ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2017

Инфраструктура рынка секьюритизации

Анна ЗАЙЦЕВА,
генеральный директор, ДК «Регион»

Кредитный рейтинг или надежный спецдепозитарий?

В последние несколько лет проблема получения кредитных рейтингов международных агентств российскими специализированными депозитариями (СД) остается достаточно актуальной. Характер деятельности этого вида участников финансового рынка, на наш взгляд, не предполагает рисков, отражаемых в кредитных рейтингах. Да и само слово кредит не очень сочетается со спецдепозитарной деятельностью на рынке ипотечных ценных бумаг. Несмотря на это, отдельные западные рейтинговые агентства требуют наличия кредитного рейтинга для спецдепозитария в сделке ипотечной секьюритизации. Значение рейтинга должно быть практически на инвестиционном уровне, что в условиях российского финансового рынка автоматически сужает круг соискателей. Альтернативные дополнительные требования при отсутствии такого рейтинга приводят к росту расходов оригинатора и, как следствие, неконкурентоспособности спецдепозитария.

О ЧЕМ РАССКАЖЕТ КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ

Основанием для требования кредитного рейтинга высокого уровня у спецдепозитария со стороны некоторых международных рейтинговых агентств является один из технологических аспектов работы при выплате купонов и погашении суммы долга. А именно то, что спецдепозитарий дает согласие на выплату, а его отказ или невозможность сделать это может привести к потерям инвесторов.

Следует подчеркнуть, что денежные средства учитываются на счете эмитента или счете ипотечного покрытия, но не на счете спецдепозитария. Последний лишь акцептует платеж. Справедливо ли в данном случае говорить о кредитных рисках спецдепозитария? С нашей точки зрения, речь скорее идет об операционных рисках, которые кредитный рейтинг учитывает в минимальной мере.

Здесь стоит напомнить о том, что такое кредитный рейтинг и о чем он свидетельствует. За основу возьмем публичные определения «большой тройки» рейтинговых агентств.

Рейтинги S&P Global Ratings выражают мнение агентства относительно способности и готовности эмитента — например, корпорации или регионального (местного) органа власти — своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства. Кроме того, кредитные рейтинги могут отражать кредитное качество того или иного долгового обязательства (например, корпоративных или муниципальных облигаций), а также относительную вероятность дефолта по таким обязательствам.

Кредитные рейтинги Fitch отражают относительный уровень рисков, то есть являются порядковыми показателями кредитных рисков, а не дают конкретный прогноз частоты дефолтов или убытков. Они не оценивают напрямую какие-либо риски, помимо кредитных. В частности, рейтинги не оценивают риски снижения рыночной стоимости рейтингуемых ценных бумаг вследствие изменений процентных ставок, ликвидности или других рыночных факторов. Что касается осуществления выплат по рейтингуемым обязательствам, рыночные риски могут рассматриваться в той степени, в которой это влияет на способность эмитента проводить такие выплаты.

По мнению председателя постоянного комитета агентства Moody's по разработке и использованию рейтинговых систем Бенедикта Пфистера, кредитные рейтинги представляют собой мнения о кредитном качестве отдельных долговых обязательств или об общей кредитоспособности какого-либо эмитента (безотносительно его конкретных долговых обязательств или других ценных бумаг).

Важным аспектом является и то, кому на практике присваиваются такие рейтинги. К примеру, у агентства Moody's есть четыре вида основных кредитных рейтингов (долго-, кратко- и среднесрочных обязательств и рейтинг эмитента), а также 13 типов специальных (отраслевых) рейтингов. Но среди них нет такой категории, как специализированные депозитарии или близкие к ним по специфике деятельности организации.

Таким образом, из определений международных агентств можно заключить, что кредитные рейтинги напрямую не касаются деятельности инфраструктурных организаций.

