Владимир ДРАГУНОВ,
партнер,
«Бейкер Макензи»

Сергей САМОХВАЛОВ,
старший юрист,
«Бейкер Макензи»

Адил ГУСЕЙНОВ,
старший юрист,
«Бейкер Макензи»

Актуальный российский и мировой опыт сделок секьюритизации

В течение пяти лет со вступления в силу закона, позволяющего секьюритизировать широкий перечень денежных требований в рамках российского права, был реализован ряд важных сделок с разными активами, однако в целом активность оригинаторов и инвесторов оставалась невысокой. Данная тенденция во многом схожа с динамикой в ЕС, где объемы сделок секьюритизации не растут в связи с ситуацией на рынках и постоянно меняющимся регулированием. В 2019 году в России и ЕС завершается имплементация правил Базеля III, после которой инвесторы и оригинаторы смогут, на наш взгляд, в большей степени оценить преимущества секьюритизации.

СДЕЛКИ В ЕВРОПЕ

По итогам 2018 года объем выпущенных бумаг по сделкам секьюритизации останется примерно на том же уровне, что и в 2017 году[1]. В 2017 году всего 5.2% кредитов, выданных банками ЕС, было секьюритизировано. В 2012–2016 годах этот показатель составлял в среднем 5.6%[2]. В течение последних нескольких лет в ЕС объемы сделок секьюритизации не показывают устойчивого роста. Основные причины стагнации, как единогласно отмечают практически все участники, — постоянно меняющееся регулирование. Начиная с

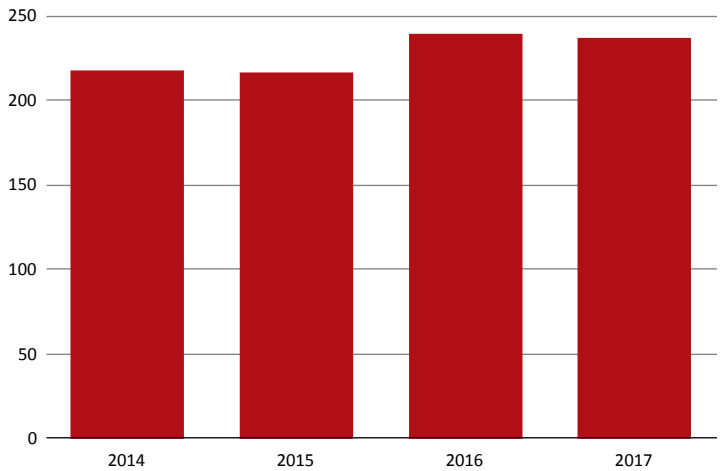
[1] По итогам трех кварталов 2018 года объем выпуска составил 180.1 млрд евро, что на 11% выше аналогичного показателя 2017 года (162.4 млрд евро). На практике наибольший объем выпуска приходится на четвертый квартал, в котором в 2018 году объем выпуска вряд ли сохранится на уровне 4-го квартала 2017 года.

[2] Capital Markets Union. Measuring progress and planning for success. September 2018, https://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/afme-cmu-kpi-report-4.pdf.

Рисунок 1

Объем выпуска новых сделок секьюритизации в ЕС, млрд евро

Источник: AFME[1]



2010 года в законодательство ЕС последовательно вводились сначала принципы Базеля II, потом, начиная с 2014 года, Базель III. Ожидается, что в 2019 году в Европе вступит в силу регулирование Базеля III, включая правила для сделок простой, прозрачной и сопоставимой секьюритизации.

Небольшой рост в 2018 году показала секьюритизация просроченных кредитов (non-performing loans, NPL). Испания, Италия, Ирландия и Португалия были лидерами по объему таких сделок. В ЕС есть активный спрос на NPL со стороны инвестиционных фондов, хедж-фондов и других не являющихся кредитными организациями инвесторов, готовых принимать на себя высокие риски.

