Светлана УШАКОВА,
заместитель руководителя департамента по корпоративным и правовым вопросам, УК «ТФГ»

Равиль ЮСИПОВ,
заместитель генерального директора — руководитель управления фондовых операций, УК «ТФГ»

Юридические особенности в сделках секьюритизации и их влияние на оценку справедливой стоимости бумаг

Сделки секьюритизации сложны по своей структуре и по составу документации. В связи с этим при размещении ипотечных облигаций и облигаций с иными видами обеспечения инвесторам приходится сталкиваться с анализом большого объема информации. Мы проанализировали юридические риски, связанные с особенностями структурирования сделок, такие, как замена основных участников сделки на резервных, действительность продажи (true sale) закладных и условия досрочного погашения, а также попытались оценить, как эти риски влияют на оценку торговых спредов/премий при досрочном погашении бумаг.

ЮРИДИЧЕСКИЕ РИСКИ

Замена основных участников сделки на резервных

Рассмотрим в качестве кейса выпуск облигаций ООО «СФО ПСБ МСБ 2015», где оригинатором выступило ПАО «Промсвязьбанк».

Традиционно сильными сторонами сделок секьюритизации считаются следующие: (1) наличие жестких условий для ускоренной амортизации; (2) револьверный период; (3) наличие специализированного депозитария и управляющей компании, имеющих опыт сопровождения сделок секьюритизации; (4) наличие резервного сервисного агента.

Специалисты также указывают, что наличие дополнительных триггеров для на-

чала амортизации (таких, как снижение размера резервного фонда ниже минимального размера, превышение объема дефолтных кредитов свыше установленного значения, снижение рейтинга, банкротство сервисного агента) является защитой для инвестора[1].

Банк России в течение 2017 года утвердил план участия регулятора в осуществлении мер по предупреждению банкротства нескольких банков, в том числе в отношении ПАО «Промсвязьбанк», выступавшего в качестве сервисного агента в сделке секьюритизации ООО «СФО ПСБ МСБ 2015».

Эмиссионная документация этой сделки предусматривает в качестве триггеров для начала ускоренной амортизации облигаций выпуска, а также для замены сервисного агента на резервного сервисного агента, применение любых внесудебных мер предупреждения банкротства сервисного агента. Ожидалось, что эмитент облигаций предпримет следующие действия: смена сервисного агента и ускоренная амортизация выпуска облигаций. Факт наступления оснований для начала ускоренной амортизации облигаций выпуска не вызвал противоречий среди участников сделки, а по вопросу о смене сервисного агента мнения разошлись. С точки зрения инвестора, меры по предупреждению банкротства сервисного агента влекут как ускоренную амортизацию, так и необходимость смены сервисного агента. Однако договор оказания услуг по обслуживанию прав (требований), заключенный между сервисным агентом и эмитентом, предусматривает право, а не обязанность эмитента осуществить замену сервисного агента на резервного сервисного агента в случае наступления определенных событий. Более того, в обоснование своей позиции об отсутствии необходимости замены сервисного агента эмитент приводит такие аргументы, как:

— временная потеря денежного потока, расходование средств резервного фонда, потеря клиентской базы — это результат операционных ошибок в процессе передачи портфеля резервному сервисному агенту и в процессе переходного периода для налаживания процессов сервисного обслуживания;

— ускорение темпа досрочного погашения по кредитам в пуле и снижение дюрации облигаций, если клиенты оценят передачу сервиса негативно.

Таким образом, возможность замены сервисного агента на резервного сервисного агента, которая при подготовке к сделке рассматривалась как дополнительное усиление, превратилась в фактор, который, по мнению самого эмитента, влечет риски для исполнения сделки.

Кроме того, практика показала, что в данном конкретном случае функция представителя владельцев облигаций свелась к раскрытию информации о выявлении обстоятельств, которые могут повлечь за собой нарушение прав и законных интересов владельцев облигаций. А лицо, исполняющее обязанности единоличного исполнительного органа эмитента (управляющая компания), и вовсе не выражало свою позицию для инвесторов до тех пор, пока инвесторы ее не потребовали. Отказ управляющей компании осуществлять замену сервисного агента на резервного сервисного агента, с нашей точки зрения, нарушает баланс интересов эмитента и инвестора в сделке, а также создает негативный прецедент для развития стандартов простой, прозрачной, сопоставимой секьюритизации.

Действительность продажи

Основным признаком классической секьюритизации является обособление активов банка — оригинатора. Надлежащим заключением и исполнением договора купли-продажи (ДКП) закладных считается такая сделка, при совершении которой право собственности на закладные переходит от банка-оригинатора к эмитенту в дату начала размещения облигаций. После такой передачи закладные перестают являться частью имущества банка-оригинатора, на которое могут обратить взыскание кредиторы банка-оригинатора для удовлетворения своих требований.

Условия одного из выпусков ООО «Ипотечный агент Фабрика ИЦБ» в рамках

[1] Драгунов В., Самохвалов С. Первая секьюритизация кредитов МСП по российскому праву // Энциклопедия российской секьюритизации — 2017.

