ЭНЦИКЛОПЕДИЯ

РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ 2020

Инфраструктура рынка секьюритизации

«Рынок ждет новых стандартов эмиссии»

«Круглый стол» представителей инфраструктуры рынка

Представители управляющих организаций и специализированных депозитариев в рамках «круглого стола» «Энциклопедии российской секьюритизации – 2020» рассказали, какие изменения в законодательстве вступили в силу в 2019 году, что рынок ожидает от регулятора в 2020 году, поделились интересными юридическими кейсами в последних сделках и обсудили роль юридических консультантов, а также инфраструктурной поддержки в условиях стандартизации сделок.

Какие юридические новеллы рынка секьюритизации появились в 2019 году? Какие нововведения в законодательстве ожидаются в 2020 году?

Илья Фомичев, генеральный директор, АО ВТБ Специализированный депозитарий

— Основными правовыми новеллами стали расширение перечня включаемых в состав ипотечного покрытия требований и появление возможности эмиссии биржевых облигаций с залоговым обеспечением.

Существенной является возможность включения в ипотечное покрытие требований по кредитам и займам требований, обеспеченных залогом прав требования участника долевого строительства, вытекающих из договора участия в долевом строительстве, отвечающего требованиям Федерального закона от 30.12.2004 № 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» (права требования участника долевого строительства).

Кроме того, стала возможной эмиссия облигаций с ипотечным покрытием в качестве биржевых облигаций, правила выпуска которых определяются Федеральным законом № 39-ФЗ от 22.04.1996 «О рынке ценных бумаг». При этом биржевыми облигациями с залоговым обеспечением могут быть только облигации с ипотечным покрытием, предусмотренные Федеральным законом № 152-ФЗ от 11.11.2003 «Об ипотечных ценных бумагах».

Предполагается, что в течение 2020 года законодателем будет рассмотрена дополнительная возможность секьюритизации

автокредитов и кредитов, предоставляемых субъектам малого и среднего предпринимательства.

Анна Зайцева, генеральный директор, ДК «Регион»

— Для нас как специализированного депозитария наиболее существенными стали изменения в ФЗ «Об ипотеке», меняющие принципы депозитарного учета закладных. Конечно, это не совсем новеллы рынка секьюритизации, но на сделках и расходах эмитентов эти изменения сказываются существенно, если в сделке используется депозитарный учет. При этом депозитарный учет используется во всех сделках с ДОМ.РФ.

Внесенные в закон правки изменили порядок работы с закладными. Депозитарный учет стал обязательным, введено понятие обездвижения. Закладная, учитываемая в системе депозитарного учета, не может быть списана со счета депо и передана владельцу закладной иначе как в случае полного погашения обязательства и погашения регистрационной записи об ипотеке. Таким образом, закладные обязаны учитываться на счетах депо, в том числе после погашения выпуска ипотечных ценных бумаг и расформирования ипотечного покрытия. После закрытия сделки у эмитента или банка-оригинатора сохраняются расходы на депозитарный учет закладных до тех пор, пока ипотека не будет прекращена. Кроме того, законом введено обязательство депозитария по уведомлению Росреестра и всех обязанных по закладной лиц об обездвижении закладной. Это также увеличило расходы эмитентов при формировании ипотечного покрытия. Изменения вступили в силу 1 июля 2018 года, но в полной мере они стали ощутимы именно в 2019 году.

Внесенные изменения в закон также коснулись порядка погашения записи об ипотеке в Росреестре. Сервисные агенты были вынуждены изменить свои бизнес-процессы. Для некоторых это повлекло увеличение операционных издержек, что впоследствии может сказаться на стоимости их услуг.

У отделений Росреестра не было единой практики, что существенно осложняло взаимодействие и сервисных агентов с Росреестром, и депозитария с Росреестром. В течение 2019 года практика потихоньку формировалась, и мы позитивно смотрим в этом плане на 2020 год. Рассчитываем, что в 2020 году все отделения Росреестра будут иметь одинаковые инструкции и предъявлять единые требования. Очень рассчитываем также на возможность электронного взаимодействия с Росреестром.

