Секреты успешных сделок секьюритизации: от теории к практике

В октябре 2023 года в Москве состоялась XII конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России». Ежегодно в этом мероприятии принимают участие ключевые лица профильного рынка: банки-оригинаторы, юридические компании, компании-сервисеры, инфраструктура рынка, рейтинговые агентства, инвесторы.

Одна из секций конференции называлась «Case-study: от теории к практике, или Секреты успешных сделок секьюритизации». В рамках дискуссии эксперты активно обсуждали не только ипотеку, но и другие классы базовых активов. Самые интересные тезисы — в этом обзоре.

Александр ТАЛАЧЕВ,
заместитель главы по рынкам капитала и взаимодействию с инвесторами, ДОМ.РФ:

— На текущий момент в обращении находятся ипотечные ценные бумаги ДОМ.РФ общим объемом более чем 1 трлн рублей. И мы сейчас получаем от рынка определенный запрос: «Вы все правильно делаете. А как это можно повторить на других классах активов?»

Остановлюсь на нескольких моментах. В первую очередь это структура и отбор. Ипотека является стандартизированным базовым активом, плюс у ДОМ.РФ достаточно жесткие стандарты по отбору.

Следующее. Можно сделать бесконечно красивую, сложную и умную сделку,

но если в ней не разберется инвестор, толка от нее будет мало. И этот вопрос мы как раз решаем через единого эмитента и эмиссионную документацию, универсальную для всех выпусков в рамках программы.

Еще один момент достаточно близко связан с предыдущим тезисом: поручительство не должно требовать никаких дополнительных действий со стороны эмитента и инвесторов. У нас в случае каких-то кредитных событий поручительство срабатывает автоматически.

Следующий важный момент — наличие достаточно глубокого инструментария для анализа, потому что инвесторам необходимо открыть лимиты, чтобы приобрести ценную бумагу. Чтобы открыть лимиты, необходимо смоделировать денежные потоки, которые мы ожидаем по ценной бумаге, чтобы они имели возможность это перепроверить. Соответственно, ДОМ.РФ совместно с Московской биржей разработали ценовую конвенцию, с помощью которой имеется возможность рассчитывать ценообразование по ИЦБ ДОМ.РФ.

У нас всегда максимально свежие данные с точки зрения анализа. Естественно, мы публикуем регулярную отчетность и аналитику по жилищному сектору, а также поддерживаем плотную коммуникацию с инвесторами о том, как работает и живет базовый актив.

И последний, но, возможно, наиболее важный блок из всех — это то, как мы следим за вторичным обращением наших бумаг. ДОМ.РФ делает маркетмейкинг по всем выпускам, по которым у инвесторов есть интерес. Если инвестор хочет продать нам что-то с балансом, мы всегда купим. Будь это одна бумага или один миллиард, мы всегда любой объем готовы забирать.

И, конечно, рыночное ценообразование. Можно сделать хорошую структуру, она может быть хорошо посчитана, эффективно работать, но если прайсинг мимо рынка, то природу не обманешь. То есть придется все равно давать рыночное ценообразование, чтобы сделка была хорошо дистрибутирована.

Марина КАРЕЕВА, **директор по долговому и структурному финансированию, Промсвязьбанк:**

— В 2016 году Промсвязьбанк стал первым, кто осуществил сделку секьюритизации малого и среднего бизнеса на российском рынке. И это, кстати, была еще и единственная сделка, которой был присвоен международный рейтинг. Далее были сделки либо с локальными рейтинговыми агентствами, либо с поручительством корпорации МСП.

Мы посмотрели аналитический обзор Банка России по рынку кредитования МСП. И, что удивительно, кредитование МСП растет достаточно хорошо, более того, опережающими темпами (если сравнивать с темпами роста корпоративного портфеля). Здесь катализатором, наверное, в том числе выступает госпрограмма с низкой процентной ставкой (хотя доля этих программ не такая высокая, как на рынке ипотеки, — около 10%).

Ставки по кредитам тоже растут, но при этом мы не видим какого-то бума сделок секьюритизации с этим активом. Хотя у банков накоплены значительные портфели кредитов МСП, есть опыт проведения этих сделок на рынке, но интереса к выводу новых сделок ни у оригинаторов, ни у инвесторов нет.

