

Какими способами банку-оригинатору можно достичь того же экономического эффекта, как до внедрения требования «Базеля III» по взвешиванию риска, не применяя при этом коэффициент взвешивания 1250% к тому активу, владельцем которого он в итоге станет? Как структурировать секьюритизацию облигаций, обеспеченных залогом прав требования по договорам займа, по которым заимодавец еще не выдал денежные средства? Как юридически грамотно установить режим использования залогового счета при секьюритизации?

Структурные вопросы сделок секьюритизации

В этой статье пойдет речь об основных правовых вопросах, которые могут возникнуть при структурировании сделки секьюритизации по российскому праву. Стоит заметить, что специфика данных вопросов может быть разной для секьюритизации ипотечных кредитов и секьюритизации других финансовых активов. Это объясняется тем, что нормативная база для «ипотечных» сделок была полностью сформирована задолго до появления возможности секьюритизировать по российскому праву другие виды финансовых активов¹. В связи с этим в некоторых случаях мы будем говорить о структурных особенностях этих двух основных видов секьюритизации отдельно.

Секьюритизацию финансовых активов, отличных от ипотечных кредитов, мы далее для удобства будем называть «неипотечной». При всей условности такого определения оно отдает должное тому почетному месту на российском секьюритизационном рынке, которое занимает секьюритизация ипотечных кредитов.

В каждом разделе мы сначала опишем один из структурных элементов секьюритизационных сделок (в первую очередь в интересах тех читателей, которые не сталкивались или редко сталкивались с секьюритизацией активов), а далее затронем основные правовые



Илья БАРЕЙША,
Адвокатское бюро
«Егоров, Пугинский,
Афанасьев и парт-
неры», адвокат,
старший юрист

¹ Федеральный закон № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (далее – Закон об ипотечных ценных бумагах) был принят еще 11 ноября 2003 г.

Илья БАРЕЙША

вопросы, которые нам недавно приходилось решать на практике в связи с данным структурным элементом.

Транширование

В подавляющем большинстве российских сделок секьюритизации эмитент (ипотечный агент, банк-оригинатор или специализированное финансовое общество — СФО) размещал два или более выпусков облигаций, обеспеченных залогом одного и того же покрытия. Такие выпуски на рыночном секьюритизационном жаргоне именуется «траншами»¹. Транши отличаются друг от друга как старшинством (выделяют старший, средний, или мезонинный, и младший транши), так и размерами (на старший транш, как правило, приходится львиная доля общего объема эмиссии). Старшинство транша указывает на очередность, в которой производятся выплаты по нему (погашение основного долга и уплата купонных платежей), по сравнению с облигациями других траншей.

Транширование — это ключевой способ кредитной поддержки облигаций старшего транша, которые, собственно, и предназначены для размещения «в рынок». Основная идея транширования состоит в том, чтобы обеспечить совершение очередных платежей по старшему траншу облигаций в полном объеме, если эмитенту недостаточно поступлений по заложенным денежным требованиям для проведения очередных выплат по всем выпускам облигаций. В таком случае в первую очередь осуществляются выплаты по облигациям старшего транша, далее — по облигациям среднего (мезонинного) транша (при его наличии) и только вслед за этим — по облигациям младшего транша в той части, в которой это возможно.

Чтобы минимизировать вероятность дефолта по облигациям младшего транша, как правило, условия младшего транша облигаций устанавливают начало погашения основного долга по нему не ранее момента полного погашения облигаций старшего транша (старших траншей). Купонный доход по облигациям младшего транша является переменным. Формула его расчета работает таким образом, чтобы через него выводились денежные средства, оставшиеся после совершения регулярных платежей по всем остальным траншам облигаций и других необходимых выплат, а также наполнения или восполнения резервов эмитента (*excess spread*). Владельцем облигаций младшего транша и соответственно получателем *excess spread*

¹ В сугубо юридическом значении транш — это отдельная часть одного выпуска облигаций, а не самостоятельный выпуск облигаций, имеющий то же обеспечение, что и другой выпуск или выпуски облигаций.

