SBER CIB

Секьюритизация

Используйте все возможности финансирования бизнеса и оптимизации кредитного портфеля банка

Высокопрофессиональная команда SberCIB работает как с институциональными инвесторами, так и с клиентами брокерского обслуживания Сбербанка и имеет успешный опыт проведения сделок ипотечной секьюритизации совместно с ДОМ.РФ, секьюритизации собственных потребительских кредитов и организации многотраншевых секьюритизаций для других банков.

В рамках направления секьюритизации клиенты SberCIB получают:

- анализ активов будущего оригинатора;
- разработку эффективной структуры сделки и выбор портфеля;
- оптимизацию структуры для целей рейтингования облигаций и поддержку в работе с рейтинговым агентством;
- координационную поддержку и подготовку необходимых документов;
- организацию процесса взаимодействия с инвесторами, включая премаркетинг и размещение;
- моделирование денежных потоков, подготовку маркетинговых материалов и аналитики по запросам клиентов;
- консультационную поддержку оригинатора на протяжении всей сделки.

Данная информация не является офертой или рекомендацией (в том числе индивидуальной инвестиционной рекомендацией) к покупке или продаже каких-либо активов. Наименование SberCIB используется в качестве бренда для идентификации продуктов и услуг и не является фирменным наименованием. В зависимости от юрисдикции сторон и применимого права стороной по сделке может выступать одна из компаний группы ПАО Сбербанк. Реклама. Рекламодатель: ПАО Сбербанк. Генеральная лицензия Банка России на осуществление банковских операций № 1481 от 11.08.2015, лицензия № 045-06514-100000 на осуществление брокерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06518-010000 на осуществление дилерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06527-000100 на осуществление депозитарной деятельности от 08.04.2003. Россия, Москва, 117997, ул. Вавилова, 19, тел.: +7 (495) 500 55 50, 8 800 555 55 50; www.sberbank.ru.

Владимир ЛИМАН,
руководитель трейдинга департамента глобальных рынков, Сбербанк

Практический опыт реализации сделки секьюритизации необеспеченных потребительских кредитов

В конце августа 2024 года Сбер разместил облигации первой сделки секьюритизации потребительских кредитов без обеспечения, выданных банком. Достаточно короткий[1] старший транш с купоном 20% обеспечен статическим, однородным и достаточно гранулярным портфелем. В ходе подготовки к сделке и после ее закрытия Сбер попытался достичь максимальной прозрачности сделки, публикуя и обновляя модель денежных потоков, портфель и даже короткие ежемесячные аналитические записки. В этой статье мы делимся опытом создания и размещения сделки и излагаем свое видение перспектив рынка многотраншевых секьюритизаций вообще и секьюритизаций потребительских кредитов в частности. Кроме того, мы рассказываем о недавних благоприятных для рынка регуляторных изменениях и просим институциональных инвесторов поддержать нас в стремлении приблизить российское регулирование к более дружелюбным по отношению к инвестору мировым стандартам.

Повышение макропруденциальных надбавок к коэффициентам риска, рассчитываемым для различных видов

[1] Ожидаемый средний срок жизни облигаций старшего транша не превышает 1.5 лет.

потребительских кредитов, привело к изменению стимулов для российской неипотечной секьюритизации. Даже для банков с высоким рейтингом и относительно низкими спредами, достигаемыми при размещении своего корпоративного долга, секьюритизация потребительских кредитов оказалась привлекательной как средство оптимизации нормативов достаточности капитала.

Повышение надбавок оказало влияние на несколько типов розничных кредитов: ипотечные, автокредиты и потребительские кредиты без обеспечения. В то время как в случае ипотечных кредитов банки могут выбирать между однотраншевыми секьюритизациями на платформе ДОМ.РФ и многотраншевой[1] альтернативой, для необеспеченных потребительских кредитов и автокредитов альтернативы многотраншевым секьюритизационным сделкам попросту нет.

Особенно активно предлагаются рынку сделки секьюритизации необеспеченных потребкредитов. Уже пятая сделка Банка ВТБ увидела свет. Сбер также вышел с дебютной сделкой. Появились сделки Яндекс Банка и Совкомбанка. Мы ожидаем, что число оригинаторов таких сделок будет увеличиваться.

