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

Адил ГУСЕЙНОВ,
юрист, «Бейкер Макензи»

Дальнейшие пути развития регулирования секьюритизации в России в свете базельских правил

1 июля 2014 года 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 норм резервирования и банковских нормативов.

В 2016 году рынок секьюритизации в Европе продолжал медленно восстанавливаться: всего было выпущено секьюритизационных облигаций на 141.2 млрд евро. Для сравнения: в 2015 году этот показатель составил 133.2 млрд евро, в 2014 году — 138.8 млрд евро[1]. Невысокие темпы восстановления обусловлены не только макроэкономическими причинами. Участники европейского рынка капитала единогласно признают чрезмерно сложное посткризисное регулирование одним из главных препятствий для развития секьюритизации[2]. В то же время секьюритизация является отличным способом привлечения кредитных ресурсов и диверсификации рисков[3].

[1] https://www.afme.eu/globalassets/downloads/data/securitisation/2016/afme-stn-securitisation-data-report-q4-2016-2.pdf.

[2] https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/141013-abs-synthesis-responses.en.pdf.

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

В 2014 году председатель Европейского центрального банка Марио Драги подчеркнул важную роль секьюритизации как инструмента привлечения финансирования субъектами малого и среднего предпринимательства и домохозяйствами[1]. О преимуществах инвестиций в секьюритизационные облигации неоднократно заявляли пенсионные фонды[2] и другие инвесторы. Многим инвесторам важно иметь ликвидный инструмент с фиксированной доходностью выше, чем доходность казначейских облигаций США, с низкой корреляцией стоимости с рисковыми активами (в том числе с акциями). Такие возможности может предоставить только развитый рынок секьюритизации[3].

В 2015 году стремление регуляторов к созданию предпосылок для развития секьюритизации привело к разработке стандартов простой, прозрачной и сопоставимой (ППС) секьюритизации. В июле 2016 года были опубликованы обновленные базельские правила регулирования секьюритизации, в которых облигациям по сделкам ППС-секьюритизации были впервые присвоены коэффициенты риска. Самый низкий коэффициент риска (risk floor) по старшему траншу был установлен на уровне всего 10%. На этом фоне российское регулирование, вступившее в силу в 2016 году, пошло в несколько ином направлении.

РЕГУЛИРОВАНИЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В РОССИИ В 2016 ГОДУ

Специальное пруденциальное регулирование секьюритизации в России до 1 января 2016 года 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 четвертую 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, кардинально поменяли ситуацию. Теперь в Инструкции 139-И предусмотрен новый код 8749 для вложений в «облигации с залоговым обеспечением, а также в ипотечные ценные бумаги с разной очередностью исполнения, условия выпуска которых предусматривают исполнение обязательств с наступившим сроком исполнения по ним только после исполнения обязательств с наступившим сроком исполнения по облигациям всех иных выпусков эмитента, обеспеченных тем же залоговым обеспечением и (или) тем же ипотечным покрытием (далее — облигации младшего транша)». Коэффициент риска по таким бумагам установлен в размере 1250%. Это означает, что при уровне достаточности капитала 8% длинная позиция банка по облигациям младшего транша должна быть полностью покрыта капиталом.

В результате принятых изменений получившаяся система регулирования (коэффициент 1250% для младшего транша, общее правило — по 100% для других траншей) в целом построена по упрощенной стандартной модели (Simplified Standardised Approach, SSA) оценки кредитного риска по сделкам секьюритизации, введенной еще Базелем II[4]. Однако необходимо отметить, что SSA по Базелю II может применяться только банками-инвесторами в ценные бумаги, но никак не банками-ори-

[1] https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141009.en.html

[2] Например, https://www.pggm.nl/wat-vinden-we/Documents/Joint-Paper-The-Benefits-of-Securitisation-June-2016.pdf

[3] https://www.pimco.com/en-us/insights/investment-strategies/featured-solutions/the-unique-benefits-of-mortgage-backed-securities

[4] 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%.

гинаторами.[1] В изменениях Инструкции 139-И такая важная деталь, к сожалению, была упущена.

Наряду с изменениями в Инструкцию 139-И, которые касаются оценки кредитного риска, с 1 января 2016 года введено новое Положение 511-П, регламентирующее оценку рыночного риска. Впервые в Положении были отдельно выделены сделки секьюритизации[2]. 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 экономической ситуации. Если выпуску присваивается максимально возможный рейтинг (т.н. «рейтинговый потолок», текущее значение — Baa3 по шкале Moody's), облигации, полученные в результате секьюритизации, будут отнесены к бумагам со средним риском, что дает рыночный риск в размере 100%. Кроме того, в отличие от обычных облигаций, бумаги, полученные в результате секьюритизации, не относятся к инструментам 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 изначально носит ограничительный характер, что вряд ли обоснованно, учитывая успех сделок секьюритизации в России.