Структурные вопросы сделок секьюритизации

обычно является сам оригинатор. Если же excess spread в конкретном купонном периоде отсутствует, то владелец облигаций младшего транша получает минимальный купонный доход в размере 1 руб., 1 коп. или сопоставимой суммы.

С течением времени на российском секьюритизационном рынке стала преобладать простая двухтраншевая структура сделки (старший плюс младший транши), разновидностью которой можно считать структуру с двумя старшими и одним младшим траншами. В последнем случае разница между двумя старшими траншами заключается в разном сроке начала их амортизации, то есть частичного погашения основного долга по ним. Представляется, что главной причиной уменьшения популярности классической трехтраншевой структуры (старший плюс мезонинный плюс младший транши) стало снижение интереса к российскому рынку ценных бумаг со стороны международных институциональных инвесторов — обычных покупателей облигаций мезонинного транша, более рискованных, чем облигации старшего транша, и при этом обычно менее доходных, чем облигации младшего транша.

Двухтраншевая структура до недавних пор была характерна для ипотечных сделок. Кроме того, именно на ее основе была проведена первая «домашняя» секьюритизация неипотечных активов — автокредитов, выданных АО «Кредит Европа Банк» в 2015 г.

Однако ставшее привычным для российского секьюритизационного рынка транширование стало жертвой несколько догматичного внедрения в России базельских принципов, а именно стандартов «Базель III». С 2016 г. обычные покупатели и держатели облигаций младшего транша — банки-оригинаторы — вынуждены взвешивать риски по младшим траншам не с приемлемым коэффициентом 100%, а с запретительным по сути коэффициентом 1250%, что сделало двухтраншевые структуры экономически неэффективными для банков.

В результате планирование сделок секьюритизации в настоящее время направлено на поиск такой структуры, которая позволяла бы достичь в целом того же экономического эффекта, как до внедрения указанного требования по взвешиванию риска, однако по формальным признакам не заставляла бы оригинатора применять коэффициент взвешивания 1250% к тому активу, владельцем которого он в итоге станет.

Решение этой задачи сводится главным образом к двум базовым вариантам. В первом варианте (однотраншевая структура) место облигаций младшего транша занимает кредит или заем, выдаваемый

Ставшее привычным для российского секьюритизационного рынка транширование стало жертвой несколько догматичного внедрения в России базельских принципов, а именно стандартов «Базель III».

Илья БАРЕЙША

эмитенту оригинатором. Такой кредит точно так же позволяет оригинатору получать excess spread (через переменную процентную ставку по кредиту) и точно так же является «младшим» долгом по отношению к «старшему» долгу по облигациям: платежи по нему осуществляются только в случае исполнения текущих обязательств по облигациям (в связи с чем данный кредит или заем от оригинатора получил на секьюритизационном сленге название «субординированный кредит»¹).

Во втором варианте эмитент выпускает три транша облигаций: старший (основной по размеру), мезонинный, который имеет практически такой же размер, который имел бы младший транш в обычной двухтраншевой структуре, и младший, небольшой по размеру. Как видно, внедрение базельских принципов в России привело к некоему ренессансу интереса к выпуску мезонинного транша, только теперь он предназначен не столько для стратегического институционального инвестора (хотя и может быть интересен, к примеру, негосударственным пенсионным фондам), а для самого оригинатора. Младший транш в такой структуре все так же приобретает и удерживается оригинатором, однако размер его настолько невелик, что не создает излишней нагрузки на его капитал.

Внимательный читатель может усомниться в сущностном различии обычной двухтраншевой структуры и двух описанных модификаций. Действительно, при всей несомненной разнице по юридической форме все три структуры не так далеки друг от друга по их экономической сути. Однако формулировка требования о взвешивании риска с коэффициентом 1250%² такова, что формально затрагивает только младшие транши облигаций с залоговым обеспечением и облигаций с ипотечным покрытием.

В одной из недавних сделок ипотечной секьюритизации³ структура с выпуском старшего транша облигаций и выдачей банком-оригинатором «субординированного» кредита была дополнена новым

Внедрение базельских принципов в России привело к ренессансу интереса к мезонинному траншу.

