациям с низким риском, даже если они обеспечены поручительством лиц, имеющих два международных рейтинга. Логика такого исключения также не совсем понятна.

В результате указанных нововведений в России появилось определенное регулирование секьюритизации, которое носит изначально ограничительный характер, что не совсем обоснованно.

БАЗЕЛЬ III В ЕВРОПЕЙСКОМ РЕГУЛИРОВАНИИ

Для сравнения будет уместно кратко рассмотреть, как Базель III был принят в странах Европейского союза.

С 1 января 2014 г. в Европейском союзе действуют Директива ЕС 2013/36/EU (Capital Requirements Directive, CRD IV), и Регламент ЕС № 575/2013 (Capital Requirements Regulation, CRR).

Согласно CRR, по общему правилу при применении стандартного подхода (Standardised Approach)[2] младшие транши без рейтинга получают коэффициент риска 1250%. Вместе с тем, для оригинаторов в CRR предусмотрены два важных права: право включать секьюритизируемые активы в расчет достаточности капитала в случае передачи существенного риска и право применять пониженные коэффициенты риска для нерейтингованных траншей в случае наличия в любой момент времени полной информации о состоянии секьюритизируемых активов. В соответствии с первым пунктом, оригинатор вправе по своему усмотрению применять правила CRR в отношении облигаций, полученных в результате секьюритизации, или применять правила CRR в отношении секьюритизированных прав (требований), как будто сделки секьюритизации не происходило. Второе право позволяет оригинатору применять коэффициент риска ниже 1250%, равный средневзвешенному коэффициенту риска по секьюритизируемым активам, умноженному на коэффициент концентрации. Коэффициент концентрации определяется как соотношение номинала всех траншей к номиналу нерейтингованного транша. Такое право предоставлено лицам, владеющим информацией о секьюритизируемых активах[3]. В частности, такими лицами являются оригинаторы. Оба правила отражают более общую концепцию, закрепленную в отношении секьюритизации как в Базельских соглашениях, так и в CRR: в результате сделки секьюритизации достаточность капитала банка не должна уменьшаться по сравнению с достаточностью капитала, рассчитанной на основании секьюритизируемых прав (требований), то есть до сделки секьюритизации[4]. Действи-

[1] Рыночный риск обычно считается по облигациям старшего транша, обращающимся на бирже.

[2] В соответствии с Базелем I, коэффициент риска по активам банка принимал одно из пяти значений (0%, 10%, 20%, 50%, 100%) в зависимости от категории заемщика. Впоследствии такой подход получил название стандартного.

[3] П. 1 ст. 253 CRR

[4] Например, ст. 252 CRR; п. 594 International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (A Revised Framework Comprehensive Version), June 2006: http://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf

тельно, ведь в результате сделки секьюритизации интересы инвесторов лучше защищены по сравнению с инвестициями в секьюритизируемые активы напрямую, прежде всего за счет кредитной поддержки (credit enhancement), которая обычно предоставляется оригинатором в виде младшего транша, субординированного кредита, резервного фонда и так далее.

Данная концепция не была перенесена в регулирование, введенное Центральным банком с 1 января 2016 г. В результате, например, для кредитов малому и среднему бизнесу новой Инструкцией № 139-И установлен пониженный коэффициент риска 75% (коды 8740/8741). При секьюритизации портфеля кредитов МСП в отсутствие международного рейтинга и при выкупе оригинатором на себя старшего и младшего траншей (например, для целей РЕПО) банк должен будет при расчете достаточности капитала в отношении получившихся облигаций применить коэффициент риска 1250% к обоим выпускам, что в 16 раз превышает коэффициент риска изначального портфеля. Такое изменение не отражает экономической сути сделки.

СТРУКТУРИРОВАНИЕ СДЕЛОК В НОВЫХ РЕАЛИЯХ

Новые правила существенно влияют как на реализованные сделки секьюритизации, так и на структурирование будущих сделок.

Младший транш в российских сделках секьюритизации традиционно являлся самым распространенным способом создания необходимой кредитной поддержки (credit enhancement) по сделкам секьюритизации. Но это далеко не единственный способ. Существует возможность применять иные методы, получившие распространение прежде всего в трансграничных сделках секьюритизации: выдача оригинатором младшего (субординированного) кредита (займа), выпуск привилегированных акций, принятие оригинатором обязательств по выкупу дефолтных кредитов, предоставление поручительства, выпуск мезонинного транша и другие. Например, согласно полученным разъяснениям Банка России, код 8749 (вложения в облигации младшего транша) и коэффициент риска 1250% не применяются в отношении младших (субординированных) кредитов, выданных банком специализированному финансовому обществу (ипотечному агенту).