Луиза Лесная, директор, Trewetch Group

— Самым «громким» нововведением стало внесение существенных, можно даже сказать, революционных изменений в регулирование рынка ценных бумаг, а именно упрощение эмиссии ценных бумаг и отказ законодателя от документарных облигаций, о чем было много сказано и написано за последний год.

Сейчас рынок начинает применять новые подходы на практике, в том числе размещая в 2020 году зарегистрированные в 2019 году выпуски облигаций уже по новым требованиям. Так, в одночасье зарегистрированные, но не размещенные документарные облигации стали бездокументарными, но от этого не потеряли своей привлекательности, что доказало успешное их размещение в январе — феврале 2020 года.

Теперь рынок ждет второй части «ценнобумажной» реформы, а именно принятия новых стандартов эмиссии и раскрытия информации.

Кроме того, в 2019 году появился на свет новый инструмент — биржевые облигации с ипотечным покрытием, — позволяющий оригинаторам значительно экономить время и средства.

Законодатель в том же августе 2019 года позволил ипотечным агентам вступать в возмездные договорные отношения с физическими лицами в целях отчуждения ими недвижимого имущества.

Геннадий Годяев, руководитель направления структурного финансирования, TMF Group

— Наиболее заметной юридической новеллой, захватившей внимание участников рынка секьюритизации в конце 2018-го — начале 2019 года, стало появление в ФЗ о РЦБ положений о структурных облигациях (Федеральный закон № 75-ФЗ от 18.04.2018 «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг”»

в части регулирования структурных облигаций). Во второй половине 2019 года была реализована первая сделка, организатором которой выступила компания БКС.

Помимо этого 1 мая 2019 года вступил в силу Федеральный закон № 310-ФЗ от 03.08.2018, изменивший регулирование инсайдерской информации. В соответствии с новым документом эмитенты должны были разработать правила внутреннего контроля по предотвращению, выявлению и пресечению неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком и собственный перечень дополнительной инсайдерской информации.

Важной новеллой также является вступление в силу Федерального закона № 76-ФЗ от 01.05.2019, предоставившего заемщикам возможность использовать «ипотечные каникулы». Принятие данного Закона — однозначно прогрессивный и позитивный шаг.

Для заемщиков — физических лиц, оказавшихся в сложной жизненной ситуации, опция полной приостановки платежей по ипотечному кредиту на срок до 6 месяцев является большим плюсом. Однако есть и обратная сторона медали. Данные изменения усложняют банку-оригинатору стадию планирования сделки, а по текущим сделкам появляется необходимость в корректировке финансовой модели. Кроме того, увеличиваются трудозатраты расчетного агента.

В 2020 году ожидается вступление в силу пакета поправок по упрощению процедуры эмиссии и раскрытия информации, обозначенных в Федеральном законе № 514-ФЗ от 27 декабря 2018 года, в частности новых Положений о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг и о стандартах эмиссии ценных бумаг.

Какой является позиция юридического консультанта / управляющей организации в 2020 году в условиях преобладания на рынке стандартизированных сделок ДОМ.РФ? Услуги юридических консультантов / управляющих организаций в сделках секьюритизации востребованы?

Геннадий Годяев

— С 2014 года наблюдается тенденция государственного преобладания на рынке. В 2018 году доля рыночных сделок в ипотечной секьюритизации была минимальной, а в 2019 году полностью оформилась монополия государства в лице ДОМ.РФ.

Но позитивным моментом является курс Банка России на снижение ключевой ставки. Это дает возможность заемщикам брать более дешевые кредиты, а банкам активно наращивать ипотечные портфели. Мы с оптимизмом смотрим на развитие рынка ипотечного кредитования и прогнозируем интерес к услугам управляющих компаний на рынке секьюритизации.

Рынок секьюритизации является самым заметным сектором более обширного рынка структурного финансирования. В текущих условиях мы сосредотачиваемся на других направлениях структурного финансирования и рынков капитала, используя опыт наших западных коллег.