¹ Не следует смешивать с субординированными кредитами в строгом смысле Положения Банка России № 395-П, вводящего принципы «Базеля III». Получателем субординированного кредита может быть только кредитная организация, а сам такой кредит должен соответствовать ряду специальных требований.

² Приложение 1 к Инструкции Банка России от 28.06.2017 № 180-И «Об обязательных нормативах банков» требует взвешивать с коэффициентом 1250% только сумму вложений «в облигации с залоговым обеспечением, а также в ипотечные ценные бумаги с разной очередностью исполнения обязательств, условия выпуска которых предусматривают исполнение обязательств с наступившим сроком исполнения по ним только после исполнения обязательств с наступившим сроком исполнения по облигациям всех иных выпусков эмитента, обеспеченных тем же залоговым обеспечением и (или) тем же ипотечным покрытием (далее – облигации младшего транша)».

³ Четвертая секьюритизация ипотечных кредитов ПАО «Абсолют Банк» – выпуск облигаций с ипотечным покрытием ООО «Ипотечный агент Абсолют 4».

Структурные вопросы сделок секьюритизации

интересным элементом: параллельной амортизацией (частичным погашением) старшего и младшего долга. Начиная с пятой даты купонной выплаты при соблюдении определенных условий амортизации «субординированного» кредита эмитент начинает частичное погашение последнего одновременно с частичным погашением облигаций, при этом достигая пропорциональности их погашения.

Данная схема может быть адаптирована и для трехтраншевой структуры и, сохраняя субординацию как таковую (при недостаточности денежных средств никакой амортизации младшего долга не будет!), позволяет оригинатору в нормальной ситуации уйти от возвращения основного долга по младшему траншу или «субординированному» кредиту только в случае полного погашения старшего долга.

Структура залогового обеспечения

Характерной отличительной чертой облигаций, выпускаемых при секьюритизации активов, является наличие залогового обеспечения. Его структура определяется требованиями закона: для облигаций с ипотечным покрытием требуется залог особого имущественного комплекса, именуемого ипотечным покрытием, который состоит главным образом из закладных, выданных в удостоверение прав кредитора по ипотечным кредитам.

Для облигаций с залоговым обеспечением денежными требованиями ключевым элементом обеспечения является, как следует из названия, залог денежных требований¹. Причем закон позволяет закладывать по облигациям не только уже возникшие денежные требования по заключенным договорам, но и так называемые «будущие» денежные требования, то есть требования, которые возникнут в будущем из существующих или еще даже не заключенных договоров. Столь широкий подход к допустимости тех или иных денежных требований для залога по облигациям позволяет, к примеру, структурировать секьюритизацию облигаций, обеспеченных залогом прав требования по договорам займа, по которым заимодавец еще не выдал сумму займа заемщику. Такие договоры займа могут быть «профинансированы» как раз за счет выпуска облигаций.

При этом следует помнить, что в настоящее время договор займа еще является по российскому праву реальным договором, то есть в отличие от кредитного договора признается заключенным в момент

В одной из недавних сделок ипотечной секьюритизации структура с выпуском старшего транша облигаций и выдачей банком-оригинатором «субординированного» кредита была дополнена новым интересным элементом: параллельной амортизацией (частичным погашением) старшего и младшего долга.

¹ Денежные требования несколько громоздко определены в Федеральном законе от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон о рынке ценных бумаг) как «имущественные права требовать исполнения от должников уплаты денежных средств».

Илья БАРЕЙША

передачи суммы займа заемщику. Соответственно у структуратора такой схемы есть выбор между:

а) заключением договоров займа по праву такой юрисдикции, в которой они являются консенсуальными, то есть признаются заключенными в момент, когда стороны достигли согласия по всем существенным условиям договора (для этого требуется, чтобы хотя бы одна из сторон договора была иностранной компанией), и

б) позиционированием сделки как секьюритизации будущих денежных требований из будущих обязательств, поскольку секьюритизируемые договоры займа будут заключены в момент передачи вырученных от размещения облигаций денежных средств конечному заемщику.

С июня 2018 г. договор займа между юридическими лицами станет по общему правилу консенсуальным, как и кредитный договор, и этот вопрос утратит актуальность.

