Леонид БЕЛЬЧЕНКО,
директор, Управление секьюритизации, Совкомбанк

Как сделать неипотечную секьюритизацию привлекательной без изменений в регулировании

В 2021 году Ассоциация банков России и СРО НФА представили доклад «Перезагрузка рынка неипотечной секьюритизации», в котором сообщество банков описало ключевые проблемы текущего регулирования, сдерживающие рост рынка, и возможные пути их решения. Мы видим, что регулятор настроен на развитие секьюритизации, так, в 2024 году было внесено изменение в Закон о рынке ценных бумаг в части снижения минимальных требований к объему удержания риска специализированными финансовыми обществами. Тем не менее регуляторных барьеров остается всё еще много, а темпы реализации предложенных изменений в регулирование не успевают за ростом рынка неипотечной секьюритизации, который в ближайшем будущем может стать одним из крупнейших сегментов на облигационном рынке.

Рынок секьюритизированных активов в России характеризуется низкой ликвидностью. Для ее повышения организаторам и оригинаторам сделок секьюритизации важно учитывать пожелания разных категорий инвесторов как профучастников, так и физических лиц, которые могут обеспечивать существенный спрос на такие бумаги, учитывая их высокое качество.

В феврале «СФО Совком Секьюр» разместило на Московской Бирже с существенной переподпиской облигации, обеспеченные поступлениями от портфеля потребительских кредитов, уступленного Совкомбанком. В этой статье я постарался обобщить ключевые пожелания инвесторов, озвученные в ходе маркетинга сделки, и предложить способы повышения привлекательности облигаций, которые не требуют изменений в текущем регулировании.

1. ПОВЫШЕНИЕ ПРОЗРАЧНОСТИ ДАННЫХ

Полнота и прозрачность данных о портфеле базовых активов — это ключевой фактор для успешного инвестирования в облигации, обеспеченные такими активами. Однако для неипотечной секьюритизации отсутствуют единые стандарты раскрытия информации, что затрудняет анализ и сопоставление различных выпусков. Отсутствие стандартов увеличивает риски неправильной интерпретации данных, зачастую информации недостаточно для комплексной оценки риска.

Крупнейшим оригинаторам целесообразно разработать единые форматы и подходы к раскрытию информации о секьюритизируемых портфелях, чтобы задать стандарты для рынка. Мы считаем важным также интегрировать портфельные показатели, рассчитываемые бюро кредитных историй, для сопоставимости обеспечения разных сделок.

2. УПРОЩЕНИЕ ОЦЕНКИ ПРОФИЛЯ ПОГАШЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ

Одной из ключевых задач при анализе сделок секьюритизации является оценка доходности вложений, которая зависит в том числе от поведения портфеля базовых активов. Профиль амортизации облигаций обычно зависит от рисков, связанных с досрочным погашением базовых активов и их дефолтом. Для оценки используются показатели CDR (Constant Default Rate) (скорость выхода кредитов в дефолт) и CPR (Conditional Prepayment Rate) (скорость досрочных погашений).

Количественная оценка этих показателей сопряжена с рядом сложностей, которые влияют на точность оценки рисков и привлекательность секьюритизированных активов для инвесторов: их оценка зависит как от макроэкономических показателей, например, от изменения ключевой ставки или располагаемых доходов у населения, так и от особенностей кредитных продуктов, отобранных для сделки каждым отдельным оригинатором.

На системном уровне для повышения точности расчета CDR и CPR необходимы накопление и анализ данных о поведении заемщиков. Это может быть сделано за счет интеграции информации, содержащейся в бюро кредитных историй, модели инвесторов и публичных сервисных отчетах.

Для упрощения анализа профиля погашения мы разработали структуру для собственных сделок секьюритизации с заранее рассчитанными значениями плановой амортизации облигаций, перенеся риски досрочного погашения портфеля на младший транш. После начала плановой амортизации старшие облигации будут погашаться не более чем на величину, зафиксированную в эмиссионной документации, а остаток поступлений от портфеля — реинвестироваться в приобретение новых кредитов для поддержания доходности базовых активов. Профиль погашения был смоделирован, исходя из наиболее консервативного сценария резкого падения сборов, например, в связи с резким ростом ключевой ставки (Рисунок 1).

3. КОРРЕКТНОЕ ОТОБРАЖЕНИЕ РЫНОЧНОЙ ДОХОДНОСТИ В БРОКЕРСКИХ ПРИЛОЖЕНИЯХ И СИСТЕМАХ БИРЖИ

В связи с отсутствием четко зафиксированного профиля амортизации по облигациям и методики расчета дохода, информация о доходности облигаций секьюритизации в брокерских приложениях и системах Биржи зачастую рассчитывается некорректно. Инвесторам приходится самостоятельно разрабатывать модели для оценки доходности инструмента и его переоценки, что накладывает дополнительные ограничения на возможность инвестирования в такие инструменты.