В практике работы международных агентств, в частности Moody's, есть процедуры присвоения некредитных рейтингов. Связанные с ними специальные рейтинговые системы разрабатываются для оценки других аспектов риска, не связанного напрямую с кредитным. Например, рейтинги качества услуг инвестиционных управляющих, сервисных агентов, представителей и доверенных лиц. Таким образом, существует понимание, что на финансовом рынке есть игроки, деятельность которых не описывается кредитными рейтингами, но специализированных депозитариев в данном списке нет. Однако требование о получении рейтинга есть. Но если отсутствует методика оценки некредитных рейтингов, то требование сводится к наличию кредитного. Хотя можно усомниться и в том, что методика оценки видов кредитных рейтингов, упомянутых выше, применима для инфраструктурного института.

Между тем есть рейтинговые агентства, которые осуществляют оценку, в том числе предоставляя некредитные рейтинги инфраструктурным компаниям. Например, российское рейтинговое агентство «Эксперт-РА» или международное Thomas Murray. Однако рейтингуя сделки, международные агентства не учитывают мнение своих не менее авторитетных коллег. Получается, что спецдепозитарий, обслуживающий многих эмитентов, должен иметь рейтинг того агентства, которое рейтингует конкретную сделку.

ФУНКЦИИ СПЕЦДЕПОЗИТАРИЯ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ВЫПУСК ИЦБ

Давайте рассмотрим, неисполнение каких функций, осуществляемых спецдепозитарием, может оказать влияние на сделку, а также на интересы эмитента и владельцев облигаций.

Основная функция спецдепозитария — это ведение реестра ипотечного покрытия: включение, исключение, замена имущества (в частности, закладных).

При нарушении данной функции по каким-либо причинам у эмитента возникает риск невозможности работы с покрытием и ипотечными заемщиками. У эмитента

есть обязанность регулярно предоставлять информацию в спецдепозитарий, а также обязанность вернуть заемщику закладную при полном погашении кредита. Если внесение изменений в ипотечное покрытие эмитенты обычно осуществляют один раз в месяц (что позволяет действующее законодательство), то работа с заемщиками — это непрерывный процесс: в закладные вносятся изменения, кредиты погашаются и прочее.

Невозможность включить новые кредиты в покрытие, если пул является револьверным, может привести к риску того, что выпуск перестанет удовлетворять требованиям законодательства: размер ипотечного покрытия станет меньше непогашенной номинальной стоимости облигаций. Однако необходимо учитывать, что данные изменения происходят чаще всего один раз в месяц, причем с отставанием в один месяц. То есть информация, поступающая к сервисеру в течение месяца, передается в спецдепозитарий до конца следующего. Таким образом, у эмитента есть как минимум месяц на то, чтобы произвести необходимые действия для замены спецдепозитария. Это более чем достаточный срок. В случае с амортизируемым выпуском данный риск практически ничтожен.

Следующая важная функция спецдепозитария — расчет размера ипотечного покрытия. Спецдепозитарий предоставляет справку о размере ипотечного покрытия и реестр ипотечного покрытия ежемесячно. Эти документы используются, в том числе, для раскрытия информации на бирже. Их отсутствие может стать причиной исключения облигаций из котировальных списков. Впрочем, такой сценарий развития событий можно считать скорее теоретической возможностью, чем практической угрозой.

И, наконец, третья важная функция — выдача согласия спецдепозитария на распоряжение имуществом, входящим в состав ипотечного покрытия, в том числе на выплату доходов по облигациям.

Спецдепозитарий, действительно, дает такое согласие. Однако, как показывает практика структурирования большинства сделок в России, денежные средства от погашения кредитов, являющихся обеспечением по облигациям, аккумулируются на ином расчетном счете, который не является счетом ипотечного покрытия. На счете ипотечного покрытия обычно формируется резервный фонд. Кроме того, иногда на него зачисляются средства для поддержания размера ипотечного покрытия. Обычно в первый же платежный период эти средства списываются. Зачастую денежные средства зачисляются на счет ипотечного покрытия перед купонной выплатой и тут же с него списываются. Однако такое зачисление не связано с прямым требованием закона и может не проводиться.