Закон приводит в качестве примеров соглашений, денежные требования по которым могут быть секьюритизированы, кредитные договоры и договоры займа, однако добавляет к ним и «иные обязательства». Таким образом, перечень денежных требований, которые могут быть секьюритизированы по российскому праву, ограничен не нормативными предписаниями, а скорее реальной пригодностью конкретных требований для эффективной секьюритизации. В большинстве случаев речь идет о сотнях или тысячах сопоставимых друг с другом требований, образующих достаточно однородный пул. Хотя правовых проблем, связанных с секьюритизацией одного, нескольких или десятка требований, нет, такая секьюритизация ставит вопрос о критической зависимости выплат даже по старшему траншу облигаций от выплат по каждому требованию в обеспечении.

Важно, что закон позволяет эмитентам иметь на балансе имущество, связанное с приобретаемыми денежными требованиями. Для ипотечных агентов это объекты недвижимости, заложенные по ипотечным кредитам и перешедшие в собственность ипотечного агента в результате обращения на них взыскания после дефолта заемщиков. Понятно, что при нормальной ликвидности заложенной недвижимости (а такая ликвидность подразумевается при формировании пула закладных под секьюритизацию) она будет реализована на рынке и в ипотечное покрытие попадут уже денежные средства, вырученные от ее продажи. Однако возможность включить такую недвижимость в состав ипотечного покрытия облигаций на срок до двух лет является важным защитным механизмом для ипотечного агента и владельцев его облигаций.

Перечень денежных требований, которые могут быть секьюритизированы по российскому праву, ограничен не нормативными предписаниями, а скорее реальной пригодностью конкретных требований для эффективной секьюритизации.

Структурные вопросы сделок секьюритизации

Для СФО закон приводит в качестве примеров имущества, связанного с приобретаемыми денежными требованиями, предметы лизинга и аренды. Это позволяет структурировать, к примеру, сделки, связанные с передачей объектов коммерческой недвижимости на баланс СФО. В качестве обеспечения по таким облигациям могут выступить не только права требования по договорам аренды помещений в объектах коммерческой недвижимости, но и сами объекты коммерческой недвижимости.

Используемый в законе оборот «в том числе» показывает, что перечень такого имущества является открытым. Вопрос, связано ли то или иное имущество с приобретаемыми денежными требованиями или нет, должен продумываться отдельно в каждом конкретном случае. Отметим, что закон не требует, чтобы такое имущество было заложено по облигациям (требование о передаче в залог прямо распространяется только на денежные требования). Более того, отсутствует сама возможность залога многих видов имущества по облигациям, пусть даже выпущенным СФО.

Так, ст. 27.3 Закона о рынке ценных бумаг («Облигации с залоговым обеспечением») позволяет выпускать облигации, обеспеченные залогом бездокументарных ценных бумаг, обездвиженных документарных ценных бумаг, недвижимого имущества и денежных требований. Отдельный федеральный закон — Закон об ипотечных ценных бумагах — добавляет в этот перечень ипотечное покрытие. Залог, к примеру, вагонов или некоего оборудования как предмета лизинга пока что нормативно невозможен, в отличие от залога требований к лизингополучателю по совершению лизинговых платежей.

При этом закон позволяет Банку России установить своими нормативными актами перечень иного имущества (т.е. в дополнение к видам имущества, прямо указанным в законе), которое может быть предметом залога по облигациям. Проект соответствующего акта Банка России включает в себя, по сути, все виды имущества, которые так или иначе назывались в качестве потенциальных предметов залога при сделках секьюритизации. Ожидаемое принятие этого акта позволит заложить по облигациям в том числе доли в ООО, а также акции и облигации иностранных эмитентов.

Права требования по договорам залогового счета как особый предмет залога по облигациям СФО

Большое количество структурных и правовых вопросов в рамках любой сделки неипотечной секьюритизации связано с залоговыми счетами.

