Илья БАРЕЙША,
старший юрист,
АБ «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»

Олег УШАКОВ,
старший юрист,
АБ «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»

Владимир ГОГЛАЧЕВ,
юрист,
АБ «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»

Как новое положение ЦБ о порядке расчета кредитного риска может повлиять на структуру сделок секьюритизации

В конце 2017 года Банк России опубликовал проект положения «О порядке расчета банками величины кредитного риска по сделкам секьюритизации» (далее — Положение). Документ изменяет подход к порядку расчета кредитного риска для участников сделок секьюритизации — кредитных организаций и во многом повторяет механизмы, закрепленные в Basel III Document Revisions to the securitization framework. По нашему мнению, принятие Положения станет важным этапом в последовательной политике регулятора по введению правил Базеля и показывает своевременную реакцию Банка России на вопросы, актуальные для рынка секьюритизации.

КЛЮЧЕВЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ ДЛЯ ОРИГИНАТОРА (ИНИЦИАТОРА) СДЕЛКИ

Действующее регулирование устанавливает, что в отношении облигаций младших траншей применяется повышенный коэффициент риска, равный 1250%, что создает значительную нагрузку на капитал оригинатора. Ведь именно оригинатор традиционно приобретает облигации младшего транша, абсорбирующие первые риски по заложенным требованиям. Доля облигаций младшего транша в сделках секьюритизации, реализуемых в российском правовом поле, обычно составляет порядка 20% от совокупной номинальной стоимости всех размещенных в рамках сделки секьюритизации облигаций. При этом общая

номинальная стоимость всех размещенных облигаций, как правило, соответствует остатку основного долга по требованиям, которые были секьюритизированы.

Новое Положение предусматривает следующий основной подход к расчету оригинатором кредитного риска: если сделка секьюритизации удовлетворяет критериям, указанным в Приложении 1 Положения, то оригинатор принимает кредитный риск пропорционально величине удерживаемых им рисковых позиций (пропорция рассчитывается от совокупного риска по портфелю[1]), а если критерии не соблюдаются, то кредитный риск принимается в полном объеме по всему портфелю (как если бы портфель не был уступлен). В первом случае при реализации сделки секьюритизации, в структуре которой соотношение облигаций старшего и младшего транша составляет 80/20 соответственно, размер кредитного риска оригинатора составит 20% от общего размера кредитного риска по секьюритизируемому портфелю, то есть нагрузка на капитал снизится в пять раз. Однако даже при использовании второго способа расчета коэффициента риска, предусмотренного основным подходом (то есть в ситуации, когда сделка не удовлетворяет критериям, указанным в Приложении 1 Положения), эффективность сделки секьюритизации для оригинатора, по сравнению с текущим положением вещей, существенно повышается.

На наш взгляд, после вступления в силу Положения большинство сделок секьюритизации будут структурироваться таким образом, чтобы оригинатор имел возможность использовать способ расчета риска, основанный на применении Приложения 1 к Положению. Для этого сделка должна удовлетворять, помимо прочего, следующим критериям:

- эмитент: ипотечный агент или специализированная организация[2];
- удержание оригинатором не более 30% рисковых позиций по сделке. Мы полагаем, что на практике выполнение этого критерия в большинстве случаев будет осуществляться через приобретение оригинатором облигаций младшего транша[3] в полном объеме; при этом иные рисковые позиции инициатором сделки удерживаться не будут. В свою очередь, структура сделки будет предусматривать, что номинальная стоимость облигаций младшего транша не превысит 30% от совокупного объема сделки (предварительно разработчиками Положения указывалось, что в окончательной редакции Положения данный параметр может несколько увеличиться);
- амортизация: отсутствует или же будет осуществляться одновременно в отношении облигаций всех значимых траншей. Если сделка будет предполагать амортизацию, ее следует структурировать таким образом, чтобы исключить риск возникновения ситуации, при которой удерживаемая оригинатором рисковая позиция превысит установленную в Положении величину (как было отмечено, сейчас Положение предусматривает, что это 30% совокупной величины рисковых позиций по сделке);
- обязанность выкупа оригинатором требований: не предусмотрена;
- погашение облигаций по усмотрению эмитента[4]: не ранее даты, в которую текущая номинальная стоимость облигаций составит 10% от их первоначальной номинальной стоимости;
- юридический консультант выдал заключение об отсутствии существенного

[1] Под портфелем понимаются уступленные оригинатором денежные требования, включенные в залоговое обеспечение по облигациям или в ипотечное покрытие.

[2] Вопрос о том, может ли эмитентом для целей Положения быть специализированное общество проектного финансирования или иностранная компания специального назначения (SPV), не рассматривается в данной статье.