БАЗЕЛЬ III В ЕВРОПЕЙСКОМ РЕГУЛИРОВАНИИ

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

С 1 января 2014 года 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)[3] 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 и право применять пониженные коэффициенты риска для нерейтингованных траншей в случае наличия в любой момент времени полной информации о состоянии секьюритизируемых активов, в частности о коэффициентах риска по секьюритизируемым активам. В соответствии с первым пунктом оригинатор вправе при наличии существенной передачи рисков применять правила CRR в отношении облигаций, полученных в результате секьюритизации, или применять правила CRR в отношении секьюритизированных прав (требований), как если бы сделки секьюритизации не было. Второе право позволяет оригинатору не применять к нерейтингованному траншу коэффициент риска 1250%, а применять коэффициент риска, 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, в любое время располагающим информацией о секьюритизируемых активах[4]. В частно-

[1] 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.

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

[3] 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.

[4] П. 1 ст. 253 CRR.

Таблица 1
Критерии простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации

Простота (Simplicity)	Простота относится как к пулу активов, который должен быть однородным, так и к структуре сделки, которая не должна быть излишне сложной
Прозрачность (Transparency)	Прозрачность касается раскрытия достаточной информации о пуле активов, структуре сделки, участниках, что способствует более всесторонней оценке рисков
Сопоставимость (Comparability)	Сопоставимость должна помогать инвесторам сравнивать различные сделки секьюритизации в рамках одного класса активов. Сопоставимость должна указывать на особенности сделок, обусловленные различиями в регулировании в разных правопорядках

сти, такими лицами являются оригинаторы и сервисные агенты. Оба правила отражают более общую концепцию, закрепленную в отношении секьюритизации как в Базельских соглашениях, так и в CRR: в результате сделки секьюритизации нагрузка на капитал не должна увеличиваться по сравнению с нагрузкой на капитал, рассчитанной на основании секьюритизируемых прав (требований), то есть до сделки секьюритизации[1]. Действительно, 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 форме субординации траншей, резервного фонда, процентного дохода или в иной форме.

СТАНДАРТЫ ПРОСТОЙ, ПРОЗРАЧНОЙ И СОПОСТАВИМОЙ (ППС) СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Дальнейшее движение европейского регулирования, по-видимому, будет идти в направлении принятия стандартов ППС-секьюритизации (simple, transparent and comparable securitisation, STC). Стандарты ППС-секьюритизации начали формироваться сравнительно недавно. Первый документ был опубликован Базельским комитетом банковского надзора в декабре 2014 года[2]. Основная мотивация принятия новых стандартов — существенное замедление рынка секьюритизации в посткризисные 2010–2013 годы: объемы выпуска по распространенным видам бумаг (например, RMBS) упали более чем вдвое, некоторые виды секьюритизации (например, синтетические сделки) практически перестали существовать. В такой ситуации, принимая во внимание важность секьюритизации как инструмента диверсификации финансирования, возможность для заемщиков неинвестиционного уровня выходить на рынок капитала, а также роль секьюритизации в стимулировании ипотечного кредитования, в Западной Европе стали задумываться о возрождении рынка секьюритизации[3]. Помня о недооцененных во время кризиса рисках, заложенных в сложные структурные продукты, регуляторы приняли решение ввести стандарты для простых сделок, которые бы способствовали развитию таких важных секторов экономики, как ипотечное кредитование, кредитование субъектов малого и среднего предпринимательства. Дискуссия вокруг конкретных стандартов продолжается и по сей день. В июле 2016 года Базельский комитет выпустил обновленные критерии ППС-секьюритизации[4] и закрепил пониженные коэффициенты риска по сделкам, соответствующим критериям ППС.

Критерии ППС-сделок условно можно разделить на три группы: критерии, относящиеся к активам (Asset risk), критерии, относящиеся к структуре сделок (Structure risk) и критерии, относящиеся к рискам обслуживания (Fiduciary and Servicer risk). Ниже приведены наиболее характерные риски.

[1] 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

[2] http://www.bis.org/bcbs/publ/d304.pdf

[3] См., например, https://www.eba.europa.eu/documents/10180/846157/EBA-DP-2014-02+Discussion+Paper+on+simple+standard+and+transparent+securitisations.pdf.

[4] http://www.bis.org/bcbs/publ/d374.pdf.

A. Риски, относящиеся к активам

1. Природа активов

Активы в пуле должны быть однородными по типу, юрисдикции происхождения и валюте. Активы в пулах STC-сделок должны генерировать вполне определенные по срокам денежные потоки, связанные с периодическими (арендными) платежами, платежами по основному долгу и начисленным процентам.