Подобные сделки имеют достаточно простую логику: кредиты, выданные банком-оригинатором, уступаются на баланс СФО и уходят с баланса оригинатора. СФО размещает старший облигационный транш с уровнем кредитной поддержки выше 20%. Такому траншу присваивается, как правило, наивысший — AAA — кредитный рейтинг, и он продается в рынок, а сам банк-оригинатор занимает позицию в младшем транше, которая при выполнении определенных условий оказывает значительно меньшее давление на капитал оригинатора для целей вычисления норматива достаточности капитала банка.

Мы поделимся нашим опытом создания первой сделки секьюритизации необеспеченных потребительских кредитов Сбера.

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ КРЕДИТЫ — ПАРА СЛОВ О МИРОВОЙ ПРАКТИКЕ

Потребительские кредиты, как и ипотечные, — кредиты аннуитетные, но значительно отличаются от ипотечных кредитов сроком (обычно 5 лет, как и в нашем случае), типом риска (риск заемщика, не обеспеченный отдельно взятым объектом недвижимости) и скоростью досрочных погашений (потребительские кредиты обычно погашаются досрочно гораздо быстрее ипотечных). Кроме того, средний размер потребительского кредита, как правило, значительно ниже, чем кредита ипотечного. Таким образом, портфели потребкредитов обычно гораздо более гранулярны, чем ипотечные.

На развитых рынках сделки секьюритизации потребительских кредитов достаточно распространены. Почти все они выпускают короткие облигации, но имеют разные виды портфелей: от высокорискованных портфелей с повышенными процентными ставками до портфелей очень консервативных с достаточно умеренной ставкой по портфелю. Разнятся и оригинаторы: от онлайн-кредиторов, предоставляющих «кредит за минуту с минимальной информацией о вас — но только не более $300 на заемщика», до кредитов, за которыми заемщик приходит в офисы компании несколько раз, приносит налоговые формы, подтверждения регулярно получаемого дохода и получает через неделю кредит в $15 000. Удивительным образом некоторые портфели сделок секьюритизации «кредитов за минуту» показывают очень сильную кредитную статистику.

Интересно, что, следуя традициям американского рынка, облигации таких коротких сделок часто размещаются гораздо ближе к кривой суверенных облигаций, чем их более длинные ипотечные «собратья».

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ПОРТФЕЛЯ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ КРЕДИТОВ СБЕРА

Сбер разместил первую сделку секьюритизации необеспеченных потребительских кредитов в конце августа

[1] Под «многотраншевой секьюритизацией» мы понимаем секьюритизацию с двумя или более траншами, младший из которых не обязательно оформлен как облигация — это может быть, например, субординированный кредит от банка-оригинатора.

2024 года. Вся публичная информация по сделке доступна на сайте СБСекьюритизация.РФ[1]. Портфель сделки был отобран из пула кредитов, выданных между 1 ноября 2023 года и 30 апреля 2024 года. К моменту размещения средний срок кредитов в портфеле составлял 4.4 года, а средняя ставка по портфелю — 31.4% годовых. Такие кредиты обычно характеризуются достаточно высокими скоростями досрочного погашения, и облигации сделок секьюритизации получаются короткими.

И здесь для оригинатора наступает развилка: нужен ли револьверный период в сделке? Револьверный период — это период после размещения сделки (один, два или даже три года), в течение которого номинальная стоимость облигаций не погашается, а все выплаты основной суммы задолженности заемщиками по кредитам направляются на покупку новых кредитов в портфель, являющийся обеспечением по сделке. Конечно же, параметры таких «новых» кредитов обычно ограничены эмиссионной документацией. Однако револьверный период добавляет неопределенности для инвестора в плане состава пула и его винтажности, хотя и делает профиль амортизации облигаций более сходным с обычными бондами — вместо немедленно начинающейся амортизации облигации револьверных сделок в период «револьвера» напоминают классические облигации с погашением номинальной стоимости в конце сделки.

