Анна СИДОРЕНКО,
юрист практики рынков капитала, адвокатское бюро «Линия права» (Москва)

Александр КУЗНЕЦОВ,
советник, руководитель практики рынков капитала, адвокатское бюро «Линия права» (Москва)

Доступность облигаций в рамках сделок секьюритизации для разных категорий инвесторов

В настоящее время на рынке секьюритизации превалируют ипотечные сделки, при этом сделки неипотечной секьюритизации не пользуются достаточной популярностью среди оригинаторов, о чем свидетельствует небольшое количество рыночных сделок и их динамика на протяжении последнего десятилетия. В определенной степени количество сделок ипотечной и неипотечной секьюритизации зависит от доступности облигаций, выпускаемых в рамках таких сделок, для разных категорий инвесторов. В связи с этим в статье рассматриваются особенности инвестирования институциональных инвесторов и физических лиц в инструменты секьюритизации.

База инвесторов на российском рынке состоит из квалифицированных и неквалифицированных инвесторов, которые могут быть физическими или юридическими лицами. А неквалифицированные инвесторы — физические лица, в свою очередь, делятся на физических лиц, прошедших и не прошедших тестирование. Итого образуется пять групп инвесторов.

В зависимости от причастности инвестора к той или иной категории брокер или управляющий для инвестора может приобрести определенные финансовые инструменты. Так, квалифицированные инвесторы — юридические лица могут приобретать любые ценные бумаги; квалифицированным инвесторам — физическим лицам также доступны практически все ценные бумаги. Неквалифицированные инвесторы — юридические лица могут приобрести ценные бумаги, которые не предназначены для квалифицирован-

Таблица 1
Доступность инструментов секьюритизации для институциональных инвесторов

	Облигации по сделкам ипотечной секьюритизации	Облигации по сделкам неипотечной секьюритизации
Кредитные организации	+	
Негосударственные пенсионные фонды	+ (ruAAA.sf или AAA (ru.sf) для выпуска; ruAAA или AAA(RU) для эмитента/поручителя)	–
Пенсионный фонд Российской Федерации в лице доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений	+ (ruAAA.sf или AAA(RU.sf) для выпуска либо государственная гарантия РФ, поручительство ДОМ.РФ)	
Страховые организации	+	
Управляющие компании паевых инвестиционных фондов	+ (если предусмотрено инвестиционной декларацией)	

ных инвесторов. Неквалифицированные инвесторы — физические лица при определенных условиях могут получить доступ к усложненным инструментам лишь по результатам тестирования, а для неквалифицированных инвесторов — физических лиц, не прошедших тестирование, ряд таких финансовых инструментов вовсе недоступен.

Инструменты секьюритизации относятся к инструментам структурированного финансирования, и кредитные рейтинги таких инструментов указываются с индексом «.sf». Такая дифференциация осуществляется с целью информирования потенциальных пользователей рейтинга (инвесторов) о различиях между инструментами структурированного финансирования и простыми финансовыми инструментами в части их природы, специфики, методов оценки рисков, а также сценариев и последствий реализации рисков.

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ

Группа квалифицированных инвесторов — юридических лиц в основном представлена институциональными инвесторами и включает кредитные организации, пенсионные фонды, страховые организации, управляющие компании паевых инвестиционных фондов. В Таблице 1 указана доступность инвестирования в облигации по сделкам секьюритизации институциональным инвесторам с рейтинговыми фильтрами.

Несмотря на потенциальную доступность инструментов секьюритизации для институциональных инвесторов, каждый инвестор принимает инвестиционное решение, которое в большинстве случаев зависит от значения кредитного рейтинга, присвоенного соответствующему инструменту Национальным рейтинговым агентством.

Помимо рейтинговых шкал для определения надежности инструментов инвесторы используют раскрываемую информацию, в том числе по рынку и портфелю конкретного оригинатора. Так, по ипотечным ценным бумагам публикуются реестры ипотечных покрытий по выпускам облигаций и статистика по всему рынку ипотеки. Напротив, неипотечный сегмент рынка лишен информационной прозрачности, что негативно влияет на выбор неипотечных ценных бумаг, выпущенных в рамках секьюритизации. Фактически единственным источником информации о состоянии портфеля неипотечных активов является отчет расчетного агента, отражающий обобщенные данные по состоянию пула активов.

1) Кредитные организации

Кредитные организации при выборе инструментов для финансирования анализируют инструмент с точки зрения его ликвидности.

Как правило, кредитные организации заинтересованы в приобретении облигаций, включенных в Ломбардный список Банка России, поскольку такие ценные бумаги принимаются в обеспечение по опе-

рациям РЕПО с Банком России[1], а также по кредитам, которые предоставляются Банком России и обеспечиваются залогом (блокировкой) ценных бумаг[2].