Важным преимуществом таких сделок является то, что при секьюритизации NPL риски уходят из банковской системы в нерегулируемый сектор частных инвесторов. В 2017 году на Испанию пришлось 45% от всех сделок с NPL в ЕС, в результате объем NPL в банковской системе Испании упал с 8.5% в августе 2017 года до 6.4% в июле 2018[2] года и продолжает снижаться.

РОССИЯ

В России в 2018 году Банк России принял Положение от 4 июля 2018 года № 647-П «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение», в котором утвердил новый порядок расчета кредитного риска по сделкам секьюритизации.

Положение Банка России широко обсуждалось рынком на стадии проекта и было введено в конце 2018 года. Важно отметить, что новое положение затрагивает интересы не только банков-оригинаторов, но и банков-инвесторов. В условиях текущего рынка, традиционно низкой ликвидности обеспеченных облигаций новое положение может стать импульсом для привлечения на рынок секьюритизации новых инвесторов из числа банков. Согласно новому положению, облигации старшего транша, выпущенные в рамках сделок секьюритизации, учитываются при расчете достаточности капитала банка — покупателя облигаций по сниженному коэффициенту, который при определенных условиях может достигать 15%, приводя к существенному снижению давления на капитал банка-инвестора.

[1] Securitisation data report Q3 2018, https://www.afme.eu/en/reports/Statistics/securitisation-data-report-q3-2018.

[2] Spain Non Performing Loans Ratio, CEIC, https://www.ceicdata.com/en/indicator/spain/non-performing-loans-ratio.

РАБОТА НАД ОШИБКАМИ — КРЕДИТЫ МАЛОМУ И СРЕДНЕМУ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВУ

В то время как первая в России сделка секьюритизации кредитов малому и среднему бизнесу, реализованная в 2016 году, была досрочно погашена в середине прошлого года[1], на рынке прошла подготовка сразу нескольких новых проектов секьюритизации кредитов МСП.

Несмотря на относительно короткий жизненный цикл первой сделки секьюритизации кредитов МСП, проект успел принести много пользы как для рынка секьюритизации в целом, так и для банка-оригинатора, а в самой сделке приняли участие несколько крупных институциональных инвесторов.

Опыт, полученный в рамках дебютного проекта, был учтен при реализации последующих проектов секьюритизации МСП, включая секьюритизацию МСП кредитов Транскапиталбанка[2]. Сделка стала дебютным проектом с данным активом для рейтингового агентства АКРА. По итогам согласования документации и анализа портфеля кредитов сделке был присвоен максимальный возможный рейтинг (AAA).

В отличие от ипотечных секьюритизаций, в сделках секьюритизации кредитов МСП гораздо больше «подводных камней», связанных с особенностями передачи обеспечения. При продаже закладных денежные требования по кредиту переходят к покупателю вместе с правами по ипотеке, и дополнительных действий со стороны продавца не требуется. В качестве обеспечения по кредитам МСП используется гораздо более разношерстный набор обеспечения начиная от традиционных видов (поручительство, залог недвижимости, акций / долей компаний-должников и пр.) и заканчивая гораздо более экзотическими (залог товаров в обороте, залог векселей, товарных знаков, гарантии и поручительства фондов развития и пр.). Этим объясняется более сложный процесс передачи прав по обеспечению в пользу СФО. Он может потребовать участия нотариуса (как, например, при передаче прав залогодержателя в отношении долей компаний), а иногда и последующей перерегистрации прав на СФО в государственных реестрах (это справедливо для недвижимости, товарных знаков и пр.). С этим, как правило, связана более сложная и детальная проработка механизма передачи обеспечительных прав на СФО и согласование этого механизма в документации по сделке.