Типичная рекомендация новому оригинатору на Западе: начинайте со статической (неревольверной) сделки. В таком формате инвестору будет понятно, какой портфель используется в сделке в качестве обеспечения, и более-менее будет надежда на то, что, даже выгашиваясь, портфель в среднем остается тем же (при этом заметим, что кредиты с более высокими ставками имеют тенденцию к более быстрому досрочному погашению, так что со временем средняя ставка по портфелю может дрейфовать в сторону снижения). Мы последовали практике развитых рынков и тоже начали со статической сделки. Более того, мы решили опубликовать (конечно, в обезличенном виде) весь портфель построчно и ежемесячно обновляем информацию о динамике (поведении) портфеля кредитов на сайте сделки.

Важным фактором в маркетировании сделки явилось то, что модель денежных потоков сделки также была выложена на сайте сделки и обновляется ежемесячно по мере того, как по условиям сделки осуществляются платежи по облигациям (платежи по облигациям — купонного дохода и амортизационных платежей — осуществляются ежемесячно, в каждое 26-е число или в первый рабочий день после него). В нашей работе с другими оригинаторами мы бы тоже рекомендовали следовать этой практике. При этом Сбер готов взять на себя ежемесячное обновление публичных моделей сделок других оригинаторов, для которых он оказывает услуги организатора. Кроме того, мы стараемся публиковать на сайте сделки короткий ежемесячный аналитический комментарий по состоянию сделки, фактически кратко перечисляя основные результаты из отчета расчетного агента. На нашем рынке, который не привык еще к секьюритизациям, мы бы рекомендовали оригинаторам добиваться максимальной прозрачности сделок для инвесторов.

В российском регулировании банк-оригинатор лишается регуляторных преференций, если хоть как-то гарантирует портфель от будущих кредитных потерь (таким образом регулятор обеспечивает соблюдение принципа true sale[2], являющегося одним из «золотых» принципов секьюритизационных сделок). Но ори-

[1] Https://сбсекьюритизация.рф.

[2] True sale — «действительная продажа». Принцип, требующий, чтобы по условиям сделки права по секьюритизируемому портфелю передавались эмитенту облигаций, обеспеченных таким портфелем, полностью, без возможности оригинатора вернуть себе все или часть таких прав по своему усмотрению. Соблюдение этого принципа гарантирует независимость кредитного качества портфеля от кредитного качества самого оригинатора.

гинатору обычно дается право выкупать обратно кредиты с признаками проблем. В нашей структуре есть достаточно жесткий триггер (условие) на кредиты, по которому для заемщика допущена просрочка исполнения обязательств. Если количество кредитов с просрочкой платежа более 30 дней превысит 12% от общего объема портфеля, младший транш (которым владеет оригинатор) перестанет получать процентные выплаты — они будут использоваться для ускоренной амортизации облигаций старшего транша, таким образом еще больше защищая интересы инвесторов, владельцев «старших» облигаций. Такие триггеры есть во многих сделках, но обычно они установлены ближе к 50%. В нашей сделке, где ожидаемый ежегодный уровень дефолтов колеблется около 10%, достичь 12% от размера портфеля по количеству относительно недолгих просрочек достаточно просто. Сбер старается ежемесячно выкупать такие кредиты, поддерживая качество портфеля, обеспечивающего сделку, на высоком уровне.

Выкуп дефолтных кредитов — это достаточно стандартная практика оригинаторов на отечественном рынке, но мы сделали следующий шаг: Сбер выкупает даже кредиты с просрочкой (более 30 дней), которая еще не достигла статуса «дефолта» (90 дней и более). Регулярность и последовательность в выкупе сколь-нибудь проблемных кредитов — важный фактор для маркетируемости последующих сделок оригинатора. В российской практике секьюритизационных сделок с ипотечными кредитами активно участвует банк с кредитным рейтингом на уровне BB–, который регулярно и последовательно выкупает проблемные кредиты из своих сделок ипотечной секьюритизации уже много лет. Как результат, рынок позитивно воспринимает выпуски его новых ипотечных секьюритизаций с рейтингом AAA.