Для ценных бумаг, имеющих рейтинг со специальным постфиксом «.sf», минимальный уровень рейтинга для включения в Ломбардный список Банка России не определен[3]. Отсутствие прямо определенного рейтинга с постфиксом «.sf» может означать, что инструменты структурированного финансирования не могут быть включены в Ломбардный список и, как следствие, менее интересны для кредитных организаций.

Вместе с этим решение о включении ценных бумаг в Ломбардный список принимается исключительно по усмотрению Совета директоров Банка России, и, например, некоторые облигации с ипотечным покрытием в указанный список включены. Такое решение принимается с учетом результатов проводимой Банком России оценки эмитента (выпуска) облигаций, условий их размещения и обращения, а также других существенных обстоятельств.

Стоит отметить, что Совет директоров Банка России приостановил с 01.10.2021 включение в Ломбардный список всех ценных бумаг, за исключением облигаций, выпущенных от имени Российской Федерации, и облигаций Банка России. При возникновении и росте структурного дефицита ликвидности, который может привести к нехватке обеспечения, Банк России будет смягчать требования к его качеству и увеличивать число принимаемых им в обеспечение классов ценных бумаг[4].

Кроме того, важным критерием при принятии банком решения о приобретении облигаций может быть оценка уровня риска по этой инвестиции в связи с обязательными нормативами и резервами на возможные потери, в том числе квалификация сделки секьюритизации, в рамках которой размещаются облигации, с точки зрения Положения Банка России №647-П[5]. Величина кредитного риска по сделкам секьюритизации, согласно Положению Банка России №647-П, может варьироваться от 15 до 1250%. Однако для пополнения торгового портфеля ценных бумаг банка расчет рыночного (процентного) риска по инструментам секьюритизации будет осуществляться в соответствии с Положением Банка России от 03.12.2015 №511-П[6], и коэффициент риска составит 100%.

2) Негосударственные пенсионные фонды

Негосударственные пенсионные фонды (НПФ) осуществляют управление средствами пенсионных резервов и организацию инвестирования средств пенсионных накоплений в интересах своих клиентов.

При выборе инструментов структурированного финансирования НПФ вправе размещать средства пенсионных резервов и инвестировать средства пенсионных накоплений только в допущенные к организованным торгам облигации с ипотечным покрытием, эмитентами которых являются ипотечные агенты. При этом кредитный рейтинг их выпуска должен быть не ниже ruAAA.sf или AAA(ru.sf) по национальной рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» или АКРА (АО)

[1] Операции РЕПО Банка России: https://cbr.ru/oper_br/t_odm/repo_operations/.

[2] Обеспеченные кредиты Банка России: https://cbr.ru/oper_br/t_odm/secured_loans/.

[3] Указание Банка России от 10.08.2012 №2861-У «О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России», информация Банка России от 20.10.2017 «О минимальном уровне кредитного рейтинга для включения ценных бумаг в Ломбардный список Банка России».

[4] Информационное сообщение Банка России от 13.08.2021 «Банк России изменил требования к классам ценных бумаг для включения в Ломбардный список».

[5] Положение Банка России от 04.07.2018 №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».

[6] Положение Банка России от 03.12.2015 №511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска».

соответственно[1]. Такое ограничение вызвано тем, что в информационных сообщениях Банка России, определяющих минимальное значение кредитного рейтинга, рейтинг с постфиксом «.sf» указан только применительно к облигациям с ипотечным покрытием. Следовательно, для создания возможности НПФ инвестировать в инструменты неипотечной секьюритизации потребуется установить уровни рейтинга долгосрочной кредитоспособности таких активов.

Стоимость ценных бумаг одного юридического лица, приобретаемых на средства пенсионных накоплений, не должна превышать 11% стоимости инвестиционного портфеля НПФ (с 01.07.2022 — 10%)[2], а на средства пенсионных резервов — 14% стоимости активов, составляющих пенсионные резервы (с 01.07.2022 — 13%)[3].

Для эмитентов облигаций с ипотечным покрытием и для поручителей (гарантов) по таким облигациям устанавливается рейтинг ruAAA или AAA(RU) по национальной рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» или АКРА (АО) соответственно.