Луиза Лесная

— В силу требований федерального законодательства по передаче функции единоличного исполнительного органа ипотечного агента и специализированного финансового общества услуги управляющей организации в 2020 году остаются востребованными: как обслуживание текущих сделок ипотечной секьюритизации, так и подготовка и последующее обслуживание сделок неипотечной секьюритизации, в том числе раскрытие информации, корпоративное сопровождение, организация бухгалтерского учета, взаимодействие с иными элементами инфраструктуры сделки секьюритизации — все перечисленное требует ежедневной и кропотливой работы управляющей организации. Как показала практика, это очень

удобно для оригинатора, и к профессиональному опыту управляющей организации прибегают не только в тех случаях, когда этого требует законодатель, но и добровольно. Кроме профессионального опыта преимуществом УК является и отсутствие трудовых отношений у эмитента, четкий контроль обязательств УК и финансовая прозрачность деятельности эмитента.

На наш взгляд, в сложившихся условиях «стандартизированных сделок ДОМ.РФ» рынок стремится найти новые инструменты, поэтому роль юридических консультантов и управляющих компаний должна возрастать. Ведь подготовка новых сделок в новых условиях требует новых знаний, быстроты реакции, способности быстро изменить устоявшиеся внутренние бизнес-процессы.

Илья Фомичев

— Как уже неоднократно отмечалось, существенным моментом организации сделок по секьюритизации являются функции юридического и налогового консультанта. Очевидно, что в условиях заключения стандартных договоров (контрактов) роль таких консультантов снижается.

При этом услуги юридических консультантов востребованы, но конкурентная среда на данном рынке еще продолжит свое формирование (предполагается расширение количества предложений со стороны лиц, оказывающих юридические услуги).

Вы наблюдали интересные юридические кейсы в последних сделках? Расскажите о них.

Луиза Лесная

— Государственная регистрация Банком России первого выпуска «зеленых» структурных облигаций, размещение первого выпуска облигаций специализированным обществом проектного финансирования (СОПФ) в рамках федеральной программы «Фабрика проектного финансирования», секьюритизация под залог будущих прав требования, секьюритизация в области кредитования малого и среднего предпринимательства — это только единичные примеры интересных кейсов последнего года.

Кроме того, сделки предполагают теперь участие не только СОПФ, но и специализированного финансового общества (СФО) в федеральных программах. Так, например, программа федерального субсидирования в области кредитования малого и среднего предпринимательства предусматривает возможность получения субсидий СФО; ипотечные агенты участвуют в федеральной программе по «ипотечным каникулам».

Стоит отметить, что прецеденты подобного участия SPV в федеральных программах «финансовой помощи» уже были. Так, ипотечные агенты участвовали в федеральных программах, реализуемых на базе ДОМ.РФ.

2019 год отмечен также интересной сделкой по успешной секьюритизации просроченной задолженности в области потребительского кредитования, организованной Совкомбанком.

Геннадий Годяев

— Для TMF Group в прошедшем году самым ярким кейсом стал выпуск первых структурных облигаций по российскому праву. В данной сделке структурные облигации являются инструментом с частичной защитой капитала, в качестве базового актива выступают акции и депозитарные расписки крупнейших российских эмитентов, которые смогут позволить покрыть снижение стоимости «рискованной» части активов. Потенциальный доход инвесторов — 16% годовых. В соответствии с требованиями закона покупка данных бумаг доступна только квалифицированным инвесторам. Ноты были эмитированы через специализированное финансовое общество, которому TMF Group предоставил услуги управляющей и бухгалтерской организаций.

На развитых рынках структурные облигации пользуются популярностью у инвесторов в связи с возможностью получения повышенного дохода при не самых высоких рисках. На российском рынке данный

продукт пока является относительно новым. До настоящего выпуска российским инвесторам были доступны структурные облигации, выпущенные за пределами РФ. Мы видим большой потенциал развития этого инструмента и прогнозируем рост спроса на эти бумаги со стороны новых инвесторов, особенно в случае снижения законодательных барьеров в отношении квалифицированных инвесторов.

Илья Фомичев

— В настоящий момент на рынке имеется опыт секьюритизации ипотечных обязательств и неипотечных активов (автокредитов, кредитов, предоставляемых субъектам малого и среднего предпринимательства).