Другая любопытная особенность секьюритизации кредитов МСП — наличие в портфеле кредитов возобновляемых кредитных линий. На практике многим субъектам МСП удобнее иметь открытую кредитную линию и в целях минимизации процентных расходов выбирать суммы в пределах лимита при возникновении необходимости. Особенно это справедливо для предпринимателей, занимающихся торговой деятельностью, бизнесом с ярко выраженной сезонностью и некоторыми иными видами деятельности. Сложности с передачей кредитных линий связаны с тем, что в сделке секьюритизации, как правило, необходимо продать все будущие требования по кредитной линии (в рамках лимита, не выбранного заемщиком на дату продажи требований). Таким образом, уступаются как возникшие требования по уже выданным траншам в рамках кредитной линии, так и те, которые возникнут в будущем. Уступка будущих требований происходит в момент их возникновения (в момент выборки очередного транша заемщиком), но договориться об условиях продажи таких требований целесообразно заранее, чтобы она происходила в автоматическом режиме. При этом необходимо решить вопрос с оплатой покупной цены за эти новые транши. Поскольку кредитная линия является возобновляемой, то объем задолженности по ней в течение жизни сделки может колебаться от нуля до лимита кредитной линии. Заемщик, например, может в одном месяце полностью погасить задолженность по возобновляемой кредитной линии, а в следующем заново полностью выбрать лимит. В этом случае уступка требований в размере новой выборки в пользу СФО произойдет автоматически и СФО должно будет уплатить покупную цену за приобретенные транши. Гипотетически возможен сценарий, когда СФО

[1] Облигации были выпущены СФО ПСБ МСБ 2015.

[2] Облигации были выпущены в 2018 году СФО ТКБ МСБ 1.

придется единовременно заплатить банку значительную сумму, равную лимитам всех возобновляемых кредитных линий в портфеле. Чтобы не допустить дефолта, необходимо тщательно проработать юридический механизм уступки и оплаты покупной цены за транши по возобновляемым кредитным линиям.

УСТОЙЧИВОСТЬ СДЕЛОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В УСЛОВИЯХ РОССИЙСКОЙ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ

Традиционным преимуществом сделок секьюритизации является изолированность риска банкротства банка-оригинатора от рисков облигаций, выпущенных в результате секьюритизации. Это значит, что банкротство или финансовые трудности банка-оригинатора не приводят к негативным последствиям для держателей облигаций. В 2016–2018 годах у целого ряда банков возникали финансовые затруднения. В некоторых банках была введена временная администрация, в отношении других начата процедура санации. При этом сделки секьюритизации, по которым эти банки выступали в качестве оригинаторов и сервисных агентов, продолжали функционировать без видимых проблем. Инвесторы получали выплаты в срок и в размере, установленном в документации по сделке. В некоторых случаях (например, при банкротстве банка-оригинатора) была реализована передача функций сервисного агента резервному сервисному агенту, которая также никак не повлияла на выплаты инвесторам.

Таким образом, практический опыт еще раз подтвердил высокую устойчивость сделок секьюритизации к стрессовым ситуациям вокруг банка-оригинатора.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО ЛИЗИНГОВЫМ КОНТРАКТАМ КАК АЛЬТЕРНАТИВА ТРАДИЦИОННОМУ ФИНАНСИРОВАНИЮ

Зачастую при росте лизинговых портфелей лизинговые компании сталкиваются с проблемой поиска новых источников финансирования. Это может быть связано с разными причинами: желанием диверсифицировать источники финансирования, необходимостью ограничить риски лизинговой компании, связанные с дефолтами по лизинговому портфелю, или невозможностью продолжать фондироваться в банках-партнерах из-за достижения предельно допустимого показателя риска на одного заемщика или группу заемщиков (Н6).

Мы принимали участие во всех сделках лизинговых секьюритизаций, реализованных в России. В последнее время мы также отмечаем интерес со стороны банков и лизинговых компаний к альтернативным структурам фондирования под залог лизинговых портфелей.