3) Пенсионный фонд Российской Федерации в лице доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений

Инвестирование средств пенсионных накоплений, переданных Пенсионным фондом Российской Федерации в доверительное управление управляющей компании, в облигации российских эмитентов допускается при условии, что указанные облигации допущены к обращению на организованных торгах и соответствуют хотя бы одному из следующих критериев[4]:

• выпуску ценных бумаг присвоен кредитный рейтинг не ниже уровня ruAAA.sf или AAA(RU.sf) по национальной рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» или АКРА (АО) соответственно;

• исполнение обязательств по выплате номинальной стоимости облигаций либо по выплате номинальной стоимости облигаций и частично или полностью купонного дохода по ним обеспечено государственной гарантией Российской Федерации;

• исполнение обязательств по выплате номинальной стоимости облигаций либо по выплате номинальной стоимости облигаций и частично или полностью купонного дохода по ним обеспечено поручительством единого института развития в жилищной сфере в соответствии с п. 3 ч. 4 ст. 2 Федерального закона от 13.07.2015 № 225-ФЗ «О содействии развитию и повышению эффективности управления в жилищной сфере и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Следовательно, средства пенсионных накоплений могут быть инвестированы управляющей компанией не только в облигации с ипотечным покрытием, но и в другие инструменты структурированного финансирования.

4) Страховые организации

Собственные средства (капитал) страховой организации и средства страховых резервов страховщиков могут быть инвестированы в инструменты структурированного финансирования, если эмитенты ценных бумаг созданы в соответствии с законодательством Российской Федерации или иностранных государств, являющихся членами Евразийского экономического союза, Организации экономического сотрудничества и развития, Европейского союза, Китая, Индии, Бразилии, Южно-Африканской Республики[5].

---

[1] Пункты 1.1.3, 3.8.1 Указания Банка России от 05.12.2019 №5343-У; пп. 5, 7 Информации Банка России от 25.09.2020; абз. 3 п. 1.1.2 Положения Банка России от 01.03.2017 №580-П; п. 2 Информационного сообщения Банка России от 28.04.2020; пп. 2 п. 4 ст. 26 Федерального закона от 24.07.2002 №111-ФЗ.

[2] Пункт 1.4.5 Положения Банка России от 01.03.2017 №580-П.

[3] Пункт 2.1.1 Указания Банка России от 05.12.2019 №5343-У «О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов».

[4] Подпункт «е» п. 1 Постановления Правительства РФ от 30.06.2003 №379.

[5] Пункты 2.1, 2.2 Положения Банка России от 10.01.2020 №710-П «Об отдельных требованиях к финансовой устойчивости и платежеспособности страховщиков» (далее — Положение №710-П).

При этом стоимость активов страховой организации признается равной нулю, если:

• выпуски облигаций, выплаты (часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными и (или) зависят от изменения стоимости активов (за исключением активов, указанных в пункте 3.7 Положения №710-П), в том числе выпуски облигаций с ипотечным покрытием, имеют кредитный рейтинг ниже ruAAA.sf либо AAA(ru.sf) по рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» или АКРА (АО) соответственно;

• в случае отсутствия кредитного рейтинга выпуска облигаций эмитенты, либо поручители (гаранты) по выпускам облигаций, выплаты (часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными и (или) зависят от изменения стоимости активов (за исключением активов, указанных в п. 3.7 Положения №710-П), в том числе по выпускам облигаций с ипотечным покрытием, имеют кредитный рейтинг ниже ruAAA либо AAA(RU) по национальной рейтинговой шкале для Российской Федерации по рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» или АКРА (АО) соответственно[1].

5) Управляющая компания паевого инвестиционного фонда

В состав активов паевых инвестиционных фондов (ПИФ) могут входить облигации российских хозяйственных обществ, соответствующие требованиям, установленным нормативными актами Банка России[2]:

• в состав активов фондов, относящихся к категории фондов рыночных финансовых инструментов (инвестиционные паи предназначены для неквалифицированных инвесторов), могут входить, среди прочего, активы, допущенные к организованным торгам (или в отношении которых биржей принято решение о включении в котировальные списки) на российских биржах;

• в состав активов фондов финансовых инструментов (инвестиционные паи предназначены только для квалифицированных инвесторов), могут входить, среди прочего, (i) активы, допущенные к организованным торгам (или в отношении которых биржей принято решение о включении в котировальные списки) на российских биржах, а также (ii) ценные бумаги;

• в состав активов комбинированных фондов (инвестиционные паи предназначены только для квалифицированных инвесторов) могут входить любые активы, за исключением наличных денежных средств[3].

Требования к составу активов ПИФ определяются в инвестиционной декларации, содержащейся в правилах доверительного управления этим ПИФ[4]. Следовательно, независимо от кредитного рейтинга инструменты структурированного финансирования могут входить в состав активов ПИФ, если это предусмотрено инвестиционной декларацией.

