Владимир ДРАГУНОВ,
партнер,
«Бейкер Макензи»

Сергей САМОХВАЛОВ,
старший юрист,
«Бейкер Макензи»

Развитие законодательства в области структурного финансирования и секьюритизации

За последние несколько лет на российском рынке структурного финансирования и секьюритизации был сделан ряд шагов в правильном направлении, а уровень участников инфраструктуры подобных проектов существенно вырос. Можно вспомнить принятие полноценного закона о секьюритизации, появление структурных облигаций, залоговых счетов, счетов эскроу, трасти (представителя владельцев облигаций), межкредиторских соглашений и многое другое.

Для любого рынка столь масштабные изменения не могут в одночасье превратиться в популярный продукт и получить широкое распространение. Тем не менее отрицать их востребованность трудно, и правильность заданного законодателем движения подтвердилась практикой.

В то время как российская банковская система испытывала повышенный стресс после введения международных санкций и замедления темпов экономического роста, структурные продукты оказались альтернативным финансовым инструментом для тех инвесторов, которые хотели бы продолжать инвестировать в традиционно банковские активы, но опасались делать это через предоставление прямого финансирования банкам в условиях нестабильности банковской системы и недостаточной прозрачности балансов кредитных организаций.

Рынку памятны крупные банкротства и санации целого ряда российских банков: Бинбанка, банка «Югра», Азиатско-Тихоокеанского Банка, Инвестторгбанка, Промсвязьбанка, банка ТРАСТ, Мастер-Банка, банка «ФК Открытие» и прочих. В каждом из указанных случаев инвесторы понесли существенные убытки. Получить что-либо

с обанкротившейся кредитной организации почти невозможно по ряду регуляторных причин, не в последнюю очередь из-за приоритета вкладчиков — физических лиц перед прочими кредиторами банка.

Одновременно структурные продукты, выпущенные перечисленными банками в рамках сделок секьюритизации, продолжают приносить инвесторам доход. Достаточно посмотреть на публичный долг финансовой группы «Открытие». Все выпуски классических облигаций «Открытие Холдинг» общим объемом 249 млрд рублей были реструктурированы, а в отношении субординированного долга банка из группы произошло полное списание. Даже в таких критических условиях сделки секьюритизации компаний из финансовой группы «Открытие» продолжают функционировать, нет ни одного проекта, по которому наступил бы дефолт или были предложены условия реструктуризации. Все обязательства исполняются в соответствии с условиями документации.

В этом главное преимущество секьюритизации и структурного финансирования: отделение риска дефолта финансового института от риска дефолта по активу. Аналогичная статистика есть, например, в отношении сделок секьюритизации, реализованных в Европе, где после финансового кризиса 2007 года количество дефолтов по сделкам с наивысшим рейтингом (AAA) не превысило десятых долей одного процента, разительно контрастируя с ситуацией на финансовых рынках и проблемами самих финансовых институтов.

Мы много хвалим рынок секьюритизации и его участников, однако и в этом вопросе требуется проявить известную долю трезвости, в противном случае сложно будет найти импульс для дальнейшего развития и никому «не поздоровится от этаких похвал», как говорил Чацкий в комедии «Горе от ума» А. С. Грибоедова.

Нужно признать, что в некоторых случаях медленное реагирование законодателя на потребности рынка, а иногда и их полное игнорирование[1] негативным образом повлияли на развитие секьюритизации в последние 2–3 года. Это видно по статистике количества реализованных проектов, число которых существенно уменьшилось за указанный период, и прошлый год не стал исключением (так, за 2016–2018 годы общее количество сделок секьюритизации составило 23, тогда как за 2013–2015 годы — 53). Регулятор также не помог рынку более привлекательными дисконтами по операциям РЕПО с такими бумагами, учитывая низкий риск последних. Рынок в еще большей степени сместился в сторону частных и клубных сделок, так и не позволив сформироваться необходимой ликвидности в этом секторе.

Мы находимся в самом сердце рынка и можем с уверенностью говорить, что по мере знакомства с секьюритизацией и структурными продуктами интерес к ним со стороны наших клиентов только растет. Это легко увидеть по количеству сделок, реализованных одним и тем же финансовым институтом. Вряд ли найдется банк, который после первого проекта не сделал второй, третий, четвертый, пятый и так далее[2]. Но первый шаг всегда трудный, и чтобы упростить для банков это решение, на наш взгляд, потребуется ряд точечных изменений законодательства.