НА ЧЕМ ОСНОВЫВАЕТСЯ НАДЕЖНОСТЬ ДЕПОЗИТАРИЯ?

Специализированный депозитарий в рамках осуществления своей деятельности никоим образом не распоряжается денежными средствами клиентов. При получении доходов от ценных бумаг, причитающихся депонентам, депозитарий (является структурным подразделением СД) обязан перечислить денежные средства клиентам в строго ограниченный период времени. Если клиент — профессиональный участник, то не позднее следующего дня.

При этом для денежных средств, получаемых для клиентов, каждый депозитарий открывает отдельный расчетный счет (специальный депозитарный счет), на который не могут зачисляться собственные денежные средства депозитария. Таким образом осуществляется полноценное обособление средств клиента от средств спецдепозитария. Это обеспечивает высокий уровень гарантии их сохранности.

Для каждого такого счета ведется журнал приходов/расходов, что позволяет обеспечить строгий учет и прозрачность всех операций. Денежные средства, находящиеся на этом счете, не попадают в конкурсную массу депозитария в случае его банкротства. Соответственно, на них не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария. Таким образом, кредитный рейтинг для депозитария и специализированного депозитария не является столь же актуальным инструментом для определения уровня возможного неисполнения обязательств перед клиентом, как для банка или брокера.

При этом следует отметить, что практически у всех спецдепозитариев отсутствуют собственные, в том числе кредитные, обязательства.

А ЕСЛИ ВДРУГ: СТРЕСС-СЦЕНАРИИ ДЛЯ СПЕЦДЕПОЗИТАРИЯ

Предлагаем рассмотреть различные стрессовые ситуации, которые могут привести к нарушению исполнения ключевых функций спецдепозитария.

Случай неисполнения или несвоевременного исполнения функций в нарушение закона и договора с эмитентом рассматривать не будем. Представляется очевидным, что кредитное качество в данном случае точно не имеет никакого значения. Рассмотрим случаи влияния потенциальных внешних факторов.

По определенным законом основаниям Банк России может ввести запрет на проведение операций или аннулировать лицензию специализированного депозитария. За последние годы был лишь один подобный случай, что на фоне массового отзыва лицензий регулятором у других участников финансового рынка выглядит скорее исключением, а не правилом. В этом случае спецдепозитарий не вправе осуществлять какие-либо операции. Если говорить о деятельности по обслуживанию ПИФ, то в этом случае аннулирование лицензии автоматически означает прекращение договора на услуги. В случае с ипотечными ценными бумагами такой нормы прямого действия нет, указано лишь, что СД, у которого отозвана лицензия, обязан передать документы другому спецдепозитарию. Тем не менее, в случае аннулирования лицензии на осуществление деятельности, эмитент не сможет совершить какие-либо операции в реестре ипотечного покрытия. Кроме того, СД не сможет дать согласие на распоряжение имуществом. Однако основанием для аннулирования лицензии СД может стать лишь неоднократное и грубое нарушение законодательства спецдепозитарием.

Банкротство — самый актуальный стресс-сценарий с точки зрения требования кредитного рейтинга. Рассмотрим этот случай подробнее.

В случае банкротства резкого прекращения деятельности не происходит. Времени будет вполне достаточно для комфортной замены спецдепозитария на новый. Но здесь стоит комплексно подойти к оценке ситуации, посмотрев на потенциальные причины банкротства.

Как уже отмечалось ранее, у СД отсутствуют существенные обязательства, неисполнение которых может привести к банкротству. Наиболее вероятным сценарием банкротства, на наш взгляд, можно считать случай предъявления к СД требований солидарно к эмитентам или УК ПИФ со стороны владельцев облигаций или пайщиков за его действия и/или бездействия, приведшие к убыткам у последних. Вероятность появления таких оснований напрямую связана с профессионализмом, ответственностью и компетентностью спецдепа, а не с его кредитными рисками. Тем не менее при появлении таких претензий к спецдепозитарию в объеме, способном подорвать его финансовую устойчивость, очевидно, вопрос будет решаться через суд. Следовательно, у эмитента при появлении такого риска будет достаточно времени, чтобы своевременно произвести замену спецдепозитария. В процессе судебных разбирательств деятельность СД не нарушается и не прекращается. Следует учитывать и наличие у спецдепозитария договора страхования своей деятельности. В договор должно включаться не только страхование ответственности перед клиентами, но также перед третьими лицами, в том числе владельцами облигаций.