Отдельно необходимо отметить, что при инвестировании управляющей компанией собственных средств Банк России также установил требования по наличию у долговых ценных бумаг кредитного рейтинга определенного уровня. В состав активов, принимаемых к расчету собственных средств управляющей компании, не включаются ипотечные облигации, имеющие рейтинг ниже ruAAA.sf или AAA(ru.sf) по рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» или АКРА (АО) соответственно, а для инструментов неипотечной секьюритизации значение рейтинга не установлено[5].

---

[1] Пункт 3.1 Положения №710-П, Решение Совета директоров Банка России от 25.06.2021 об уровнях кредитных рейтингов, устанавливаемых в соответствии с Положением Банка России от 10.01.2020 №710-П.

[2] Пункт 1 ст. 33 Федерального закона от 29.11.2001 №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

[3] Пункты 2.1, 2.3 и 2.8 Указания Банка России от 05.09.2016 №4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов».

[4] Пункт 3 ст. 33, ст. 35 Федерального закона от 29.11.2001 №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

[5] Пункт 3 информационного сообщения Банка России от 28.04.2020, п. 2 Указания Банка России от 19.07.2016 №4075-У.

РОЗНИЧНЫЕ ИНВЕСТОРЫ

В связи с увеличением числа клиентов физических лиц на финансовом рынке розничные инвесторы рассматриваются в качестве потенциальных инвесторов и в сделках секьюритизации.

Квалифицированные инвесторы — физические лица могут приобрести усложненные финансовые инструменты. Для того чтобы получить статус квалифицированного инвестора, физическое лицо должно соответствовать одному из требований к размеру имущества, опыту работы с ценными бумагами, опыту инвестирования или образованию. Неквалифицированные инвесторы — физические лица, не прошедшие тестирование, могут приобрести облигации с ипотечным покрытием, имеющие уровни кредитного рейтинга ruAAA.sf или AAA(ru.sf) по рейтинговой шкале АО «Эксперт РА» или АКРА (АО) соответственно[1]. Иные инструменты секьюритизации для неквалифицированных инвесторов — физических лиц недоступны. Несоблюдение этого правила может повлечь для брокера или управляющего, нарушившего правило, обязанность компенсировать клиенту убытки и приобрести такой финансовый инструмент за свой счет.

Физические лица, не являющиеся квалифицированными инвесторами и получившие положительный результат тестирования, вправе приобрести облигации российских эмитентов независимо от уровня их кредитного рейтинга, в том числе облигации, выпущенные в рамках сделок секьюритизации[2]. При этом до 01.04.2022 установлено следующее дополнительное требование, которое будет применимо, если облигации будут предусматривать не фиксированный, а структурный доход: физические лица, не являющиеся квалифицированными инвесторами и получившие положительный результат тестирования, могут приобрести такие облигации при условии, что они соответствуют критериям, указанным в ч. 13 ст. 11 Федерального закона от 11.06.2021 №192-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

В случае отрицательного результата тестирования брокер вправе исполнить поручение неквалифицированного инвестора по приобретению указанных выше облигаций при одновременном соблюдении следующих условий:

1) брокер предоставит неквалифицированному инвестору уведомление о рисках, связанных с приобретением указанных облигаций;

2) неквалифицированный инвестор заявит брокеру о принятии рисков, связанных с приобретением указанных облигаций;

3) сумма сделки с ценными бумагами не превышает 100 тыс. рублей либо в случае, если стоимость одного лота ценных бумаг или одной ценной бумаги превышает 100 тыс. рублей, а сумма сделки не превышает, соответственно, стоимости одного лота или одной ценной бумаги[3].

***

Как мы видим, существуют определенные барьеры для приобретения облигаций, выпускаемых в рамках сделок секьюритизации, разными категориями инвесторов. На текущий момент сделки ипотечной секьюритизации на рынке представлены в большем объеме, чем сделки неипотечной секьюритизации, в основном за счет облигаций ипотечного агента ДОМ.РФ, которые имеют высокий уровень рейтинга и пользуются спросом среди инвесторов. Мы надеемся, что в ближайшей перспективе рынок неипотечной секьюритизации получит дальнейшее развитие. Одной из мер, способствующих развитию неипотечной секьюритизации в России, могла бы стать либерализация требований к инвестированию в облигации специализированных обществ разными категориями инвесторов.

---

[1] Решение Совета директоров Банка России от 23.12.2021 «Об установлении уровней кредитного рейтинга облигаций с ипотечным покрытием в целях применения пп. 2 п. 2 ст. 3.1 Федерального закона от 22.04.1996 №39-ФЗ “О рынке ценных бумаг”».

[2] Подпункт 4 п. 1 ст. 3.1 Федерального закона от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

[3] Пункт 7 ст. 3.1 Федерального закона от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».