НАЛОГИ — ОСНОВНАЯ ГОЛОВНАЯ БОЛЬ?

Да, мочи нет: мильон терзаний[3].

В то время как с кредитными продуктами банков есть достаточная ясность и налоговый анализ последствий продажи портфеля кредитов (ипотеки, автокредитов, потребительских кредитов и пр.) сейчас не составляет большой сложности, анализ уступки прочих денежных требований (например, возникающих из договоров лизинга или факторинга) представляет непростую задачу.

[1] Например, сохранение на протяжении нескольких лет повышенного коэффициента риска в отношении младших траншей по сделкам секьюритизации, которые учитывались при расчете достаточности капитала банка с коэффициентом 1250%.

[2] Азиатско-Тихоокеанский Банк — 3 сделки; Транскапиталбанк — 4 сделки; Металлинвестбанк — 2 сделки; банк «Возрождение» — 5 сделок; финансовая группа «Открытие» — 5 сделок и так далее.

[3] Все эпиграфы в статье — цитаты из «Горе от ума» А. С. Грибоедова.

В частности, основная проблема возникает при анализе последствий применения НДС для продавца и покупателя.

Так, в рамках лизинговых секьюритизаций принято осуществлять продажу лизингового имущества с дисконтом относительно объема уступаемых требований. Сумма дисконта необходима для создания входящего денежного потока для специализированного финансового общества (СФО), который будет использоваться для покрытия текущих расходов СФО — вознаграждения управляющей компании, биржи, сервисного агента, других расходов — и уплаты купона по выпускаемым облигациям. Наличие такого дисконта может повлечь налоговые последствия для СФО и потребовать уплаты НДС на величину дисконта.

Другой пример: уступка будущих денежных требований в рамках сделок факторинга. Поскольку продавец (оригинатор) не отражает на балансе будущие денежные требования, продажа всего портфеля будущих денежных требований влечет разовое получение в рамках одного налогового периода значительного входящего денежного потока в виде покупной цены за проданный портфель будущих требований. Это серьезный вопрос для налогового анализа, имеющий существенные материальные последствия для оригинатора (продавца) в виде уплаты НДС на полученную сумму покупной цены.

Отдельным вопросом является применимость НДС к комиссиям за факторинг. Возможны разные интерпретации данной проблемы, но пока превалирует более консервативная точка зрения, предполагающая начисление НДС, несмотря на финансовый характер операции факторинга.

Для того чтобы окончательно решить эти и другие вопросы, связанные с исчислением и уплатой НДС, стоило бы внести изменения в Налоговый кодекс, уточнив формулировки в отношении определения налоговой базы от продажи будущих денежных требований и имущества на СФО. Без этого оригинаторам приходится в ряде случаев принимать на себя дополнительные расходы, связанные с уплатой НДС, и риски, включая оценку возможности последующей компенсации уплаченных сумм НДС из бюджета. Мы помогаем нашим клиентам с таким анализом и тщательным налоговым структурированием сделок, включая подготовку конкретных формулировок документации. Тем не менее, на наш взгляд, данная головная боль может быть легко снята поправками в Налоговый кодекс, которые, безусловно, повысят популярность структурных продуктов. Сейчас нам совместно с клиентами приходится придумывать более сложные и затратные решения.

Важным толчком развитию секьюритизации могло бы стать снижение ставки налога на прибыль в отношении купонных выплат по облигациям, выпущенным СФО (как это сделано для облигаций, выпускаемых ипотечными агентами).

НА РАСПУТЬЕ: БАНКОВСКИЕ НОРМАТИВЫ И РЕГУЛИРОВАНИЕ

Противуречья есть, и многое не дельно.
Боюсь, судáрь, я одного смертельно,
Чтоб множество не накоплялось их.

С одной стороны, в октябре 2018 года Банк России после долгого ожидания со стороны участников рынка утвердил Положение № 647-П «О порядке расчета банками величины кредитного риска по сделкам секьюритизации». Данное положение было позитивно воспринято рынком, и, на наш взгляд, его позитивный эффект будет только набирать обороты по мере приведения банками сделок секьюритизации в соответствие с новыми требованиями. Стимулом к этому является существенная разгрузка капитала (норматив Н1), которую банк может получить по итогам реализации сделки.