Оба описанных стресс-сценария напрямую связаны с опытом, профессионализмом и качеством предоставляемых услуг, что кредитный рейтинг не отражает по определению.

Для оценки спецдепозитария как профессионального участника требуется анализ бизнес-процессов, соответствия его деятельности законодательству, оценка системы управления рисками и клиентской базы. Такого рода анализом, в частности, занимаются СРО, членами которых являются все спецдепозитарии. СРО, объединяющие однородных участников рынка, обладают достаточной компетентностью для проведения подобного анализа. ПАРТАД, крупнейшее СРО, объединяющее большинство спецдепозитариев, регуляр-

но проводит оценку надежности спецдепозитариев — членов СРО и размещает рейтинги надежности на своем сайте.

РЕГУЛИРОВАНИЕ КАК ОСНОВА НАДЕЖНОСТИ

Основой надежности и добросовестности спецдепозитариев является лицензирование деятельности и ее регулирование Банком России. Следует отметить, что аналогичные услуги, предоставляемые в иных юрисдикциях, не требуют лицензирования и не подлежат контролю со стороны регулятора. Вероятно, отдельные западные рейтинговые агентства предъявляют к спецдепозитариям требования по аналогии с рейтингованием сделок по российскому праву.

При этом деятельность специализированных депозитариев является в России скорее точечной, чем массовой. По состоянию на январь 2017 года выдано лишь 39 лицензий на осуществление этой деятельности. Обслуживанием выпусков облигаций с ипотечным покрытием в настоящий момент занимаются только пять из них.

Банк России осуществляет очень пристальный надзор за деятельностью участников рынка, постоянно совершенствуя нормативную базу. Порядок расчета собственных средств регулируется общим положением Банка России. Порядок определяет характер активов, объемы, принимаемые к расчету, а также устанавливает ограничения по принятию их к расчету.

Указание Банка России устанавливает достаточно жесткий контроль за достаточностью собственных средств. Причем депозитарий обеспечивает ежедневную достаточность собственных средств и обязан иметь техническую возможность для ее расчета в каждодневном режиме. При проведении проверок всегда запрашиваются расчеты на промежуточные даты. При этом ежемесячно в ЦБ направляется отчетность, содержащая расчет на последний день месяца. Если по какой-то причине норматив достаточности не выполняется на какой-либо день, об этом необходимо сообщить регулятору в кратчайшие сроки.

Это важно, так как собственные средства являются ключевым показателем, отражающим финансовую устойчивость депозитария.

Порядок выполнения спецдепозитарием своих функций тоже очень четко регламентирован, включая порядок осуществления операций, предоставления отчетов и прочее. Ежемесячно предоставляется отчетность в Банк России, на основании которой регулятор производит мониторинг состояния участника рынка. Регулярные проверки деятельности обеспечивают клиентам спецдепозитариев гарантию исполнения законодательства. Таким образом, деятельность СД строго регламентирована, проводится регулярный контроль за соблюдением всех требований. Кроме того, не следует забывать о персональной ответственности руководителей и работников СД, основанной на требованиях к наличию соответствующих аттестатов. При лишении аттестата специалист фактически лишается права выполнять функции в профессиональном участнике.

Проведенный анализ показывает, что ориентиром для оценок СД должны стать его технологии, опыт работы и репутация. Как любой штучный продукт, его сложно описать универсальным понятием, каковым является кредитный рейтинг. Гарантией надежности СД в российских реалиях является жесткое регулирование со стороны Банка России и накопленный опыт.