Мы попытались посмотреть на ситуацию с позиции оригинатора, поскольку имеем такой опыт. Насколько выгодно было бы рассматривать такие сделки как альтернативный источник фондирования или как инструмент снижения нагрузки капитала? С позиции оригинатора сделки секьюритизации МСП пока, в нашем понимании, не дают достаточной эффективности для того, чтобы выводить их на рынок и продавать. Одна из проблем — высокая доля младшего транша. На сделках секьюритизации МСП мы видели, что средняя траншировка составляет около 30% для младшего транша, 70% — для старшего. Еще часть средств необходима оригинатору для резервного фонда и усиления кредитной поддержки.

При этом надо отметить, что средний риск-вес по этим портфелям достаточно невысокий. Он, конечно, выше, чем по ипотеке, но тем не менее он сильно

ниже 100%, по крайней мере в нашем случае. Поручительство корпорации МСП, возможно, было бы как раз тем дополнительным инструментом, который, может быть, позволил бы оригинаторам посмотреть на секьюритизацию портфеля МСП, потому что, например, если мы смотрим на эти сделки с позиции инвестора, то приобретать бумаги с поручительством корпорации МСП нам с точки зрения риск-веса гораздо интереснее. Соответственно, спрос со стороны банков-инвесторов точно по этим бумагам может быть выше.

Неоднократно говорилось о том, что требование о 20%-ном удержании риск-позиций не позволяет достичь существенной разгрузки капитала. Много говорили и о низком спросе на облигации с залоговым обеспечением со стороны инвесторов.

Что же мешает инвесторам покупать эти бумаги? Если сравнивать их с обычными биржевыми plain-vanilla bonds, то, конечно, это сложная структура с плавающей дюрацией. Многие инвесторы просто не имеют такой экспертизы и, возможно, не хотят ее заводить, потому что это дополнительные затраты. Гораздо проще с обычными облигациями, тем более что достаточно большое предложение есть на рынке, в том числе с неменьшими доходностями.

Что касается низкой ликвидности облигаций на вторичном рынке, то тут можно долго говорить, чего должно быть больше — сделок или инвесторов и когда эта ликвидность появится. Но факт остается фактом: низкая ликвидность отталкивает инвесторов от этих бумаг. Также, наверное, важно отметить, что, если рассматривать приобретение этих бумаг в торговые портфели, в более краткосрочные, где идет оценка рыночного риска инструмента, то здесь у нас включаются проблемы, связанные с тем, что по закону банк должен делать оценку по инструментам секьюритизации с международными рейтингами. Наверное, в том числе и поэтому на вторичном рынке такие бумаги не появляются.

Для пенсионных фондов и других институциональных инвесторов также есть ограничения на вложение в инструменты неипотечной секьюритизации — лимит около 7%. Вот, наверное, все это вместе и дает ситуацию, в которой мы сейчас находимся: и оригинаторы не заинтересованы в продаже, и инвесторы видят много ограничений и просто не готовы разбираться в этом сложном инструменте.

Еще одна из проблем — процентный риск. Сейчас портфели МСП достаточно короткие и достаточно быстро обновляются. Возможно, следующий год будет хорошим моментом для размещения сделок секьюритизации, когда создается портфель по высоким ставкам, и если к концу следующего года мы перейдем к циклу снижения процентных ставок, возможно, это будет хорошим моментом для того, чтобы накопленные портфели по высоким ставкам было выгодно для оригинаторов продать в рынок.

Когда мы разговариваем как эмитент с инвесторами, то часто слышим, например, от небольших региональных банков, что главный критерий для них — чтобы бумага включалась в ломбардный список и по ней можно было бы делать сделки РЕПО как инструмент управления ликвидностью. Насколько я вижу, по секьюритизированным облигациям с обеспечением в виде МСП-кредитов, они в ломбард не включаются. Дисконты на рынке РЕПО по ним тоже гораздо выше, чем по ипотеке. Хотя и по ипотеке, и по многим другим инструментам они достаточно высокие. Поэтому здесь есть куда двигаться для того, чтобы повышать ликвидность этих бумаг на рынке.