При классической структуре секьюритизации лизинга предмет лизинга подлежит продаже на СФО. Процесс передачи предмета лизинга может вызывать операционные сложности у лизинговой компании и привести к дополнительным издержкам. В некоторых случаях требуется согласие лизингополучателя на передачу лизингового имущества, а также перерегистрация предмета лизинга в государственных реестрах. Поэтому в рамках альтернативных структур предусматриваются варианты без такой передачи: в первом сценарии СФО уступаются только лизинговые платежи (без передачи предмета лизинга), во втором сценарии банк предоставляет прямое финансирование лизинговой компании под залог лизингового портфеля.

В первом случае основная сложность связана с разделением получателя лизингового платежа (СФО) и собственника предмета лизинга (которым остается лизинговая компания). Это влечет ряд юридических и налоговых вопросов. В частности, поскольку лизинговый договор может быть прекращен досрочно, СФО фактически может остаться без требования к лизингополучателю и без предмета лизинга, который будет находиться в собственности лизинговой компании. В случае расторжения лизингового договора у СФО возникнет требование к лизинговой компании по возврату части покупной цены за приобретенные будущие денежные требования, которые не возникнут в связи с расторжением договора. Таким образом, риск по сделке оказывается связан с риском невозврата лизинговой компанией части покупной цены за проданные будущие требования, которые не возникли. При возникновении финансовых трудностей или

банкротства лизинговой компании такое требование СФО может остаться неудовлетворенным. Это может негативно толковаться рейтинговыми агентствами и инвесторами при анализе структуры сделки и повлиять на итоговый рейтинг и отношение инвесторов к сделке.

При предоставлении финансирования напрямую под залог лизингового портфеля невозможно полностью отвязаться от риска банкротства лизинговой компании, а значит, кредитный рейтинг такой сделки всегда будет привязан к рейтингу лизинговой компании. Кроме того, возникает целый ряд вопросов по изолированию денежных потоков по портфелю в пользу кредитора, предоставившего финансирование. Большую роль в этом процессе будет играть правильно выстроенное движение денежных потоков (лизинговых платежей), которые, как правило, направляются на залоговые счета, заложенные в пользу кредитора, и не могут быть использованы для удовлетворения требований иных кредиторов.

Из приведенного описания можно сделать вывод, что альтернативные структуры не имеют той же надежности и не приводят к полной «изолированности» актива, как в классической структуре лизинговой секьюритизации. Однако эти структуры могут служить хорошим промежуточным вариантом и первым шагом для лизинговых компаний на пути к реализации полноценной сделки лизинговой секьюритизации. В рамках таких структур лизинговая компания может отработать механизмы управления денежными потоками и обслуживания лизинговых платежей по портфелю, проданному СФО. Для кредиторов альтернативные структуры также дадут больше комфорта за счет залога лизингового портфеля и использования залоговых счетов.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ИНЫХ АКТИВОВ

Кроме кредитов МСП и лизинговых платежей в России было несколько интересных сделок секьюритизации автокредитов. Банкам-оригинаторам такие сделки могут быть интересны с точки зрения возможности разгрузки капитала и привлечения финансирования. Для инвесторов в облигации сделки с автокредитами могут быть интересны как высокими процентными ставками по портфелю, так и наличием относительно ликвидного обеспечения. Поэтому важно в документации по сделке предельно четко закрепить права инвесторов, предусмотрев механизмы их реализации. В некоторых текущих сделках в этой связи заметны определенные недостатки: в залог в пользу инвесторов передаются только те денежные требования, которые соответствуют критериям, определенным в документации. Привлеченный представитель владельцев облигаций или «агент по контролю» на практике не имеют независимого от оригинатора доступа к информации по сделке и не могут исполнять многие функции, возложенные на них эмиссионной документацией.

В связи с заметным ростом потребительского кредитования в 2018–2019 годах и повышением требований к капиталу по потребительским кредитам секьюритизация потребительских кредитов может стать для банков более актуальной. В 2004–2007 годах было реализовано множество сделок секьюритизации, в том числе с потребительскими кредитами, задолженностью по кредитным картам и межбанковскими платежами. Есть основания полагать, что в ближайшее время новое регулирование придаст импульс для реализации сделок с такими активами уже в рамках российского права.