Реструктуризация существующих сделок может идти одним из перечисленных способов. Оптимальную схему реструктуризации необходимо выбирать, исходя из особенностей конкретной сделки и оригинатора.

Для будущих сделок неипотечной секьюритизации еще одна проблема связана с установленным законом требованием об обязательном удержании оригинатором риска в размере 20%. Если все 20% будут удерживаться за счет младшего транша, это повлечет существенное снижение достаточности капитала, поэтому необходимо применять другие способы, перечисленные в инструкции. Они включают, например, обязанность оригинатора по выкупу дефолтных кредитов по номиналу. Необходимо также отметить, что действующей инструкцией Банка России об удержании риска[1] предусмотрен гораздо более узкий инструментарий для удержания риска, чем в европейском регулировании. Проект изменений по расширению способов удержания риска, а также снижение обязательного удержания до 5% в настоящее время обсуждается с Банком России.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Принятое в конце 2015 г. регулирование привело к возникновению дополнительных препятствий для секьюритизации неипотечных активов. В настоящее время ведется работа по дальнейшему совершенствованию законодательства в части расширения форм принятия риска по облигациям, снижения размера удержания риска с 20% до 5%. Нужны дополнительные стимулы для развития рынка неипотечной секьюритизации, в частности снижение ставки налога на прибыль по облигациям, полученным в результате секьюритизации социально значимых активов, например кредитов малому и среднему предпринимательству. Для привлечения инвесторов в облигации с за-

[1] Инструкция Банка России от 07.07.2014 № 3309-У «О формах и способах принятия рисков по облигациям с залоговым обеспечением специализированного финансового общества и специализированного общества проектного финансирования»

логовым обеспечением необходимо, чтобы Центральный банк предоставлял меньший дисконт по облигациям с залоговым обеспечением. В настоящее время по обеспеченным облигациям с рейтингом на несколько ступеней выше рейтинга банка ЦБ устанавливает дисконт в таком же размере, как по необеспеченным облигациям самого банка. На уровне резервов и нормативов необходимо предоставить банкам-инвесторам стимул для вложений в облигации с залоговым обеспечением.

Стандарты Базеля также активно развиваются. В декабре 2014 г. был существенно переработан подход к оценке риска по сделкам секьюритизации (Securitisation framework)[1]. В частности, новый подход вводит иерархию подходов к оценке риска и ставит стандартный подход на последнее место (он применяется только тех в случаях, когда невозможно применить другие подходы), предпочтение отдается подходам на основе внутренних рейтингов. Сам стандартный подход был также существенно переработан.

В целях возрождения рынка секьюритизации в Европе в настоящее время ведется активное обсуждение стандартов «простой, прозрачной и сопоставимой» (Simple, Transparent and Comparable, STC) секьюритизации. По сделкам, удовлетворяющим критериям STC, будут установлены пониженные коэффициенты риска. В декабре 2015 г. было получено принципиальное согласие Еврокомиссии на внедрение стандартов STC[2]. У российских сделок в целом достаточно простая структура, и соответствие STC должно быть основанием для применения пониженных коэффициентов риска. В дальнейшем логично было бы внедрить стандарты STC в российское регулирование.

[1] «Revisions to Securitisation framework», December 2014 http://www.bis.org/bcbs/publ/d303.pdf

[2] http://europa.eu/rapid/press-release_STATEMENT-15-6239_en.htm

BAKER & McKENZIE

Лидер на рынке секьюритизации

- Более **10 лет** на рынке секьюритизации в России
- Более **50 закрытых сделок** в России и странах СНГ
- Более **20 закрытых сделок** ИЦБ в России
- Более **$8 млрд** привлеченного финансирования
- **Все виды активов** (ипотека, авто, потребительские кредиты, кредитные карты, лизинг, аренда, факторинг, дебиторская задолженность, MT100/103)
- Самая **опытная** и **креативная** команда
- Реализация сделок «**под ключ**»

Cbonds, European Legal 500, IFLR, Chambers, PLC Which Lawyer рекомендуют нас в качестве ведущей фирмы по секьюритизации и структурному финансированию в России.

Наша работа отмечена многочисленными наградами («Сделки и инновации года», «Лучшая сделка по секьюритизации активов на развивающихся рынках», «Лучшая фирма по секьюритизации», «Ведущая юридическая фирма в России»)

www.bakermckenzie.com

Контакты:

Владимир Драгунов, партнер
Саймон Морган, партнер
Бизнес-центр «Белые сады»
Лесная ул., д. 9
125047, Москва, Россия
Тел.: +7 (495) 787-2700
Факс: +7 (495) 787-2701
vladimir.dragunov@bakermckenzie.com
simon.morgan@ bakermckenzie.com

©2016 Бейкер и Макензи. Все права защищены.

На правах рекламы