программы жилищных облигаций АИЖК, в порядке распределения процентных платежей содержат расход на уплату покупной цены за закладные. При заключении ДКП закладных (осуществлялась до даты начала размещения облигаций) допускалась частичная оплата покупной цены закладных, с оплатой оставшейся части покупной цены не позднее даты, определенной в ДКП закладных. К моменту публичного размещения выпуска обязанность эмитента по оплате оставшейся части покупной цены за закладные была исполнена. В противном случае, при наличии условий в эмиссионной документации об оплате закладных из потока процентных платежей можно было бы сделать заключение, что действительной продажи закладных от банка-оригинатора к эмитенту не произошло. Следовательно, был бы поставлен под сомнение основной принцип всех сделок секьюритизации — true sale, под которым мы понимаем окончательный, действительный переход прав на активы, не подлежащий оспариванию даже в случае банкротства банка-оригинатора.

Досрочное погашение облигаций

Эмиссионная документация ипотечного агента ООО «ИА БСПБ» предусматривает его право на досрочное погашение облигаций в любую дату выплаты, в которую эмитент осуществляет выплату купонного дохода и погашение части номинальной стоимости каждой облигации. Соответствуя в полной мере действующему законодательству, право эмитента, сформулированное в такой редакции, не позволяет инвестору рассчитать дюрацию облигации и, как следствие, несет в себе процентный риск.

Другим примером условия о досрочном погашении облигаций является «Событие оригинатора», как в сделке ипотечного агента ООО «ИА Возрождение 5». Используя возможности ст. 14 ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (перечень случаев замены требований, составляющих ипотечное покрытие облигаций, не является исчерпывающим и может быть дополнен по усмотрению эмитента облигаций), эмитент оставил за собой право замены обеспеченных ипотекой требований на денежные средства. С учетом формулы для расчета подлежащей погашению части номинальной стоимости для каждой облигации это повлечет полное погашение облигаций выпуска.

При этом формулировка «Событие оригинатора» несет, с нашей точки зрения, отчасти оценочный характер. При наступлении подобного события у эмитента и инвестора обязательно возникли бы расхождения в подходах к его толкованию.

ОЦЕНКА ПРЕМИЙ ЗА ДОСРОЧНОЕ ПОГАШЕНИЕ

Любая возможность досрочного погашения в секьюритизированных облигациях по своей сути является колл-опционом (КО), который инвестор продает эмитенту в момент покупки облигации. Наличие таких встроенных КО делает задачу оценки справедливой стоимости облигации очень сложной. Это связано с неопределенностью: каждый купонный период вам надо отвечать на вопрос: «Погасится или не погасится?». Особенно актуальным это становится в период падения ставок, когда возникает риск рефинансирования. Мы попытались определить условия и предположения, которые необходимо учитывать при расчете стоимости колл-опциона.

Все сделки секьюритизации можно разделить на два типа:

(1) закрытый пул (например, ипотечные сделки) — в момент обособления пул кредитов определен и не подлежит дальнейшему изменению по усмотрению оригинатора;

(2) открытый пул (например, автокредиты, кредиты МСБ) — где существует «револьверный» период. То есть оригинатор обязан пополнять пул в течение определенного периода времени.

В случае закрытого пула право эмитента (считайте — оригинатора) досрочно погасить облигации выпуска в любой купонный период на свое усмотрение является для инвестора продажей колл-опциона. В случае резкого снижения ставок, как это произошло в 2016 году, выгодно рефинансировать сделку и погасить старый выпуск. То есть процентный риск будет определять поведение оригинатора. Называя право эмитента погасить

выпуск в любой купонный период колл-опционом, в реальности мы получаем пут-опцион на процентную ставку, который эмитент покупает у инвестора.

В случае с открытым пулом к процентному риску добавляется еще и кредитный риск оригинатора. Это хорошо видно на примере случая со сделкой ООО «СФО ПСБ МСБ» 2015 года. После принятия Банком России решения об осуществлении мер по предупреждению банкротства оригинатора (и одновременно сервисного агента) ПСБ наступили условия ускоренной досрочной амортизации. То есть кредитный риск оригинатора «триггерит» КО в виде ускоренной амортизации в ближайшие за введением мер по предупреждению банкротства купонные периоды.

Таким образом определились два вида триггер-событий (ТС): процентный риск (ПР) и кредитный риск оригинатора (КРО). По своему типу возможность досрочного погашения в любой купонный период квалифицирует КО как нечто среднее между американским (погашение в любой день) и европейским (исполнение в конце). Данные ТС являются независимыми, и вероятность наступления хотя бы одного из них равна 1 минус произведение вероятностей ненаступления каждого ТС. Благоприятным сочетанием этих двух ТС для инвестора будет являться наступление КРО на фоне роста ставок — инвестор сможет реинвестировать средства под повышенные ставки.

Стоимость (премию) опционов принято рассчитывать двумя базовыми моделями: для американского опциона — модель биноминального дерева (МБД); для европейского опциона — модель Блэк-Шоулз (МБШ)

Модель Блэк-Шоулз (МБШ)

МБШ зависит от следующих переменных:

Т — время до истечения опциона,

Ц — цена спот базового актива,

К — цена страйк-опциона,

БРС — безрисковая ставка,

Вол — волатильность.