Наиболее перспективным с точки зрения новизны кейсов представляется вариант секьюритизации сделок проектного финансирования инвестиционных проектов.

Какие активы кроме ипотеки можно секьюритизировать? Существуют ли юридические сложности, которые мешают развитию неипотечной секьюритизации?

Анна Зайцева

— В соответствии с законом о секьюритизации можно секьюритизировать любые активы. Непосредственно наша компания принимает участие в секьюритизации кредитов малому и среднему бизнесу. Такие сделки, насколько мы можем судить, не встречают юридических препятствий.

Илья Фомичев

— Как уже отмечалось, наиболее перспективным представляется вариант секьюритизации сделок проектного финансирования. Допустима также секьюритизация неипотечных активов — автокредитов, кредитов, предоставляемых субъектам малого и среднего предпринимательства.

Основной проблематикой с правовой точки зрения реализации данных сделок являются объективные пробелы в регулировании рынка ценных бумаг, связанные с данными кейсами.

Геннадий Годяев

— Помимо традиционной ипотечной секьюритизации российскому рынку знакомы сделки секьюритизации кредитов малому и среднему предпринимательству и автокредитов. В практике зарубежных рынков в силу значительно более развитого по большинству из требуемых направлений регулирования (в частности, банковского законодательства и законодательства о ценных бумагах) имеются примеры использования других активов в сделках, например секьюритизация поступлений по кредитным картам или прав требования по залоговым счетам. За рубежом не остаются без внимания и криптовалюты. В ближайшие годы существует перспектива проведения сделок с их использованием.

Сложившаяся рыночная и регуляторная ситуация на российском рынке не способствует активному развитию большинства направлений неипотечной секьюритизации. Особенно сильно повлияло применение рекомендаций Базель III, в частности Положений Банка России 511-П, 647-П.

Луиза Лесная

— Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в настоящее время предоставляет возможность секьюритизировать самые различные активы: денежные требования по кредитным договорам (без ограничения по их видам: потребительские, автокредиты, кредиты малого предпринимательства), договорам займа, в том числе будущие денежные требования, иные денежные требования, в том числе по договорам лизинга и договорам аренды, ценные бумаги, даже иностранные финансовые инструменты, не квалифицированные в качестве ценных бумаг, производные финансовые инструменты. Более того, теперь СФО — эмитенту структурных облигаций — дано право предоставлять заемные средства, размещать денежные средства во вклады, в том числе в драгоценных металлах, приобретать драгоценные металлы.

В феврале 2020 года состоялось успешное размещение выпуска структурных об-

лигаций, базисным активом по которым являются паи ЗПИФ, что только подтверждает, что рынок готов пробовать новые продукты.

Более того, законодатель не предъявляет требований к кредитному качеству секьюритизируемых денежных требований, что позволяет переводить в ликвидные активы (облигации) даже просроченную задолженность, так называемые «плохие» долги (в случае плодотворной работы коллекторской службы оригинатора). Прецедент такой секьюритизации уже есть, это стало одним из открытий 2019 года на рынке секьюритизации, и опыт реализации сделки оказался более чем успешен и однозначно будет востребован и повторен.

Каких решений рынок ждет от регулятора в 2020 году? Является текущая регуляторная среда стабильной? Что нужно для развития рынка?

Илья Фомичев

— Представляется необходимым рассмотреть вопросы, связанные с секьюритизацией проектного финансирования и повышением доступности финансовых услуг для населения и субъектов малого и среднего предпринимательства путем введения единых стандартов кредитования.

Внедрение единых стандартов кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства стандартизирует процедуру выдачи кредитов таким субъектам, упростит взаимодействие между кредитными организациями, оптимизирует ситуацию для реализации сделок по секьюритизации. Все вышеуказанное должно способствовать снижению ставок для конечного заемщика и стимулировать развитие кредитования данного сегмента предпринимательства.

Луиза Лесная

— Рынок ждет новых стандартов эмиссии, нового положения о раскрытии информации, в том числе в части урегулирования новых форм эмиссионных и отчетных документов, а также изменения подхода к объему, сроку и периодичности раскрытия информации, в том числе инсайдерской.