2. История активов

Данные по истории платежей должны быть достаточными для оценки вероятных убытков (expected loss) в различных стрессовых сценариях.

3. Статус исполнения обязательств

Дефолтные требования и требования с просрочкой платежей, как правило, требуют более глубокого анализа для оценки их качества и возможных потерь, поэтому включение их в STC-сделки не допускается.

4. Последовательность в применении процедур выдачи кредитов (consistency of underwriting)

Все кредиты, переданные оригинатором в пул активов, должны быть выданы в соответствии с обычными стандартами и практиками оригинатора. Уровень андеррайтинга по секьюритизированным кредитам должен быть не ниже уровня андеррайтинга кредитов, остающихся на балансе банка.

5. Передача активов и «true sale»

Несмотря на то что активы передаются оригинатором в соответствии с определенными критериями, оригинатор не должен предпринимать активных действий по выбору конкретных активов (cherry-picking). Уступка активов должна удовлетворять критериям «действительной продажи», в частности:

- права (требования) должны быть действительными и исполнимыми в отношении заемщиков, соответствующие заверения должны быть включены в документацию;
- должен отсутствовать существенный риск возврата активов покупателю, а уступка не может быть переквалифицирована в обеспеченный залог;
- уступка должна быть реализована не с помощью кредитно-дефолтных свопов (CDS), деривативов или гарантий, а с помощью уступки (transfer);
- уступленные активы должны представлять прямое требование (effective recourse) к непосредственным заемщикам, не должны быть результатом иных сделок секьюритизации;
- передаваемые активы не должны быть заложены или иным образом обременены, о чем оригинатор должен предоставить заверения.

B. Риски структуры

6. Изменение денежных потоков

В краткосрочной перспективе денежные потоки по активу не должны быть поставлены в зависимость от рефинансирования активов.

7. Разница в процентных ставках и валютах входящих и исходящих платежей

Если в сделке существуют валютные или процентные риски, то есть валюта платежей по активу не совпадает с валютой выплаты по облигациям или по активу установлена фиксированная ставка, а по облигациям плавающая (или наоборот), возникающие риски должны быть хеджированы в соответствии с распространенными стандартами (industry-standard master agreements).

8. Водопады платежей (Payment priorities)

Для лучшей прогнозируемости платежей по сделке водопады с четким указанием распределения платежей, получаемых от актива, должны быть прописаны в документации, и соответствующий юридический анализ, подтверждающий правомерность (legal comfort) такого распределения, должен быть представлен юридическим консультантом.

C. Риски, связанные с обслуживанием активов

9. Фидуциарные и контрактные обязанности

Лица, оказывающие услуги по обслуживанию проданных на спецюрлицо активов (сервисеры), должны иметь управляющих с существенным опытом и экспертизой. Сервисер обязан осуществлять свою деятельность разумно и добросовестно. Используемые им процедуры и методы

контроля должны соответствовать высоким рыночным стандартам (good market practices). Лица, несущие фидуциарную ответственность[1], должны вести свою деятельность в интересах владельцев облигаций и обладать достаточной экспертизой, а также иметь необходимые ресурсы для должного (comply with duty of care) управления спецюрлицом.

10. Прозрачность для инвесторов

В целях создания прозрачной структуры обязанности сторон сделки секьюритизации должны включать содействие инвесторам в получении доступа к информации. В документации должны быть указаны случаи замены сервисеров, банков счета спецюрлица, контрагентов по деривативам (при неисполнении ими обязанностей в соответствии с условиями соответствующих договоров или в результате понижения кредитного рейтинга).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Вступившее в силу в 2016 году регулирование привело к возникновению дополнительных препятствий для секьюритизации активов. Прежде всего к ним относится требование о применении оригинаторами коэффициента риска 1250% к младшему траншу, это требование необходимо исключить. 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 секьюритизационные облигации необходимо, чтобы Центральный банк предоставлял меньший дисконт по таким бумагам. В настоящее время по секьюритизационным 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 секьюритизационные облигации.

Стандарты Базеля также активно развиваются. В целях возрождения рынка секьюритизации в Европе в настоящее время ведется активное обсуждение стандартов ППС-секьюритизации. Ожидается, что по сделкам, удовлетворяющим критериям ППС, будут установлены пониженные коэффициенты риска. В декабре 2015 года было получено принципиальное согласие Еврокомиссии на внедрение стандартов ППС[2]. У российских сделок в целом достаточно простая структура, и соответствие ППС должно быть основанием для применения пониженных коэффициентов риска. В дальнейшем логично было бы внедрить стандарты ППС в российское регулирование.

[1] Например, представитель владельцев облигаций (trustee) или управляющая компания спецюрлица.

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