С каждой из указанных переменных существуют свои сложности и ограничения для наших примеров.

Переменная Т — время до очередного купона или следующего купона или даты погашения. Ведь если ТС случилось в одном купонном периоде, то амортизация начнется скорее всего в следующем купонном периоде, так как управляющей компании СФО/ИА необходимо время для соблюдения положенного регламента. Другой сложностью является то, что если ТС не случилось в ближайшем купонном периоде, то может случиться в следующем периоде. Получается своеобразный эффект «памяти».

Переменная Ц и К — цена спот-базового актива. Если переменную Т еще можно оцифровать, то как определить цифровое значение Ц и К? Ведь пока не наступило ТС, КО находится «вне денег», а если событие наступило, то КО сразу «в деньгах», что делает ситуацию перехода бинарной: либо «да», либо «нет». В случае с кредитным риском оригинатора и на эффективных рынках факт перехода можно оценивать по котировкам CDS (кредитный своп), по котировкам субординированных публичных облигаций. А вот в случае с процентным риском ситуация еще более непростая. Если сделка уже «старая», до погашения осталось немного, то оригинатор скорее всего сохранит сделку и примет процентный риск на «себя». Но если сделка молодая и произошел резкий обвал ставок, то вероятность реализации колл-опциона эмитентом высока. Сдерживающим фактором здесь будут являться затраты на сделку, которые понес оригинатор, так как ему может быть невыгодно разворачивать сделку после размещения.

При использовании МБШ нужно помнить о главном предположении — цена актива является логнормальной случайной величиной, то есть логарифм отношения цен актива в момент исполнения опциона имеет нормальное распределение, а в нашем случае мы имеем бинарную природу перехода: «вне денег» → «в деньгах».

Переменная Вол (волатильность). С учетом бинарной природы ТС встает вопрос, как считать волатильность. При этом стоит помнить, что на активах, где не существует кредитного риска, улыбка (smile) вмененной волатильности (ВВол) имеет симметричный профиль — например, валютная

пара USD/GBP. А там, где кредитный риск существует, улыбка становится ухмылкой (smirk) — например, валютная пара USD/RUB с перекосом (ростом угла) в сторону коллов. Если трейдеры ожидают, что риск резкой девальвации и коррелируемый с этим риск дефолта в РФ существует, то оценивают ВВол коллов выше, чем в путах. В ухмылке волатильности USD/RUB на середину января 2018 г. такой «кредитный риск РФ» оценивается на дальних страйках коллов с 50%+ премией в ВВол (10% 50 дельта vs 16.2% 5 дельта). Эффект ухмылки нужно учитывать в следующих случаях: 1) КРО связан с оригинатором, дефолт которого может вызвать обвал рубля; 2) возможное КРО совпадает с негативной конъюнктурой на FX-рынке (декабрь 2014 года).

Модель биноминального дерева (МБД)

МБД предполагает построение траекторий переменных, лежащих в основе цены опциона, в определенные моменты времени (дискретная модель). Это предполагает построение биномиальной сетки (дерева) размерностью, определяемой числом шагов между моментом оценки и экспирации. Каждая вершина дерева представляет возможную цену базового актива в соответствующий момент времени. Только одна из верхних или нижних ветвей дерева может быть пройдена к моменту истечения срока действия опциона, переменная может двигаться все время вверх или все время вниз. Биномиальное дерево содержит внутри себя приближенную функцию возможной плотности для логарифмически нормального случайного распределения.

Модель предполагает, что в каждый следующий период ставка может продемонстрировать одно из двух возможных значений. Допустим, что мы живем в условиях снижающихся ставок, и наш прогноз на каждую точку биноминального дерева без изменений — –25 б.п. Начинаем «отступать» по 25 б.п. от уровня начального купона, через четыре купонных периода получается пять значений доходности. Вычисляем стоимость облигации под полученные доходности исходя из первоначального купона. Полученные стоимости в процентах от номинала должны быть выше номинала, то есть с премией. Суммируем полученные премии с учетом вероятностей сценариев и разделим на целевую дюрацию — получим стоимость опциона в виде количества б.п. к годовому купону. МБД очень удобна при оценке ТС ПР, но сложна для КРО по причине бинарной природы ТС кредитного риска оригинатора.

ВЫВОДЫ

Из рассмотренных примеров видно, что в сделках секьюритизации могут присутствовать условия, которые естественно «вытекают» из природы базовых активов или служат для обеспечения требуемого уровня кредитного усиления. Но эти же события могут существенно повлиять на оценку премии к ставке купона, так как они повышают рыночный риск облигации в условиях падающих ставок. Использование базовых моделей МБШ и МБД для оценки этих рисков не дает однозначного результата и требует сложных модификаций. У каждого трейдера свое уникальное восприятие рыночной конъюнктуры, и именно оно будет определять предпосылки, модификации и условия рассмотренных моделей.