У нас на рынке МСП-кредитования тоже есть институт развития, может быть, нужно посмотреть, как внедрить хотя бы часть тех механизмов, которые существуют, для института развития ипотеки, для института развития МСП и, соответственно, для секьюритизированных бумаг. Например, возможность рассматривать как альтернативу рейтингу других оригинаторов, кроме МСП-Банка.

Банковское сообщество совместно с Ассоциацией банков России подготовили ряд предложений, и многие из них уже нашли понимание со стороны регулятора. Поэтому мы очень надеемся, что все-таки у этого рынка есть будущее, и постепенно мы придем к той ситуации, когда сделок с этим активом будет гораздо больше.

Виталий ПЕТРОВ,
управляющий директор, управление секьюритизации, Банк ВТБ (ПАО):

— В 2021 году была успешно реализована и размещена среди рыночных инвесторов наша пилотная структурированная сделка секьюритизации потребительских кредитов. Размер секьюритизируемого пула по нашей пилотной сделке составлял почти 45 млрд рублей. Объем выпущенных облигаций составил 35 млрд рублей. Практически весь выпуск был размещен среди розничных инвесторов — их доля составила 97.7%.

Учитывая успешный опыт реализации пилотной сделки, в сентябре 2021 года была зарегистрирована программа на 100 млрд рублей, в рамках которой мы уже разместили два программных выпуска. Первый был размещен в декабре 2022 года, второй — в мае 2023-го.

В отличие от пилотной сделки, у нас немного поменялась доля розничных инвесторов: половину купили розничные клиенты (и это не только клиенты банка), а другую часть — юридические лица. В настоящий момент у нас идет размещение выпуска СФО «ВТБ РКС Эталон» 03 — третьего программного выпуска. Его объем — 10 млрд рублей. Всем выпускам присвоен наивысший рейтинг. Все обеспечены 100% залогом по потребкредитам.

Что касается представителей владельцев облигации, то в наших сделках, помимо своих стандартных функций, ПВО выполняют еще и функции контроля за соответствием револьверных кредитов эволюционным требованиям. То есть осуществляют независимую экспертизу.

Теперь о нормативных актах, в соответствии с которыми должна структурироваться сделка. Во-первых, в рамках

сделки оригинатор удерживает рисковые позиции в объеме не менее 20% от общего размера обязательств по облигациям. В нашем случае у нас рисковые позиции удерживаются в размере 20.6% от размера активов (а не от размера облигаций). То есть как таковой уровень кредитного усиления и качество кредитного усиления выше, чем предусмотрено минимальным значением федерального закона.

Важно также понимать, что если целью сделки является разгрузка капитала, то нужно внимательно смотреть на положение 647-П Банка России и соблюдать те требования, которые позволяют достичь цели по разгрузке. У нас эти требования выдерживаются.

Механизмы защиты интересов инвесторов также предусмотрены структурой наших сделок. Прежде всего все потребительские кредиты, входящие в состав залогового обеспечения, соответствуют жестким требованиям, согласованным с рейтинговым агентством. У нас там около 40 с лишним квалтребований, и при выгрузке кредита из автоматизированной базы данных эти кредиты проверяются на соответствие этим требованиям, что позволяет делать качество залогового обеспечения очень высоким.

На что еще стоит обратить внимание? В наших сделках есть ежемесячный выкуп дефолтных кредитов. По статистике (а мы имеем хорошую статистику на протяжении более чем двух лет), среднее значение дефолтных кредитов к общему объему портфеля составляет не более 0.25%, причем здесь приведены данные по трем сделкам, это средние данные. Это очень хороший показатель, который говорит о том, что наши квалификационные требования работают, а залоговое обеспечение имеет очень высокое качество.

По ежемесячной дополнительной продаже в рамках револьверного периода средний объем составляет 5.3% от объема портфеля по размещенным выпускам. Ежемесячные револьверные продажи позволяют делать бумагу более предсказуемой для инвесторов, и, как показала наша практика, при размещении бумаги, при взаимодействии с инвесторами, при продаже облигации на это обращают внимание.