С другой стороны, разгрузив собственный капитал, банки столкнулись с вопросом разгрузки капитала на групповой основе. Дело в том, что при включении ипотечного агента или СФО в банковскую группу, банки вынуждены рассчитывать достаточность капитала для банковской группы в целом. Поскольку введенное Положение касается только норматива достаточности собственного капитала банка, то на групповой основе формально продолжают действовать общие правила. Это означает, что весь проданный портфель активов в полном объеме возвращается на баланс банка (как будто бы не было продажи) и расчет риска ведется по всему портфелю, а не только по удерживаемому банком младшему долгу (как это делается для целей расчета норматива Н1).

Мы обсуждали с рядом банков этот вопрос, в том числе несколько компромиссных подходов и возможных решений. Тем не менее было бы полезно доработать этот момент на регуляторном уровне, позволив банкам рассчитывать групповой норматив достаточности капитала пропорционально удерживаемому риску.

Давний вопрос, который до сих пор возникает при структурировании сделок секьюритизации, касается определения категории качества младшего кредита.

После учреждения СФО оригинатор предоставляет СФО / ипотечному агенту кредит (заем) для покрытия текущих расходов последнего и для удержания риска по сделке. Если кредит предоставляется банком, то банк должен сформировать в отношении кредита резерв. Размер резерва определяется исходя из категории качества кредита.

Правила ЦБ носят общий характер и не разделяют регулирование в зависимости от вида заемщика (обычная коммерческая компания или специализированное юридическое лицо). Во внимание принимаются финансовая отчетность, активы заемщика, наличие просроченных и исполненных в пользу банка обязательств и прочее. Для СФО / ипотечного агента, который создается специально для сделки и часто к моменту получения кредита не имеет даже первой отчетности и каких-либо активов, формальное выполнение указанных требований весьма затруднительно. Часто из-за этого кредит по исключительно формальным признакам относится к более низкой категории качества, что требует создания резервов в большем размере, чем того требует реальное качество заемщика.

Было бы целесообразно применять в данном случае дифференцированный подход и разделять правила для создания резервов в отношении заемщиков, имеющих специальный статус (СФО или ипотечный агент), и обычных коммерческих компаний с общей правоспособностью. Никакой деятельности, кроме покупки портфеля денежных требований, СФО / ипотечный агент не осуществляют, и оценивать их по критериям обычных коммерческих организаций, на наш взгляд, неверно.

СОЗДАНИЕ СФО — НА ЧЕМ СПОТКНУЛИСЬ?

На свете дивные бывают приключенья!

Основным участником процесса секьюритизации любых активов является СФО или ипотечный агент. СФО / ипотечный агент выступает покупателем актива (денежных требований) и эмитентом облигаций, обеспеченных залогом таких денежных требований. Традиционно учредителями СФО и ипотечных агентов являлись голландские фонды — штихтинги.

Это специальные юридические лица, которые создаются по праву Нидерландов, не имеют штата сотрудников и бенефициаров и действуют исключительно для достижения цели, указанной в их учредительных документах. Наличие данных признаков позволяет использовать их для создания СФО и ипотечных агентов, которые не зависят от оригинатора. По своему правовому статусу штихтинги напоминают российские некоммерческие организации — фонды.

После введения международных санкций в рамках сделок секьюритизаций стал подниматься вопрос о том, насколько использование иностранных фондов безопасно для структуры сделки и не влечет ли их использование дополнительных рисков. В качестве альтернативы в некоторых сделках стали использоваться российские фонды.

Однако если с использованием штихтингов нет никаких юридических и налоговых вопросов (штихтинги используются в подавляющем большинстве не только российских, но и европейских сделок), то использование российских фондов открывает ряд потенциальных вопросов, на которые не всегда можно дать однозначный ответ.

Основной вопрос касается соответствия цели деятельности российского фонда требованиям закона. Фонд может выступать акционером другого юридического лица (то есть СФО / ипотечного агента), только если он действует в рамках некой «некоммерческой» цели, определенной уставом фонда. Этот вопрос вызвал интерес Министерства юстиции РФ и потребовал многочисленных обсуждений, приведя к задержкам реализации ряда проектов секьюритизации.

По результатам анализа остается констатировать, что категоричного ответа

на вопрос о преимуществе использования российского фонда по сравнению с использованием штихтинга пока нет, и для создания в будущем полноценной российской структуры секьюритизации (без привлечения штихтингов) было бы правильно внести уточнения в закон о некоммерческих организациях в отношении статуса и правоспособности российских фондов.