Кроме того, практика реализации и обслуживания сделок секьюритизации выявляет те или иные пробелы и неточности в правовом регулировании. Развитию рынка способствовало бы решение и урегулирование пусть точечных, но от этого не менее важных вопросов.

Взять, например, решение судьбы имущества, оставшегося на балансе SPV после погашения облигаций в силу невозможности его реализации; закрепление упрощенной процедуры банкротства и ликвидации SPV, от которого фактически отказался оригинатор на стадии до выпуска облигаций; введение презумпции отсутствия вины, а следовательно, и субсидиарной ответственности акционеров (участников) и управляющей организации SPV (ипотечных агентов и специализированных обществ), которые не осуществляют фактического контроля и управления, так как SPV является только инструментарием структурирования сделки и не участвует в распределении прибыли, — это лишь отдельные вопросы, требующие законодательного регулирования или как минимум разъяснений Банка России как регулятора либо Верховного суда Российской Федерации.

Геннадий Годяев

— В текущем году регулятор уже успел порадовать очередным снижением ключевой ставки на 25 б.п., до 6% годовых. Ряд аналитиков и экспертов прогнозируют последующее снижение ключевой ставки до 5.5% годовых в текущем году. Данный шаг скажется благоприятно на развитии российского рынка кредитования, поставляющего «сырье» для последующей секьюритизации.

Регуляторная среда в РФ традиционно не является стабильной. Каждый год участники рынка находятся в ожидании вступления в силу либо разработки тех или иных изменений законодательства. Поэтому наиболее благоприятным сценарием развития рынка видится минимизация изменений регулирования в текущем году. Более важны периоды стабильности, за которыми должны следовать плавные изменения, давая возможность адаптироваться всем участникам рынка и привлечь новых игроков.

Летом Госдума приняла поправки в ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», которые позволят выпускать ИЦБ как биржевые. Работа с биржей ускорит процесс размещения ИЦБ? Способствует ли упрощение эмиссии увеличению количества сделок?

Луиза Лесная

— Да, действительно, со 2 августа 2019 года законодатель дал зеленый свет биржевым облигациям с ипотечным покрытием, предоставив бирже право присваивать идентификационные номера программам облигаций с ипотечным покрытием, а также всем выпускам облигаций, обеспеченных залогом одного ипотечного покрытия, в том числе размещаемых путем закрытой подписки, если облигации хотя бы одного из таких выпусков размещаются путем открытой подписки и допускаются биржей к организованным торгам. Это новшество существенно сокращает как расходы по сделке, так и временные затраты. Счет до выхода на рынок может теперь уже идти даже на дни.

Бесспорно, это новый инструмент на рынке ипотечных ценных бумаг, но представляется, что он будет востребован как ДОМ.РФ, так и отдельными оригинаторами, поскольку позволяет быстро выходить на рынок и привлекать денежные средства инвесторов.

Геннадий Годяев

— Размещение облигаций с ипотечным покрытием в форме биржевых ускорит процесс за счет отсутствия необходимости прохождения регистрационных процедур в Банке России. Биржа работает оперативно и всегда идет навстречу участникам рынка.

Выпуск ипотечных облигаций напрямую зависит от объемов базовых активов. Количество потенциальных сделок ограничено ипотечными портфелями банков. Для количественного роста сделок необходимо снижение стоимости недвижимости и улучшение экономической ситуации в стране.

Илья Фомичев

— Как известно, биржевая облигация является финансовым инструментом, не требующим регистрации эмиссии регулятором, выпуск ценных бумаг регистрируется самой биржей. В обычной практике стандарты проспекта биржевых облигаций либеральнее, чем стандарты обычных корпоративных облигаций.

Упрощенная процедура эмиссии и более либеральные условия обращения объективно способствуют увеличению количества сделок секьюритизации.

Анна Зайцева

— Мы полагаем, что такая возможность ускорит и упростит регистрацию решения о выпуске ценных бумаг, но едва ли скажется на числе потенциальных клиентов и сделок. Основным в сделках секьюритизации, по нашему мнению, являются подготовка пула и привлечение инвесторов.