Олег ИВАНОВ,
советник председателя совета, сопредседатель комитета по инвестиционным банковским продуктам, Ассоциация «Россия»:

— В сфере секьюритизации автокредитов case study нет, тем не менее это может быть case study следующего года. Мы сейчас активно обсуждаем историю с развитием автокредита с ассоциацией автодилеров. Какие есть соображения на злобу дня? Что нужно сделать вместе с регулятором? Может быть, какие-то сти-

мулы для того, чтобы сделать зеленую автосекьюритизацию?

Сергей ОГОРОДНИКОВ,
начальник управления рынков заемного капитала, АБСОЛЮТ БАНК:

— Сейчас, наверное, это задача сложная с учетом нынешних уровней пулов и купонов на рынке. Но как механизм, конечно, это направление рабочее и перспективное. Тем более что, наверное, у китайских производителей пока кэптивных банков нет. А у нас вообще ушли все кэптивные банки. Только у «АВТОВАЗа» недавно появился под новой вывеской банк на базе Renault-Nissan. Во всем остальном секторе работают классические универсальные российские банки, которые кредитуют в салонах автодилеров. Уникальная ситуация. Само понятие автомобиль — розничное. Поэтому и розничного инвестора можно находить, привлекать на эти эмиссии. Это направление коллеги вполне, мне кажется, могут осилить.

Что касается нашего опыта секьюритизации портфеля автокредитов, то у нас была такая бумага — неамортизируемая. Это важно для ее распространения. Ипотека вся — это амортизируемые облигации, а мы сделали неамортизируемую с использованием механизма револьвера. Были профучастники, с именами. Все это добавляло надежности и звучания. Разместив эту сделку, мы обсуждали (вы будете смеяться), как секьюритизировать карточные остатки. Такие были времена.

Олег ИВАНОВ,
советник председателя совета, сопредседатель комитета по инвестиционным банковским продуктам, Ассоциация «Россия»:

— Открою небольшой секрет. Ассоциация проводит большую работу с Банком России, которая посвящена распределению кредитного риска по финансовой системе и шире — по экономике России. Пока у нас главный инструмент, который мы, я позволю себе такое слово, продаем Банку России, это синдицированный кредит. И мы пытаемся донести такую мысль до регулятора: если мы хотим иметь большее распределение кредитного риска, условно говоря, не только на трех ведущих госбанках, то нужны стимулы для развития рынка синдикатов.

При этом возможные меры должны учитывать тот факт, что то, что является приоритетом для ипотеки, очевидно, не приоритетно для МСП, то, что может быть важным для потребительского кредита, нерелевантно для секьюритизации лизинга.

Melling Voitishkin &Partners

Более **20 лет** на рынках капитала, структурного финансирования, секьюритизации и синдицированного кредитования в России

Более **100 закрытых сделок** в России и странах СНГ, включая уникальные, первые в своем роде сделки

Сделки любой сложности на рынках акционерного и долгового капитала, в том числе на стадии pre-IPO и венчурного финансирования, субординированные облигации для банков, «переупаковка» активов

Все виды активов для сделок секьюритизации (потребительские кредиты, кредитные карты, лизинг, аренда, факторинг, дебиторская задолженность, кредиты МСП)

Самая **большая** и **креативная** команда на российском рынке ценных бумаг

Реализация сделок «**под ключ**»

ЛИДЕР НА РЫНКЕ КАПИТАЛА И СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Право-300, Коммерсантъ, Legal 500 EMEA, IFLR, Chambers Europe
рекомендуют нас в качестве ведущей фирмы в области рынков капитала, структурного финансирования и секьюритизации в России

Melling, Voitishkin & Partners – **приоритетный партнер** Baker McKenzie в России

Лауреат многочисленных наград: «**Сделки и инновации года**», «**Лучшая сделка по секьюритизации активов**», «**Ведущая юридическая фирма в России**»

Контакты:

Россия, 125196, Москва,
ул. Лесная, 9
Белые Сады, 10 этаж
+7 495 787-27-00
mv.legal

Сергей Самохвалов
Sergey.Samokhvalov@mv.legal

Реклама Melling, Voitishkin & Partners FZ LLC ИНН 9909639545