Илья БАРЕЙША

Сама необходимость использования как минимум одного залогового счета в такой сделке вытекает из требования Закона о рынке ценных бумаг, чтобы денежные суммы, полученные эмитентом как залогодателем от его должников по денежным требованиям, заложенным по облигациям, зачислялись на залоговый счет. Банковские реквизиты такого залогового счета должны быть указаны в решении о выпуске облигаций, а справка об открытии залогового счета входит в комплект документов, который эмитент обязан представить на государственную регистрацию выпуска облигаций в Банк России. Отдельно отметим: справка не о «намерении открыть» залоговый счет (недостаточно договориться об открытии счета и «зарезервировать» его номер в банке), а именно о фактическом открытии залогового счета.

Получается, что договор залогового счета — это один из немногих договоров по сделке, которые должны быть заключены уже на момент подачи документов на государственную регистрацию выпуска облигаций. Учитывая, что залоговый счет как таковой — это новый институт и продукт для большинства российских банков и согласование договора залогового счета со всеми основными сторонами сделки по опыту занимает достаточно долгое время, это регуляторное требование ставит довольно непростую задачу перед банком-оригинатором и его юристами.

Мы часто сталкиваемся с тем, что даже опытные банковские юристы путают договор залогового счета с договором залога прав по договору банковского (залогового) счета. В связи с этим будет нелишним упомянуть здесь, что договор залогового счета в нашем случае — это соглашение между банком залогового счета и СФО, на его основании никакого залога прав не возникает. Договор залога прав по договору банковского счета — это соглашение между СФО как залогодателем и владельцами облигаций как залогодержателями, по которому СФО передает владельцам облигаций в залог денежное требование к банку счета о выдаче сумм со счета, возникшее на основании договора залогового счета.

Интересно, что если, по общему правилу, залог на определенное имущество, заложенное по облигациям (например, права требования), возникает в ходе размещения облигаций в момент их покупки первыми владельцами, то применительно к залогоу прав по договору банковского счета ГК РФ устанавливает специальное правило. По нему залог на права требования по договору залогового счета возникает с момента уведомления банка о залоге прав и предоставлении ему копии договора залога. В связи с этим необходимо обеспе-

Договор залогового счета — это один из немногих договоров по сделке, которые должны быть заключены уже на момент подачи документов на государственную регистрацию выпуска облигаций.

Структурные вопросы сделок секьюритизации

читать, чтобы СФО заранее передало в банк залогового счета заверенную им копию решения о выпуске облигаций, прошедшего регистрацию в Банке России, а в дату начала размещения облигаций формально уведомило банк залогового счета в письменном виде о возникновении залога прав по счету или счетам.

Этим круг задач, которые ставят перед юристами оригинатора формулировки норм ГК РФ о залоговом счете, не ограничивается.

Например, п. 1 ст. 358.12 ГК РФ требует от банка залогового счета «проводить операции по залоговому счету в соответствии с правилами настоящего параграфа [§ 3 гл. 23] и иными правилами настоящего Кодекса, другими законами и банковскими правилами, *а в части, ими не урегулированной, в соответствии с соглашением, заключенным между банком, залогодателем и залогодержателем*». Таким образом, ГК РФ говорит о возможности заключения некоего трехстороннего соглашения между банком залогового счета, залогодателем (в нашем случае СФО) и залогодержателем (в нашем случае владельцами облигаций в лице представителя владельцев облигаций — ПВО). При этом получается, что если правила проведения операций по залоговому счету не установлены непосредственно в законе или в банковских правилах, то единственный вариант сделать их обязательными для исполнения банком залогового счета — это включить их в такое трехстороннее соглашение. Поскольку закон и банковские правила устанавливают только самые общие правила проведения операций по залоговому счету, а дополнительные правила на практике необходимы (к примеру, ограничение перечня операций, которые СФО имеет право совершать через залоговый счет), такое трехстороннее соглашение превращается в один из ключевых структурных элементов сделки.