[3] К младшим траншам могут быть для этих целей отнесены, помимо облигаций, также кредиты (причем, на наш взгляд, только обеспеченные тем же залоговым обеспечением, что и облигации).

[4] Положение сейчас предусматривает, что решение о досрочном погашении облигаций принимается оригинатором. С точки зрения российского законодательства это некорректно. При подготовке настоящей статьи мы исходили из того, что в финальной редакции Положения слова «оригинатор (инициатор)» в абз. 7 п. 1 Приложения 1 будут заменены на «эмитент». При этом 10%-ный лимит в окончательной редакции Положения, согласно замечаниям участников рынка, может быть отнесен к облигациям старшего транша.

риска[1] того, что уступленные оригинатором активы могут быть использованы для удовлетворения требований кредиторов оригинатора, в том числе при банкротстве оригинатора.

Согласно Положению, только оригинатор (инициатор) вправе выбрать подход к расчету риска в зависимости от величины кредитного риска по портфелю. Полагаем, что он может сделать такой выбор путем закрепления данного подхода в своей учетной политике. Положение не предусматривает возможности использовать описанный подход для иных кредитных организаций – участников сделки секьюритизации. Можно предположить, что это объясняется следующим фактором: из всех участников сделки только оригинатор «знает» свой портфель и поэтому вправе оценивать риск в привязке к уступленным требованиям.

Поскольку иные участники сделки будут не вправе рассчитывать коэффициент риска через совокупный риск по портфелю (в силу отсутствия у них достаточной информации об уступленных эмитенту денежных требованиях), Положение предусматривает для них иные способы расчета.

КЛЮЧЕВЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ

Положение изменяет порядок расчета величины кредитного риска не только по облигациям, которые приобретаются оригинатором (в том числе облигациям младшего транша), но также по облигациям, которые кредитные организации приобретают как инвесторы[2]. Вводится понятие «стандартизированный подход». В его основу заложены формулы для определения коэффициента риска, значения переменных в которых определяются индивидуально для каждой сделки в зависимости от ее структуры и качества обеспечения.

Стандартизированный подход может быть использован любым владельцем облигаций, если в сделке выполняются все предусмотренные для этого условия. В результате применения стандартизированного подхода коэффициент риска может снизиться до 10% для облигаций старшего транша при реализации сделки ППС-секьюритизации и до 15% для сделок, которые не являются ППС-секьюритизацией (определение данного термина и его описание см. ниже).

Одновременно с этим Положение предусматривает возможность применения коэффициента 1250% к облигациям любой очередности исполнения обязательств (а не только в отношении младшего транша, как это установлено в настоящее время). Такой механизм именуется «резервным подходом» и применяется, в частности, при отсутствии ежемесячного раскрытия или обновления информации о количественных и качественных характеристиках портфеля, о рисковых позициях, а также о распределении платежей, поступивших по требованиям, включенным в портфель.

При реализации сделки секьюритизации раскрытие сведений, имеющих отношение к облигациям (в том числе сведений о заложенных требованиях), обычно осуществляет эмитент. Однако поскольку эмитент является лицом, которое, как правило, не может иметь штат сотрудников, информация для подготовки соответствующих документов предоставляется сервисным агентом, в роли которого в обычном случае выступает оригинатор. Структура сделки секьюритизации также может предусматривать, что отдельные документы, подлежащие раскрытию в соответствии с условиями эмиссионной документации, самостоятельно готовятся контрагентами эмитента (например, отчет расчетного агента). В связи с этим важным условием новых сделок секьюритизации должно стать обязательство сервисного агента осуществлять регулярную подготовку отчетов, публикация которых исключает риск применения коэффициента 1250% для инвесторов.

---

[1] Положение предусматривает, что выраженное в заключении мнение об отсутствии такого риска должно быть абсолютным. При подготовке настоящей статьи мы исходили из того, что в финальной редакции Положения будет допускаться квалификация этого риска, в том числе описание рисков, связанных с применением ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».

[2] Положение также устанавливает порядок расчета размера риска по иным рисковым позициям. В рамках настоящей статьи рассматриваются только особенности расчета риска по облигациям, размещенным в рамках сделки секьюритизации.

Отдельные участники рынка выразили серьезную озабоченность, что предлагаемое регулирование в части особенностей применения резервного подхода, допускающее значительное увеличение коэффициента риска в отношении приобретенных инвесторами облигаций старших траншей, может оказать существенное негативное влияние как на положение инвесторов в уже реализованных сделках секьюритизации, так и на судьбу будущих сделок и во многом свести на нет те усилия, которые были предприняты при разработке Положения.

