Евгений БАРДАДИМ,
руководитель управления долгового финансирования,
Азиатско-Тихоокеанский Банк (АО)

Михаил ПИЧУГИН,
начальник отдела правового сопровождения расчетов и ценных бумаг,
Азиатско-Тихоокеанский Банк (АО)

Мультиоригинаторные сделки ипотечной секьюритизации в России: особенности для оригинаторов

Первые мультиоригинаторные сделки[1] были реализованы еще в рамках программы мультиоригинаторной платформы АО «АИЖК» в 2015–2017 годах (далее — Проекты). Примерами сделок являются ЗАО «МИА 1», ЗАО «МИА 2». Коллеги из АО «АИЖК» (АО «ДОМ.РФ») заложили принципы организации и структурирования таких проектов в России. Среди рыночных размещений облигаций с ипотечным покрытием вне программ АО «ДОМ.РФ» можно выделить проект ООО «ИА Титан-3», в рамках которого не только было обеспечено успешное размещение облигаций в 2021 году, но и предоставлялось промежуточное финансирование ипотечного агента[2]. В данной статье мы постараемся кратко перечислить ключевые особенности таких сделок с точки зрения оригинаторов.

Экономия расходов. Начнем с того, что около 60% первоначальных расходов оригинаторов по проектам обычно на-

[1] Мультиоригинаторными называются сделки секьюритизации с участием нескольких банков-оригинаторов.

[2] Подробнее о промежуточном финансировании см. в статье «Промежуточное финансирование ипотечного агента в секьюритизации: практические вопросы», опубликованной в «Энциклопедии российской секьюритизации 2020».

прямую зависят от объема пула. Отсюда и первое преимущество Проектов, заключающееся в экономии части расходов, которые распределяются между несколькими участниками-спонсорами. Однако снижение не будет прямо пропорционально количеству участников из-за увеличения расходов на подготовку юридической документации и структурирование пока еще редкого вида сделок. Тем не менее степень экономии первичных расходов существенна и составляет более 30% в зависимости от количества участников, законтрактованной доли каждого и размера самих вознаграждений. Рекомендуем не распределять расходы поровну по количеству первичных кредиторов, а делить расходы исходя из планируемой доли по остатку ссудной задолженности планируемого объема пула каждого в общем размере ипотечного покрытия (далее — ИП).

Особенности структуры. Одним из инструментов кредитной поддержки в рамках проектов является резервный фонд специального назначения (далее — РФСН). Рейтинговое агентство в процессе оценки учитывает общий размер фонда. Порядок формирования чаще всего предполагает единовременное создание за счет кредитных средств, предоставленных участниками. Однако возникает вопрос: в каком соотношении его сформировать? Самый простой и быстрый способ — это рассчитать размер в зависимости от доли в общем ипотечном покрытии. С учетом того что РФСН является целевым и предназначен для покрытия дефицита поступлений, возникших в том числе в результате просрочки по ипотечным закладным, более обоснованным является расчет на основе вклада в общий уровень риска. В рамках процедуры присвоения кредитного рейтинга в любом случае проводится анализ рисков портфелей. Это делает доступной информацию об исторической частоте наступления события «дефолт» и фактическом уровне потерь. Соответственно, при прочих равных, если стороны достигли согласия о применении такого подхода, доля участника с более высоким оценочным уровнем риска по пулу должна быть выше, чем доля другого оригинатора.

Как известно, в качестве инструмента для снижения рисков владельцев облигаций используется специальный режим распределения поступлений. Применяется приоритизация «старших» расходов и обязательств, к которым относятся, например, оплата услуг управляющей компании и бухгалтерской организации, выплаты купона по выпуску облигаций класса «А» и др. Следующие, менее приоритетные статьи расходов исполняются по остаточному принципу. Применяется также субординация выплат по «младшим» классам облигационного займа класса «Б» по отношению к «старшему» долгу. Субординация означает, что номинал обязательств класса «А» гасится за счет поступивших по пулу средств в первую очередь, а иные, например класса «Б», только после них либо начиная с даты полного погашения «старших». При этом в случае отсутствия дефицита процентных поступлений допускается выплата купонного дохода по «младшим» ценным бумагам до полного погашения бумаг класса «А».