Во время структурирования уже упомянутой сделки по секьюритизации автокредитов АО «Кредит Европа Банк» назначение ПВО еще не было обязательным, а в его отсутствие не было ясно, как вообще можно заключить такое трехстороннее соглашение в виде единого документа, подписанного тремя сторонами. В результате был найден выход — включить в решения о выпуске облигаций положение о том, что с момента уведомления банка залогового счета о залоге прав по договору банковского счета считается заключенным договор залога прав по договору банковского счета между СФО как залогодателем, владельцами облигаций как залогодержателями и банком залогового счета. Таким образом, в данном случае договор о залоге прав по договору банковского счета был сам охарактеризован как искомое трехстороннее соглашение. Все необходимые

Необходимо обеспечить, чтобы СФО заранее передало в банк залогового счета заверенную им копию решения о выпуске облигаций, прошедшего регистрацию в Банке России, а в дату начала размещения облигаций формально уведомило банк залогового счета в письменном виде о возникновении залога прав по счету или счетам.

Илья БАРЕЙША

ограничения на совершение операций по залоговым счетам СФО были включены не только в соответствующие договоры залогового счета, но и в решения о выпуске облигаций, которые документируют договор залога прав по договору банковского счета.

В настоящее время, когда назначение ПВО обязательно для облигаций с залоговым обеспечением в силу закона, использование данной громоздкой конструкции не обязательно. Достаточно заключить отдельное трехстороннее соглашение, которое от имени владельцев облигаций подпишет представитель владельцев облигаций, осуществляющий полномочия залогодержателя по облигациям в силу закона. Практика заключения ПВО договоров от имени владельцев облигаций до даты начала размещения облигаций (т.е. еще до того момента, как владельцы облигаций вообще появятся) уже сложилась на рынке секьюритизации и проектного финансирования. Для исключения рисков, связанных с таким временем заключения трехстороннего соглашения, можно предусмотреть в решениях о выпуске облигаций, что путем приобретения облигаций владельцы облигаций выражают свое согласие с заключением и содержанием трехстороннего соглашения.

В завершение на всякий случай отметим, что Закон об ипотечных ценных бумагах не требует зачисления поступлений от ипотечных заемщиков на залоговый счет, в связи с чем в сделках ипотечной секьюритизации залоговые счета не используются (хотя юридических препятствий для их использования нет).

Принятие риска оригинатором

Привычное для секьюритизационного рынка понятие «оригинатора», то есть банка или иной финансовой компании, которая инициирует секьюритизацию в своих интересах, присутствует в российском законодательстве только в контексте принятия оригинатором рисков по сделке.

Если основываться только на Законе об ипотечных ценных бумагах, то сложно сказать, каким образом портфель закладных оказывается на балансе у ипотечного агента. В отношении специализированного финансового общества Закон о рынке ценных бумаг признает, что целями и предметом деятельности СФО являются приобретение денежных требований по кредитным договорам, договорам займа или иным обязательствам и выпуск облигаций, обеспеченных залогом денежных требований. Однако гл. 3.1 указанного закона, регулирующая специализированные общества, также не дает ответа на вопрос, у кого, собственно, СФО приобретает денежные требования.

Структурные вопросы сделок секьюритизации

Тем не менее, Закон о рынке ценных бумаг, не называя originатора прямо, по сути упоминает его в статье, посвященной функциям Банка России как регулятора финансового рынка. В частности, закон предусматривает, что Банк России устанавливает требования к формам и способам принятия рисков первоначальными или последующими владельцами денежных требований, которые непосредственно уступили такие денежные требования СФО. Установлено, что такие изначальные кредиторы обязаны принять на себя риск в объеме не менее 20% от общего размера обязательств по облигациям с залоговым обеспечением, выпускаемым СФО¹.

Конкретные способы и формы принятия рисков originаторами определены Банком России в специальном указании². Не останавливаясь подробно на всех десяти доступных способах принятия риска, можно отметить наиболее популярные из них на практике: приобретение originатором облигаций младшего транша или выдача originатором «субординированного» кредита.

Насколько мы можем судить, принятие риска originатором воспринимается регулятором как ключевой и непереносимый атрибут неипотечной секьюритизации, в известной мере гарантирующий качество сделки для рыночных инвесторов. Неслучайно одним из документов, который СФО должно представить в Банк России на государственную регистрацию выпуска своих облигаций, является справка о формах, способах принятия и объемах риска, принимаемых originатором.