Прежде всего, такие прогнозы обусловлены тем, что приобретение облигаций, размещенных в рамках сделок секьюритизации, будет создавать значительные риски для кредитных организаций-инвесторов. Совокупная номинальная стоимость облигаций, размещаемых в рамках секьюритизационных сделок и приобретаемых инвесторами, может доходить до нескольких десятков миллиардов рублей. В связи с этим неконтролируемое многократное и мгновенное изменение коэффициента риска может привести к нарушению банком-владельцем облигаций установленных регулятором минимальных требований к нормативам достаточности капитала и в дальнейшем обернуться тяжелыми последствиями для банка, вплоть до банкротства (при этом реального ухудшения качества активов кредитной организации — владельца облигаций может и не произойти).

Например, нельзя исключить ситуацию, при которой оригинатор не подготовит требуемую отчетность по портфелю в том или ином месяце, в результате чего к облигациям старшего транша, приобретенным банками-инвесторами, нужно будет применять коэффициент 1250% (то есть для инвесторов в старший транш коэффициент может единовременно увеличиться в 100 раз и более). Приобретение столь рискованных инструментов может стать просто нецелесообразным.

Исходя из этого, логично структурировать сделку секьюритизации таким образом, чтобы ответственное лицо было заинтересовано в осуществлении всех действий, исключающих применение резервного подхода. Например, такая заинтересованность, помимо закрепленной в договоре сервисного обслуживания обязанности сервисера предоставлять эмитенту необходимую для раскрытия информацию, дополнительно может обеспечиваться механизмом принудительной замены сервисного агента, который может автоматически срабатывать в обстоятельствах, свидетельствующих о возможном применении резервного подхода[1].

Заинтересованность оригинатора в раскрытии требуемой информации также может быть обеспечена за счет выдачи публичной безотзывной оферты, в соответствии с которой оригинатор (пока он является сервисным агентом) обязуется приобрести все размещенные облигации в случае возникновения риска применения резервного подхода.

ППС-СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

Если облигации старшего транша предполагается размещать в том числе среди кредитных организаций, секьюритизационную сделку имеет смысл структурировать таким образом, чтобы инвестор имел возможность квалифицировать бумаги как выпущенные в рамках простой, прозрачной, сопоставимой секьюритизации (ППС-секьюритизация). Для этого сделка должна удовлетворять всем критериям, указанным в Приложениях 1 и 2 к Положению.

В сделке ППС-секьюритизации инвесторы — кредитные организации для расчета коэффициента риска так же применяют «стандартизированный подход» и используют те же формулы для расчета коэффициента риска, что и в сделке, которая не является ППС-секьюритизацией. Однако

[1] При этом, однако, необходимо иметь в виду, что описанный механизм не во всех случаях может рассматриваться как полноценно защищающий инвесторов. Передача сервисного обслуживания — процесс достаточно длительный и трудоемкий, во многом зависящий от величины портфеля и его географической диверсификации. Поскольку раскрытие информации в соответствии с Положением должно быть ежемесячным, сервисный агент, передающий свой функционал, может быть ограничен в возможности осуществить оперативную передачу всей информации и документации, а новому сервисному агенту может не хватить времени на подготовку требуемого отчета.

специфические правила расчета, предусмотренные для сделок ППС, позволяют существенно уменьшить[1] итоговое значение расчетного коэффициента по соответствующим облигациям (вплоть до 10%).

Положение предусматривает, что участники сделки самостоятельно признают ее удовлетворяющей критериям простой, прозрачной, сопоставимой секьюритизации. Поскольку отнесение конкретной сделки к ППС-секьюритизации является оценочным мнением каждого инвестора, то не будет противоречить Положению ситуация, при которой облигации одного и того же выпуска будут рассматриваться различными лицами как соответствующие и как не соответствующие критериям ППС и, следовательно, разные владельцы облигаций будут по-разному рассчитывать коэффициент риска по ним.

В то же время Положением не предусмотрены последствия для ситуаций, когда мнение регулятора о допустимости отнесения конкретной сделки к ППС-секьюритизации не совпадает с мнением кредитной организации. Сама по себе такая ситуация представляется возможной в силу неоднозначности критериев сделки ППС, перечисленных в Приложении 2 к Положению. В связи с этим могут потребоваться дополнительные разъяснения со стороны Банка России. Кроме того, консолидированное мнение участников рынка по неоднозначным позициям может быть выражено саморегулируемыми организациями.

[1] В сравнении со сделками с аналогичными условиями, не являющимися ППС-секьюритизацией.