В рассматриваемых мультиоригинаторных сделках стандартные инструменты должны быть модифицированы и дополнены. Принцип обеспечения первоочередности более приоритетных расходов и обязательств потоком поступлений сохраняется, но возникает перекрестное восполнение дефицита поступлений по одному пулу за счет поступлений от других. В процессе разработки условий стороны сталкиваются в том числе со следующими вопросами:

- В каком порядке осуществлять «изъятие» поступлений по пулу одного участника для покрытия дефицита поступлений у другого?
- Каким образом учитывать перекосы в денежных потоках?

Основная часть обязательств обслуживается за счет общего потока, но портфели могут вести себя по-разному. Как следствие, дополнительно требуется разработка специального механизма восстановления размера РФСН и порядка взаиморасчетов.

Возьмем в качестве примера порядок использования поступлений в пользу погашения основного долга по ипотечному кредитному портфелю. Весь поток денежных средств, поступивших по всему портфелю в счет погашения долга, включая срочные (по графику) и досрочные платежи, в соответствии с режимом распределения обычно направляется на погашение номинала облигаций, в первую очередь класса «А». Объяснение этому простое: если бы соблю-

далась исходная пропорция в ИП для расчета направляемого на погашение потока, а избыток поступлений сверх исходной доли направлялся бы на погашение соответствующих «младших» позиций, то был бы нарушен принцип субординации долга. Если по портфелю 1 скорость досрочного погашения существенно выше, то в итоге значительно больше средств от портфеля оригинатора 1 будет потрачено на погашение тела «общего долевого»[1] обязательства в виде «старшего» выпуска. В определенный момент времени доля участия каждого своим потоком может оказаться существенно отличной от исходного соотношения портфелей в ИП. По данной причине в некоторых сделках на основании накопленных данных о поступлениях, учитываемых расчетным агентом в специальных регистрах, производятся корректировки и выплата компенсационных платежей. Данные взаиморасчеты применяются в определенных условиях: после полного погашения номинала облигаций класса «А» и только в пределах фактических поступлений по кредитным портфелям на балансе ипотечного агента в рамках конкретной сделки.

Смешение потоков возникает и в процессе распределения процентных поступлений в пределах сумм, необходимых для покрытия приоритетных статей расходов. Здесь важно определить, какие статьи считать таковыми, как эти статьи соотносятся между собой, как именно будет осуществляться «изъятие» доходов, каким образом и будет ли предусмотрена их компенсация, а также будут ли и в каком размере начисляться проценты за использование другой стороной средств по регистрам учета. Рекомендуется также открытие отдельных расчетных счетов и счетов ипотечного покрытия эмитента для раздельного обслуживания каждого из пулов в целях упрощения контроля[2] и снижения риска транзакционных ошибок. Условия распределения от проекта к проекту могут отличаться, однако в общем их можно представить, например, следующим образом:

1) до последней приоритетной статьи расходов используются доходы от всего портфеля;

2) в случае дефицита, например, по пулу 1 (пул-реципиент) в качестве источника могут быть также использованы средства из поступлений по основному долгу пула 1, а в случае их нехватки — соответствующие поступления по пулу 2;

3) ранее использованные суммы компенсируется пулу 2 (пул-донор) в следующем расчетном периоде при условии достаточности денежного потока пула 1;

4) производится пополнение резервных фондов, если того требуют условия решений о выпуске;

5) далее осуществляется учет процентов за пользование поступлениями от других пулов;

6) в конечном счете происходит определение остаточного размера средств, доступных для «младших» позиций за расчетный период, которые получит каждый оригинатор по отдельности в качестве кредитора и бенефициара по облигациям.