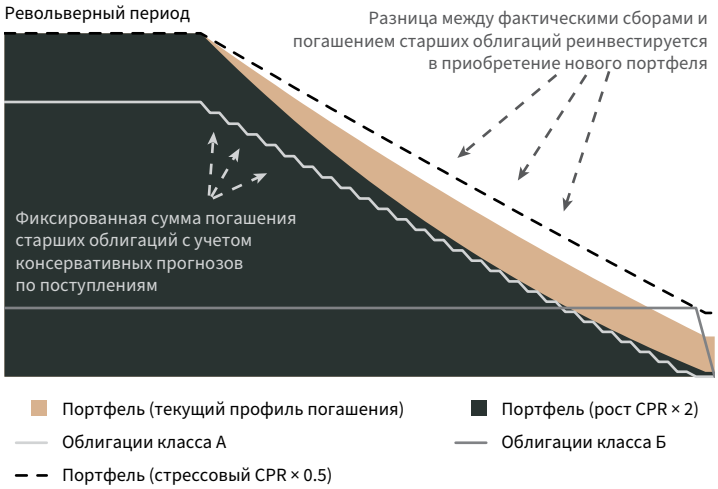

Рисунок 1
Структура с заранее рассчитанной плановой амортизацией старших облигаций

Источник:
составлено автором

На системном уровне требуется создание единой методики прогноза амортизации и доходности облигаций неипотечной секьюритизации, которая отражалась бы как эталонная в системах профучастников. Подобная методика реализована в сделках ипотечной секьюритизации ДОМ.РФ — доходность рассчитывается на основании Ценовой конвенции для ипотечных ценных бумаг, согласованной между АО «ДОМ.РФ» и Московской Биржей.

При этом структура с заранее рассчитанной плановой амортизацией, описанная выше, позволяет Бирже и Cbonds корректно отображать доходность в своих системах.

4. СНИЖЕНИЕ ДИСКОНТОВ ПО СДЕЛКАМ РЕПО

По сделкам неипотечной секьюритизации НКЦ выставляет заградительные дисконты для РЕПО облигаций секьюритизации через Центрального контрагента в связи с отсутствием возможности определения профиля погашения облигаций в залоге и низкой ликвидностью. В свою очередь, отсутствие возможности проводить сделки РЕПО снижает ликвидность облигаций и интерес профучастников.

Важным шагом для снижения коэффициентов риска НКЦ может стать утверждение единой методики прогноза амортизации и доходности облигаций неипотечной секьюритизации. Кроме этого, для снижения коэффициентов риска участники рынка могут заключать соглашения с НКЦ об обязательстве выкупа облигаций третьей стороной в случае дефолта контрагента по РЕПО и невозможностью реализации обеспечения по РЕПО из-за низкой ликвидности.

5. НАЛИЧИЕ МАРКЕТ-МЕЙКЕРА

Учитывая популярность инструмента у физических лиц и относительно низкую ликвидность бумаг, одной из ключевых фигур в успешной реализации сделок секьюритизации является маркет-мейкер. Его деятельность способствует повышению ликвидности, снижению волатильности и привлечению новых инвесторов. Без участия маркет-мейкера рынок секьюритизированных активов мог бы оставаться узким и малопривлекательным для физических лиц.

6. УВЕЛИЧЕНИЕ ВРЕМЕНИ НА ОДОБРЕНИЕ КРЕДИТНЫХ ЛИМИТОВ

Мы получили отзывы от инвесторов, что процедура выставления лимитов для облигаций, выпускаемых в рамках сделок секьюритизации, занимает существенно больше времени, чем по классическим сделкам, и отнимает у участников много сил и времени.

Даже у крупнейших инвесторов не всегда есть опыт в оценке рисков активов, зачастую им нужно изобретать и согласовывать новые внутренние процедуры, что может быть нецелесообразным из-за относительно небольшого числа интересных размещений.

На этапе размещения целесообразно планировать более длительный срок маркетинга, чтобы дать инвесторам возможность детально изучить сделку. Ключевыми факторами успешного размещения является готовность оригинатора и организатора оперативно отвечать на возникающие вопросы и быть максимально открытыми.

На системном уровне важна роль обмена опытом между участниками рынка и разработка образовательных программ по обучению анализу сделок секьюритизации.

Секьюритизация в России переживает период бурного роста и может стать одним из крупнейших сегментов на рынке облигаций. При этом инвесторы, участвующие в таких сделках, сталкиваются с низкой прозрачностью данных, кредитными и макроэкономическими рисками, а также недостаточной ликвидностью рынка. Для развития рынка и успешного инвестирования в секьюритизированные активы необходима совместная работа ключевых участников рынка по его стандартизации.