

Секьюритизация дефолтных долгов: инструменты

Мировой инвестиционный рынок включает в себя значительный оборот проблемных долгов (дефолтных прав требования). Он возникает главным образом там, где кредитор желает избавиться от проблемного кредита с дисконтом, а венчурные инвесторы, «фонды-стервятники» и прочие операторы с высоким аппетитом к риску желают заработать повышенную доходность за счет эффективных стратегий взыскания.

Для того, чтобы проблемные права требования могли стать предметом инвестиционного оборота и найти своих новых инвесторов, проводится их секьюритизация в ценные бумаги.

Пример. Российский банк имеет проблемный портфель номиналом в 100 млн. долларов, который по рыночной оценке может быть продан за 30 млн. При этом кредиты не однородны: один может оказаться вообще невозвратным, а какой-то успешно реструктурирован с постепенным возвратом значительной части стоимости. Поэтому распродажа кредитов по отдельности для инвесторов не имеет смысла: они готовы купить средневзвешенный риск всего портфеля, но не хотят разбираться в конкретных заемщиках. Также ни один институциональный инвестор (фонд, банк) не купит кредиторские права требования по российскому праву через переуступку права требования. Он хочет держать у себя в портфеле ценную бумагу, выпущенную в комфортной для него юрисдикции и учитывать ее через международную депозитарно-клиринговую систему (вроде *Euroclear* или *Clearstream*).

Чтобы распродать инвесторам проблемный портфель, в удобной для инвесторов юрисдикции учреждается специальная компания (SPV), все права по кредитам российского банка, входящим в согласованный

портфель, переуступаются на SPV, а SPV в свою очередь выпускает ценные бумаги, чья доходность и риск полностью зависят от успеха взыскания по портфелю просроченных долгов.

Как говорилось выше, выпускаемые бумаги могут быть структурированы в несколько траншей — старший (*senior*) транш будет погашаться в приоритетном порядке, но иметь ограниченную доходность, а другой (или другие) транши претендовать на погашение из взысканных в пользу SPV средств во вторую очередь, но зато обеспечивать повышенную доходность.

Типовые сценарии секьюритизации

Портфели, состоящие только из дефолтных долгов, редко являются предметом секьюритизационных сделок. В большинстве случаев в качестве базового актива выступает портфель долгов (автокредиты, ипотечные кредиты, потребительские кредиты — в том числе по кредитным картам, и так далее), в котором просроченные долги перемешаны с обслуживаемыми.

В этом случае SPV или финансовый институт, которые получают права на такой портфель, выпускают ценные бумаги нескольких траншей.

Самый качественный (*senior*) транш гарантирует уплату фиксированного купона и при этом является защищенным (платежи по нему идут в приоритетном порядке), что позволяет иногда получить на такой транш инвестиционный рейтинг и продавать его институциональным покупателям.

Второй транш может гарантировать повышенный купон, но по выплатам быть субординированным по отношению к первому. По нему риск дефолта выше, хотя все равно он находится в статистических границах вероятности полной выплаты номинала.

Третий транш может иметь очень высокую доходность и представлять

интерес только для рискованной части инвестпортфелей: выплаты по нему производятся только после того, как регулярные платежи по первому и второму траншу совершены. Этот транш несет высокий риск дефолта по основной сумме.

Как сказано выше, сделки, в которых секьюритизируются только дефолтные обязательства, встречаются на рынке гораздо реже. Принципиальным условием такой секьюритизации является то, что портфель плохих долгов приобретается в SPV не по номиналу, а с дисконтом (иногда весьма существенным). Покупатели таких бумаг, уплачивая их цену размещения, не только рефинансируют изначального кредитора (с дисконтом), но и предоставляют средства на взыскание.

Сделки секьюритизации единственного права требования, находящегося в дефолте, весьма редки и в подавляющем числе случаев являются предметом частного размещения среди специализированных фондов и квалифицированных в данном типе риска инвесторов. Нашей специализацией являются именно такие сделки.

Секьюритизация для финансирования взыскания

Большинство сделок секьюритизации долговых портфелей имеют своей целью **рефинансирование кредитора**. Кредитор продает свои риски инвесторам и получает от них деньги. Если портфель уже имеет просрочки и дефолты, инвесторы вкладываются в такой портфель с дисконтом.