СТРУКТУРНЫЕ НОТЫ: НОВЫЕ ГОРИЗОНТЫ С НОВЫМ ИНСТРУМЕНТОМ

Что нового покажет мне Москва?
Вчера был бал, а завтра будет два.

16 октября 2018 года вступили в силу поправки в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», касающиеся введения в России нового вида ценной бумаги — структурной облигации. Участники рынка давно ждали этого закона, и его публикация вызвала ажиотажный интерес.

Закон предоставляет кредитным организациям, брокерам, дилерам и СФО возможность выступить эмитентом структурной облигации. Исполнение обязательств по таким облигациям может быть привязано к наступлению (ненаступлению) определенных обстоятельств, поименованных в законе.

Это популярный в США и Европе инструмент, часто используемый брокерами для привлечения инвесторов — физических лиц, которые хотят получить более высокий доход по сравнению с депозитом.

Мы видим хороший потенциал у инструмента в России (особенно в условиях текущей низкой доходности по депозитам). Интерес к структурным продуктам в разное время проявляли Сбербанк, банк «Уралсиб», Альфа-банк и прочие крупные финансовые институты. Все они выступали эмитентами гибридных финансовых продуктов, доходность по которым была привязана к неким активам или индексам.

Дополнительный потенциал данного инструмента может быть связан с возможностью использования его в качестве продукта «синтетической» секьюритизации, у которой есть ряд преимуществ по сравнению с традиционной секьюритизацией, в частности возможность существенно сэкономить на более простой структуре сделки и удержании риска.

Пожалуй, недостатком структурной облигации стоит признать ограниченный круг потенциальных покупателей. Ее покупателями могут выступить только квалифицированные инвесторы, а физические лица, не имеющие такого статуса, но приобретшие бумаги, вправе в одностороннем порядке расторгнуть договор облигационного займа и потребовать возврата денежных средств.

Интересно, что на американском и европейском рынках банки и брокеры, несмотря на популярность структурных нот, с осторожностью относятся к их использованию. Вероятно, это связано с не всегда однозначным отношением регуляторов к подобным продуктам. Такое отношение может быть продиктовано отдельными инцидентами, связанными с агрессивным маркетингом структурных продуктов и неполным раскрытием информации в отношении потенциальной доходности и рисков инвесторов.

Ряд брокеров поплатился за неполное раскрытие информации миллионными компенсациями в судах и расходами на судебные и административные разбирательства. Наиболее известен случай, связанный с компанией Wells Fargo Advisors LLC, которая в 2018 году согласилась вернуть клиенту более 900 000 долларов США основного долга по структурным нотам и 170 000 долларов США процентов, а также заплатить 4 000 000 долларов США пени и штрафов[1].

Практика показывает, что когда целевой аудиторией для продажи ценных бумаг выступают физические лица (в том числе квалифицированные инвесторы), регуляторы склонны проявлять повышенный интерес и предъявлять более высокие требования к информированию потенциальных инвесторов о продукте, который им предлагается, по сравнению с предложением классических облигаций институциональным инвесторам (банкам, фондам и т. п.).

[1] Пресс-релиз Комиссии по ценным бумагам США Wells Fargo Advisors Settles SEC Charges for Improper Sales of Complex Financial Products, https://www.sec.gov/news/press-release/2018-112.

С учетом сказанного заметим, что любой выпуск структурных нот и его маркетинг потребуют повышенного внимания к раскрытию информации и формулировкам, связанным с ответственностью банка / брокера, которые могут существенно отличаться от общепринятого подхода к продаже «обычных» облигаций.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Мы позитивно смотрим на будущее сделок секьюритизации и структурных продуктов в России и совместно с другими участниками рынка ежегодно прикладываем много усилий к совершенствованию регулирования. Уже сейчас возможности по структурированию сделок в России огромны и во многом сопоставимы с другими развитыми юрисдикциями. Но молодой рынок требует совместных инвестиций в его развитие. Для того чтобы он заработал в полную силу, потребуется помощь всех заинтересованных участников, и для начала от каждого нужно совсем немного: прочитать статью и поделиться мыслями со своими коллегами и нами. Мы, со своей стороны, поделимся с вами нашим опытом и постараемся помочь сориентироваться в последующих практических шагах и действиях. Все юрисдикции успешно проходили через непростой этап становления рынка и развития нового финансового продукта, и в России у структурных продуктов есть интересное будущее.