Как мы видим, на доходность «младших» облигаций каждого участника Проекта может оказать влияние качество портфеля закладных, проданного другими участниками, а также структура и условия распределения поступлений сделки. Влияние оказывается обоюдно, и впоследствии прямая зависимость величины дохода каждого оригинатора от поведения ранее проданного им портфеля, которая часто наблюдается в проектах на соло-основе, может ослабнуть. При умеренном, сравнимом уровне просроченной задолженности, сопоставимой динамике это влияние минимально. Однако при прочих равных, если по пулу одного участника за отдельный период наблюдается резкое ухудшение платежной дисциплины, то другой оригинатор потенциально может получить меньший купонный доход за тот же период даже в случае незначительного NPL 90+ по проданному им портфелю.

Впрочем, в рамках сделки портфели участников могут не только негативно повлиять на эффективность, но и оказать положительное влияние, взаимно дополняя друг друга, например, повысив общую ре-

[1] Применено условное обозначение.

[2] Наличие отдельных счетов также упрощает оригинаторам предоставление Банку России подтверждения целевого использования кредитных средств на формирование РФСН и оплаты соответствующих расходов ипотечного агента.

гиональную диверсификацию, увеличив суммарный избыточный спред по портфелю, что существенно скажется на уровне рейтинговой оценки «старшего» долга и требуемой доходности. Чтобы избежать неопределенности в части упомянутых последствий, требуется глубокий, всесторонний анализ на этапе оценки экономической целесообразности сделки.

Отражение в отчетности по МСФО. Далее кратко затронем вопросы включения ипотечного агента мультиоригинаторной сделки в консолидированную финансовую отчетность[1] банковской группы — оригинатора в соответствии с МСФО. Здесь будет использоваться публично доступная информация о принципах и критериях для консолидации предприятия с учетом стандарта 10[2]. Для принятия решения о необходимости консолидации ипотечного агента (объекта инвестиций) с учетом стандарта 10 МСФО необходимо определить наличие контроля над объектом. Оригинатор контролирует ипотечного агента и обязан включить его в консолидированную отчетность в случае, если он одновременно:

1) обладает полномочиями и возможностью оказывать влияние на значимые виды деятельности;

2) имеет право на получение доходов (убытка) от объекта инвестиций или подвержен риску изменения доходов, которые варьируются в зависимости от показателей деятельности объекта;

3) обладает полномочиями и возможностью их применения для оказания влияния на получаемый им доход.

Опишем, выполняются ли, на наш взгляд, данные критерии для Проектов[3] в целом, а не применительно к конкретным сделкам. Под полномочиями в нашем случае понимают оказание услуг по сопровождению ипотечных закладных после их продажи. Когда в проекте участвует один банк (агент по обслуживанию), то степень влияния на значимые виды деятельности обычно считается существенной. В рассматриваемом варианте каждый сервисер по отдельности не оказывает такого влияния. Что касается второго критерия, то тут вопрос более сложный, ведь банк-участник сохраняет право на получение купонного дохода по «младшим» бумагам, и его размер действительно частично зависит от поведения портфеля проданных закладных. По третьему критерию из предыдущих разделов публикации можно сделать вывод, что участник единолично не может каким-либо образом оказать существенное влияние на доходность приобретенных им самим облигаций. Таким образом, как минимум два критерия для консолидации первый и третий не выполняются.

Почему особенностью таких проектов является учет по МСФО? Причина в том, что с 2013 года в России банки переходили на финансовую отчетность по международным стандартам. В регуляторной среде действуют также нормативы достаточности капитала банковских групп (Н20). Для многих средних и небольших банков «высвобождение» капитала в рамках расчета (Н1) на уровне отдельной организации может быть недостаточным. Рассматриваемые проекты, при прочих равных, по нашему мнению, увеличивают шансы «деконсолидации» ипотечного агента и прекращения признания банковской группой проданных в рамках сделки ипотечных закладных.

Юридические аспекты. Помимо финансовых аспектов извлечения доходности, участникам сделки также следует учитывать и правовые последствия реализации кредитного риска — дефолта эмитента (ипотечного агента). В данном случае законодательством устанавливается специальный порядок разделения реестров требований кредиторов, а именно требования кредиторов, владельцев облигаций с ипотечным покрытием будут составлять отдельный реестр и не будут включаться в предусмотренный законодательством

[1] Консолидированная финансовая отчетность — это финансовая отчетность группы компаний, которая обязательна для составления в соответствии со стандартом 10 МСФО в случаях, когда одна организация контролирует другие предприятия.