Как можно использовать инструмент структурных облигаций в сделках синтетической секьюритизации? В чем преимущества и недостатки таких сделок по сравнению с традиционной секьюритизацией?

Геннадий Годяев

— Появление в российском законодательстве такого инструмента, как структурные облигации, открывает возможность проведения сделок синтетической секьюритизации в российском правовом поле. Структурные облигации могут выступать в роли кредитных нот, используемых в сделках синтетической секьюритизации. Оригинатор или КСН выпускают структурные облигации, устанавливая в эмиссионной документации условия невыплаты по ним при наступлении определенных обстоятельств — барьерных событий. В качестве барьерных событий могут рассматриваться ситуация дефолта по правам требований, являющихся предметом кредитно-дефолтного сво-

па, падение котировок ценных бумаг определенных эмитентов, биржевых индексов и так далее. Таким образом, оригинатор/КСН делится своим кредитным риском с владельцами облигаций. Также банки вправе выпускать структурные облигации без обеспечения залогом денежных требований и (или) иного имущества. На практике появляется возможность проводить как фондированную, так и нефондированную синтетическую секьюритизацию.

Очевидным преимуществом синтетической секьюритизации по сравнению с традиционной является отсутствие необходимости длительного формирования ипотечного покрытия / денежно-имущественного залогового обеспечения и его последующего учета и контроля в случае проведения нефондированной сделки. Таким образом, отсутствуют расходы на специализированный депозитарий и сервисного агента. Большим плюсом является также потенциально больший доход для инвестора, что может стимулировать развитие российских рынков капитала.

Однако имеются и значительные риски синтетической секьюритизации, проводимой с использованием инструмента структурных облигаций. Прежде всего, в нефондированной сделке исполнение обязательств по облигациям может быть поставлено в зависимость сразу от нескольких производных финансовых инструментов, что может серьезно повысить вероятность невыплаты при возникновении нестабильной ситуации на фондовых рынках. При отсутствии механизма «действительной продажи» права требования по облигациям никак не обособлены от основных активов оригинатора/КСН и подвержены риску его банкротства.

Можно резюмировать, что участникам рынка еще предстоит опробовать данный инструмент и сформировать положительную практику.

Луиза Лесная

— При синтетической секьюритизации, в отличие от традиционной, не осуществляется продажа соответствующих активов на SPV, а переходит только кредитный риск. Пожалуй, в этом и состоит ее преимущество, поскольку такая структура сделки позволяет секьюритизировать деривативы, отделяющие кредитный риск от актива для последующей передачи контрагентам на рынке ценных бумаг.

Структурные облигации, введенные в законодательство не так давно, как раз и могут быть востребованы при сделках секьюритизации, например, кредитных дефолтных свопов, кредитных нот.

Недостатками подобного рода схемы может теоретически стать как сложность структурирования сделки и ее обслуживания после выпуска облигаций, так и ситуация, когда вместо денежного исполнения по деривативу у СФО возникнет необходимость принять исполнение в виде поставки базисного актива, например стать владельцем реструктурированного допустившего дефолт евробонда, который невозможно передать владельцам структурных облигаций, с вытекающими отсюда всеми негативными последствиями как для СФО, так и для ее управляющей организации. Здесь очень важно учесть и заранее прописать в документации по сделке — как эмиссионной, так и договорной — последствия такого перехода актива к СФО вплоть до установления, в идеале, обязанности оригинатора по «обратному» выкупу базисного актива.

Кроме того, могут возникнуть вопросы по бухгалтерскому учету деривативa или базисного актива, по определению его справедливой стоимости при его отчуждении.

В таких выпусках важно, безусловно, и качество раскрытия информации, так как достаточная информированность инвестора — это залог успеха сделки.

Илья Фомичев

— Если под синтетической секьюритизацией понимать выпуск эмиссионных ценных бумаг, содержащих условия в том числе кредитных деривативов, структурные облигации позволяют учесть и принять риски инвестора, связанные с изменением стоимости рыночного актива.

Преимуществом использования структурных облигаций (в первую очередь для квалифицированных инвесторов) является возможность «привязки» дохода (купона) по облигации к изменению стоимости кредитного дериватива.