CMRBAS 2024

Рынок секьюритизации альтернативных классов активов

Партнер рубрики:

СОВКОМБАНК

По результатам 2023 года можно констатировать, что сделки классической многотраншевой секьюритизации продолжают носить штучный характер. В связи с ростом ключевой ставки и рыночных доходностей ряд проектов был перенесен на 2024 год. Одновременно Совкомбанком было закрыто несколько клубных сделок по выпуску облигаций, обеспеченных просроченной задолженностью, а также сделка классической многотраншевой секьюритизации портфеля нецелевых потребительских кредитов под залог недвижимого имущества.

Андрей КОРОЛЕВ,
исполнительный директор департамента рынков капитала, Совкомбанк

При этом очевидно, что инструменты секьюритизации должны являться существенным источником долгосрочного финансирования. Причиной и вместе с тем следствием слабости рынка является, с одной стороны, системная недооценка потенциала неипотечной секьюритизации и роли, которую такие инструменты могли бы сыграть в поддержании экономического роста, и с другой стороны, давняя проблема избыточной зарегулированности данного сегмента рынка, которая продолжается с кризиса 2008 года.

При этом в мировой практике такие облигации занимают существенную долю рынка, их кредитное качество не было затронуто кризисом 2008 года, и их наличие свидетельствует о развитости финансовой системы. Старшие транши таких выпусков по большей части имеют наивысший кредитный рейтинг (на уровне суверенного), что ставит их по надежности в один ряд с облигациями эмитентов первого эшелона и государственными облигациями. Одновременно с этим при должном структурировании они способны давать более высокую доходность, имеют в структуре дополнительные меры усиления кредитного качества, такие как субординация траншей, обязательное удержание риска оригинатором, защищенность эмитента от несогласованного владельцами облигаций банкротства, наличие резервных фондов и многие другие, не свойственные классическим ванильным выпускам. К сожалению, долгие годы регулирование таких инструментов носило фактически заградительный для их развития характер, в законе до сих пор содержатся нормы, ограничивающие ликвидность таких инструментов, делающие их выпуск невыгодным как для организаторов, так и для инвесторов. Вместе с тем очевидно, что такие инструменты являются первоклассным средством привлечения «длинного» фондирования в экономику и распределения рисков, при этом по надежности не уступающим классическим инструментам.

Помимо базовых преимуществ, которые следуют из природы таких инструментов, положительный эффект от их применения связан и с текущим состоянием и стадией развития финансового рынка. Например, с точки зрения инвестора, первый и второй эшелоны экономики РФ растут недостаточными темпами, при этом в настоящий момент регулирование «настроено» именно на таких эмитентов, что свидетельствует о регуляторном фокусе на кредитное качество финансового инструмента, то есть кредитный риск. Дополнительное давление на рынок оказывает, помимо прочего, укрупнение групп эмитентов, что прямо влияет на групповые лимиты и создает дополнительные угрозы концентрации.

В силу складывающихся геополитических особенностей не все крупные компании раскрывают отчетность, что осложняет проведение инвестиционного анализа. Одно из последствий перечисленных явлений — отсутствие требуемых объемов ликвидности на рынке долгового капитала.

Перечисленные проблемы решаются использованием инструментов секьюритизации: позволяют обособлять активы, получать инвестиционный рейтинг старшего транша, чаще всего максимально достижимый, эмитенты таких выпусков — специально созданные независимые SPV-компании, де-юре и де-факто отделены от оригинаторов (инициаторов) сделок.

С точки зрения институциональных инвесторов и в первую очередь кредитных организаций, инструменты секьюритизации дают возможность структурировать бумаги с низким RWA (высоким ROE/RAROC) при высокой доходности в сравнении с классическими ванильными инструментами с аналогичным уровнем кредитного рейтинга и качества.

Как банк-организатор мы видим запрос участников рынка на создание равных рыночных возможностей для разных классов инструментов неипотечной секьюритизации. Необходимо гармонизировать регулирование и не допускать регуляторной дискриминации инструментов секьюритизации по отношению к ценным бумагам институтов развития и корпоративным облигациям.

При этом необходимо отметить, что ограниченный круг инвесторов в такие инструменты вызван зачастую отсутствием необходимых компетенций, низкой осведомленностью о сути и структуре таких бумаг, встроенных в инструменты секьюритизации механизмах защиты.

При отсутствии положительной динамики в развитии регулирования, повышения инвесторского спроса и осведомленности об особенностях таких финансовых инструментов сделки неипотечной секьюритизации скорее всего продолжат носить единичный характер.

Необходимо плотное взаимодействие и консолидация усилий всех участников рынка, включая регулятора, направленных на устранение регуляторного дисбаланса, популяризацию инструментов секьюритизации для последовательного встраивания их в экономическую систему.

При этом хочется отметить намечающуюся положительную динамику регуляторных изменений, затрагивающих данную отрасль в части снижения требований к удержанию рисков оригинаторами неипотечных сделок. Эта инициатива должна стать первым шагом к гармонизации регулирования инструментов ипотечной и неипотечной секьюритизации. Снижение требования к обязательному удержанию риска позволит учесть особенности рефинансируемых активов при структурировании сделок секьюритизации, делая сделки с высококачественными активами более привлекательными для эмитентов.