[2] Кроме данного стандарта финансовой отчетности банки также сталкиваются с необходимостью принять решение о прекращении признания проданных активов по стандарту 39 (9) МСФО.

[3] Обращаем внимание, что мы выражаем здесь свое мнение как оригинатора. Однако позиция аудиторов финансовой отчетности по данным вопросам может отличаться от представленной в данной публикации.

Российской Федерации о несостоятельности (банкротстве) общий реестр требований кредиторов[1]. Таким образом, при наступлении события — дефолта эмитента — произойдет «смешение» пулов оригинаторов в отдельном реестре, имущество которого (ипотечное покрытие) будет составлять отдельную от общего реестра, но единую для оригинаторов — владельцев облигаций конкурсную массу. При этом со дня вступления в силу решения арбитражного суда о признании эмитента несостоятельным (банкротом) и об открытии конкурсного производства будет запрещена замена прав требований, составляющих ипотечное покрытие. Непосредственно требования кредиторов, которые включены в отдельный реестр, будут удовлетворяться в той очередности, которая устанавливалась решением двух выпусков облигаций и более. Требования владельцев облигаций с ипотечным покрытием каждой очереди будут удовлетворяться после полного удовлетворения требований владельцев облигаций с ипотечным покрытием предыдущей очереди[2]. В связи с этим установленная эмиссионной документацией субординация классов облигаций будет напрямую затрагивать последующие имущественные интересы владельцев конкретного класса при реализации риска дефолта эмитента (ипотечного агента).

В заключение хотелось бы напомнить, что успех того или иного проекта будет зависеть от детальной проработки всех существенных условий еще на начальной стадии. Поскольку любой Проект предполагает в первую очередь обсуждение всеми участниками коммерческих условий, рекомендуется заранее юридически обеспечить их конфиденциальность путем подписания соответствующих соглашений. В большинстве случаев оригинаторы, принципиально готовые к реализации Проекта на взаимовыгодных коммерческих условиях, стремятся юридически оформить сотрудничество путем заключения соответствующего соглашения о намерениях. В данном случае следует проявлять осмотрительность и учитывать, что при признании действий одной из сторон в процессе ведения переговоров недобросовестными[3], другая сторона будет обязана возместить убытки. Поэтому при заключении соглашений о намерениях оригинаторам рекомендуется заранее определить, будут ли они возлагать на стороны конкретные обязательства и предусматривать последствия их неисполнения. Кроме этого, необходимо учитывать, что сведения о параметрах выпуска ценных бумаг эмитента относятся к инсайдерской информации[4], неправомерное использование которой может повлечь за собой реализацию как правовых, так и репутационных рисков. Участники Проекта могут обезопасить себя в этой части, заранее включив соответствующие оговорки о запрете использования и разглашения инсайдерской информации в договорную документацию.

Вывод. В качестве резюме публикации отметим, что, несмотря на возникновение дополнительных задач на этапе оценки эффективности, структурирования, а также организации работ, Проекты с участием нескольких оригинаторов, по нашему мнению, при грамотной подготовке и реализации могут быть существенно более эффективными, чем стандартные сделки. На российском рынке уже есть практические примеры успешной реализации таких Проектов. В условиях повышения процентных ставок вопрос рефинансирования накопленного за 2020 год первичными кредиторами ипотечного портфеля становится более актуальным, а преимущества мультиоригинаторных сделок могут дать дополнительный стимул для дальнейшего роста объемов ипотечной секьюритизации в России.

---

[1] Ст. 16.1. Федерального закона от 11.11.2003 №152-ФЗ (ред. от 08.12.2020) «Об ипотечных ценных бумагах».

[2] Ст. 16.2. Федерального закона от 11.11.2003 №152-ФЗ (ред. от 08.12.2020) «Об ипотечных ценных бумагах».

[3] Ст. 434.1. «Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая)» от 30.11.1994 №51-ФЗ (ред. от 21.12.2021).

[4] Федеральный закон от 27.07.2010 №224-ФЗ (ред. от 02.07.2021) «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».