В некоторых случаях — в основном при секьюритизации **сильно просроченных долгов** или **отдельного дефолтного долга** — деньги инвесторов идут не на рефинансирование изначального кредитора, а исключительно на юридические процедуры по взысканию. Кредитор при этом получает определенную часть ценных бумаг в обмен на передачу своего права требования в SPV. По такой схеме могут в том числе работать litigation-фонды и фонды проблемных активов, финансирующие процесс

взыскания долгов.

Пример. Кредитор владеет правом требования к Должнику (например, по судебному решению, по займу и пр.). Кредитор не имеет самостоятельных ресурсов для эффективного взыскания долга. По предложению фонда проблемных активов Кредитор передает свое право требования в SPV. SPV выпускает CLN (ноты участия в займе) или структурные облигации, привязанные к правам на переданный в SPV долг. Часть выпуска (допустим, 50%) передается кредитору **в обмен на переданный долг**, а другую часть выпуска выкупает за деньги специализированный фонд. Эти деньги остаются в SPV, и на них **финансируется процесс взыскания** по долгу. По результату взыскания средства распределяются по ценным бумагам, и после окончания распределения бумаги погашаются.

Схема секьюритизации дефолтных долгов

Первый вопрос, который решается при планировании секьюритизационной сделки в отношении долгов, включающих дефолтные, это будут ли долговые права требования **юридически передаваться в SPV**, либо они останутся в руках кредитора, но кредитор будет их администрировать в пользу SPV. (Такая секьюритизация называется *sub-participation*, а при использовании кредитных деривативов в отношениях между кредитором и *SPV-синтетической секьюритизацией*).

При передаче прав требования в SPV важно соблюсти все формальности, чтобы такая сделка впоследствии **не могла быть оспорена** (например, в случае банкротства кредитора). В специализированной терминологии это именуется *true sale* — «однозначная» или «действительная» продажа. Условия обеспечения финальности при передаче прав требования в SPV специфичны для каждой отдельной юрисдикции.

Разумеется, при планировании передачи прав требования от кредитора

в SPV необходимо сначала убедиться, что такие права требования в принципе могут быть переданы **без согласия должника или третьего лица** (например, регулятора, антимонопольного органа, другого кредитора и пр.) Если свободная передача прав требования как таковых ограничена, то без получения соответствующих согласий можно планировать только синтетическую передачу выгод от этих прав требования. В этом случае в активе SPV будут не сами права требования к должникам, а право требования к кредитору в отношении тех прав. Соответственно, инвесторы в такие бумаги примут кредитный риск не только базового актива, но и его юридического владельца (кредитора).

Типов ценных бумаг, которые могут выпускаться для секьюритизации просроченных долгов, достаточно много. Все, что нужно знать для начала, это что нет абсолютно устоявшихся стандартов таких бумаг, и рыночная практика постоянно предлагает новые формы и новые названия.

Портфели однотипных долгов часто секьюритизируются путем выпуска *asset-backed securities* (ABS: ценные бумаги, обеспеченные активами). В Европе распространена секьюритизация долговых требований через ноты участия в займе (*loan participation notes: LPN*). В случае, если в состав активов SPV «подмешиваются» деривативы для улучшения кредитного качества базового долга, такие бумаги выпускаются в форме кредитных нот (*credit-linked notes*). В США распространены термины CLO (*collateralized loan obligations*) и CDO (*collateralized debt obligations*): обеспеченные займом или обеспеченные долгом обязательства. Также достаточно часто бумаги, привязанные к долговому праву требования, могут просто именоваться «облигациями» (*bonds*), а уже в их полное наименование добавляются уточняющие термины.

Как пример, после банкротства в 2009 году казахского банка БТА кредиторы согласовали реструктуризацию гарантированных им долговых бумаг путем выпуска новых облигаций на меньший номинал, а дополнительно — «облигаций участия во взыскании» (*recovery bonds*), привязанных к любым суммам, которые получил бы БТА банк

от юридического (судебного) взыскания по «плохим» активам и по искам к лицам, предположительно виновным в выводе средств из банка.

© John Tiner & Partners, 2020

Материал с сайта www.securities.expert

Для связи с нами: vt@tiner.ch