ИНВЕСТОРЫ СДЕЛКИ СБЕРА

Сделка секьюритизации потребительских кредитов Сбера, будучи первой для банка, вызвала немалый интерес у инвесторов. Определенная новизна предлагаемого клиентам брокерского обслуживания Сбера инвестиционного продукта заставила клиентских менеджеров глубже погрузиться в нюансы сделки, изучить принципы структурирования и реализации таких сделок, познакомиться с математическим аппаратом в той мере, в которой этого требовали клиенты, которым предлагались облигации старшего транша. Немаловажным стало использование менее традиционных (по сравнению с размещениями облигационных выпусков среди крупных институциональных инвесторов) каналов — Telegram, онлайн-интервью, для чего были адаптированы презентационные материалы и скрипты. Сокращение доступных инвесторам рыночных объектов для инвестирования «сыграло на руку» Сберу, позволив заинтересовать инвесторов привлекательным с точки зрения соотношения риск/доходность инструмента, но и также повысило требования к прозрачности сделки, ее постпродажной поддержке и ликвидности на вторичном рынке. Надеемся, что приобретенный опыт крупнейшего российского брокера позволит нам продолжить успешную практику реализации секьюритизационных сделок — как с собственными активами Сбера, так и для других качественных оригинаторов.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ КРЕДИТОВ В УСЛОВИЯХ ВЫСОКОЙ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

Свои первые платежные периоды, пришедшиеся на осень 2024 года, наша сделка пережила в условиях роста ключевой ставки. Это естественным образом влияет на скорости досрочных погашений даже в случае нашей сделки, в которой средняя ставка по портфелю значительно выше и ключевой ставки, и ставок по банковским депозитам. Мы наблюдали замедление скоростей досрочного погашения кредитов заемщиками в портфеле. Однако нужно учитывать, что выкупы оригинатором «слегка» проблемных кредитов (с просрочками от 30 до 90 дней) фактически

приводят к ускорению амортизации портфеля. В нашей публичной модели мы предлагаем клиенту возможность моделировать разнообразные сценарии скорости досрочных погашений и дефолтов. В частности, досрочные погашения моделируются со скоростями от 0 до 40 % CPR[1] с шагом 5 %. Кроме того, мы оставили возможность для клиента вставить в модель свое собственное расписание погашений и готовы помочь его сформировать.

Нужно также учитывать, что традиционно сделки секьюритизации на российском рынке имеют тесты покрытия — механизм, согласно которому каждый рубль кредитных потерь (более того, дефолтов) по портфелю активов компенсируется погашением соответствующего размера пассивов (старшего транша, транша «А»), а деньги для такого погашения вычитаются из процентных выплат, которые иначе пошли бы на выплату процентов младшему траншу «Б». Вообще говоря, если чрезмерное повышение ставок денежного рынка регулятором вызовет увеличение числа дефолтов по портфелю, это приведет к ускорению амортизации старшего транша, частично компенсируя замедление на рынке. В то же время, а в нашем случае даже сейчас, выкупая «слабо просроченные» кредиты, Сбер фактически заранее убирает потенциальные дефолты из сделки («дефолтным», в частности, по условиям сделки считаются кредиты, просроченные более чем на 90 дней, в то время как Сбер выкупает кредиты, по которым очередной платеж просрочен заемщиком уже более 30 дней).

Банки продолжают систематически выдавать потребительские кредиты, и население приходит за ними, несмотря на высокие ставки. Мы видели несколько сделок секьюритизации таких кредитов от крупного банка, а также от других значительных участников рынка, один из которых был новичком на рынке секьюритизаций. Мы думаем, что для крупных банков такой тип сделок станет регулярным.

В то же время институциональные инвесторы вот уже который год игнорируют этот тип инвестиционного продукта, так же, впрочем, как они игнорируют и ипотечные секьюритизации. В момент написания этой статьи в «стакане» биржи есть двухсторонний рынок на старшем транше некой (ипотечной) секьюритизации с рейтингом AAA, модифицированной дюрацией порядка 2.4 лет и доходностью порядка 35 % в базовом сценарии и доходностью порядка 25 % в «худшем случае». Очевидным логичным объяснением происходящего является отсутствие моделей у крупных институциональных инвесторов, но даже в этом случае достаточно позвонить в банк-организатор и можно получить таблицы доходности и денежные потоки.