В рамках определенных структур сделки неипотечной секьюритизации СФО может быть «само себе originатором», то есть создать те или иные денежные требования самостоятельно, не приобретая их у кого бы то ни было (пример: права требования к банкам по договорам залогового счета или вклада). При этом оставшимися активами на балансе СФО могут быть, к примеру, ценные бумаги, которые формально нельзя отнести к денежным требованиям (в связи с чем неясно, возможно ли рассматривать продавцов таких ценных бумаг в качестве originаторов).

В описанной ситуации просто нет «originатора» для целей упомянутого Указания Банка России, который нес бы обязанность по принятию риска по сделке. Если СФО констатирует это в справке о формах, способах и объемах принятия риска, то сложно предугадать реакцию регулятора. Вполне возможно, что такая эмиссия не будет зарегистрирована.

В рамках определенных структур сделки неипотечной секьюритизации СФО может быть «само себе originатором», то есть создать те или иные денежные требования самостоятельно, не приобретая их у кого бы то ни было.

¹ Отметим, что данное требование распространяется на originаторов только по сделкам неипотечной секьюритизации.

² Указание Банка России от 07.07.2014 № 3309-У.

Илья БАРЕЙША

В связи с этим возникает вопрос: может ли принять на себя риск по сделке лицо, формально не подпадающее под определение «оригинатора» для целей упомянутого Указания Банка России, но являющееся инициатором и заинтересованным в секьюритизации лицом? Хотя и сложно предвосхитить мнение регулятора по данному поводу, можно предположить, что смысл установления требования о принятии риска состоит не в том, чтобы загнать участников сделки секьюритизации в некое «прокрустово ложе» жестких схем, а в том, чтобы инициатор секьюритизации был заинтересован в успехе сделки не менее, чем рыночные инвесторы, и разделял с ними риски. Если в справке о формах, способах и объемах принятия риска удастся убедительно показать регулятору, что инициатор сделки несет свою долю риска, хотя он и не является «оригинатором» в узком смысле, приданном этому слову в Указании Банка России, то можно надеяться на благоприятное решение регулятора. При актуальности данной проблемы для сделки, которую вы структурируете, имеет смысл обратиться за разъяснением в Банк России, если это позволяет график сделки.

Порядок определения купонного дохода

При структурировании сделки секьюритизации нужно принять во внимание круг инвесторов в облигации старшего и, если он есть, среднего траншей. Не секрет, что в настоящее время облигации, выпускаемые при секьюритизации, интересны в первую очередь банкам, которые могут привлекать под них финансирование со стороны Банка России через сделки репо, а также негосударственным пенсионным фондам.

По этой причине следует иметь в виду ограничения, установленные для инвестирования пенсионных накоплений НПФ в облигации российских эмитентов, таких как СФО. В частности, применимый акт¹ ограничивает десятью процентами инвестиционного портфеля совокупную стоимость ряда активов, в которые могут быть инвестированы пенсионные накопления. В число таких «рискованных» активов входят в том числе облигации, выплаты или часть выплат по которым установлены в виде формулы с переменными (за исключением процентных ставок и уровня инфляции) или зависят от изменения стоимости активов или исполнения обязательств третьими лицами.

Поскольку на практике данный 10%-ный портфель у НПФ уже занят или практически занят другими «рискованными» активами,

¹ Положение Банка России от 01.03.2017 № 580-П.

Структурные вопросы сделок секьюритизации

для НПФ может быть затруднительно приобрести значительную часть облигаций СФО старшего транша, если доход по ним переменный или в нем есть некая переменная составляющая (например, в дополнение к небольшому фиксированному купонному доходу при погашении облигаций может быть выплачен существенный дополнительный доход, размер которого определяется по формуле и привязан к разнообразным показателям, как в случае со знаменитыми структурными облигациями ЕБРР).

В связи с этим если денежный поток по активу, секьюритизируемому в вашей сделке, недостаточно предсказуем по ходу жизни сделки, а основным инвестором при этом является НПФ, то следует скрупулезно поработать над траншированием облигаций по такой сделке (с тем чтобы НПФ покупал транш с фиксированным доходом) либо оценить возможность применения альтернативных структурных возможностей, с тем чтобы не выражать переменную составляющую генерируемого активами денежного потока в качестве «выплат» или «части выплат» по облигациям. 