Сбер стремится поддержать появление и развитие институционального инвестиционного спроса на сделки секьюритизации. Мы будем рады любым обращениям от портфельных управляющих, готовы обсудить и вместе промоделировать не только сделки, размещавшиеся Сбером, но и сделки, структурированные нашими коллегами в других банках. К сожалению, объемы, доступные на вторичном рынке, пока не выражаются более чем восьмизначными числами, да и теми — нечасто.

РЕГУЛЯТОРНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ОБЛАСТИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЙ

С 25 апреля 2025 года вступает в силу поправка к закону №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», которая позволяет уменьшить объем младшего транша секьюритизации до 5 % (при определенных условиях). Это

[1] Существуют разные способы оценки скорости досрочных погашений сделок, обеспеченных денежным потоком по активам. Мы применяем популярный в России CPR (Conditional Prepayment Rate), выбор которого нам представляется оправданным с точки зрения статистики. На самом деле, в сделках с ежемесячным платежом применяется SMM (Single Monthly Mortality, ставка досрочного погашения пула кредитов в данном месяце), месячный показатель, а CPR вычисляется как $1 - CPR = (1 - SMM)^{12}$. А именно досрочный платеж каждого нового месяца моделируется как величина, равная общему номиналу портфеля в начале месяца минус плановые платежи, умноженная на SMM.

открывает дорогу для структурирования многотраншевых сделок с мезонинным траншем[1] или траншами, которые могут быть особенно интересны для институционального инвестора.

Но здесь некоторые категории институциональных инвесторов ожидает разочарование — в текущем наборе подзаконных актов инвестирование денежных средств, находящихся под управлением негосударственных пенсионных фондов и страховщиков, в секьюритизации имеет смысл только при наличии у облигации секьюритизации рейтинга AAA. Мы считаем целесообразным изменить столь строгий регуляторный подход к сделкам секьюритизации и дать возможность институциональным инвесторам приобретать облигации, выпускаемые в сделках секьюритизации, с теми же кредитными рейтингами, которые позволены для обычных корпоративных облигаций (BB+ или BBB+ в разных случаях). Это будет соответствовать мировой практике и откроет российскому институциональному инвестору доступ к продуктам с интересным соотношением риска и доходности. **Сбер обращается с просьбой к институциональным инвесторам, которым было бы интересно увидеть такие регуляторные изменения, связаться с нами и поддержать нас и наших коллег,** представляющих других участников рынка, в нашей работе с регулятором для реализации таких изменений.

Как дополнительное улучшение сделки при введении мезонинного транша, если такие транши будут иметь размеры выше 15% от объема сделки, это даст дополнительную кредитную поддержку старшему траншу и увеличит его маркетируемость (и, следовательно, уменьшит его процентную ставку).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Секьюритизации обеспечивают инвестору доступ к диверсифицированным портфелям большого числа кредитов, поведение которых коррелировано с макроэкономическим климатом, но защищено от риска событий, связанных с конкретным заемщиком, превращая анализ кредитного риска в статистическое упражнение. Многотраншевые секьюритизации добавляют возможность распределить срочность погашений и кредитные риски между разными типами инвесторов.

Исторически крупные российские банки не были заинтересованы в продаже кредитов в секьюритизационные сделки и удерживали кредиты на своих балансах (исключением были и остаются ипотечные кредиты, где поручительство ДОМ.РФ как института развития ипотечного рынка имеет значительное влияние на нормативы ликвидности и достаточности капитала). Ситуация поменялась с увеличением макропруденциальных поправок к коэффициентам риска, введенным Банком России. Банки всё более и более заинтересованы в разгрузке капитала через секьюритизации. С регуляторной точки зрения это также способствует диверсификации банковских портфелей и передаче части риска в рынок.

Мы думаем, что этот процесс приведет к образованию класса институциональных инвесторов в секьюритизации. Со своей стороны, мы всегда будем рады помочь таким инвесторам в анализе конкретных сделок и предоставить качественные аналитические материалы по этому рыночному сегменту.

[1] Транш секьюритизационной сделки, занимающий промежуточное положение с точки зрения удовлетворения требований его держателей, — между старшим и младшим.