ABS CMBS RMBS

Case Study

Облигации Яндекс Финтеха: ААА-рейтинг и высокая доходность

Антон СОРОКИН,
управляющий директор казначейства, Яндекс Финтех

Дарья ХВОРЫХ,
директор специальных финансовых проектов, Яндекс Финтех

Денис СКРИПКИН,
руководитель дирекции по работе с госпрограммами и новыми активами, управление секьюритизации, Банк ВТБ (ПАО)

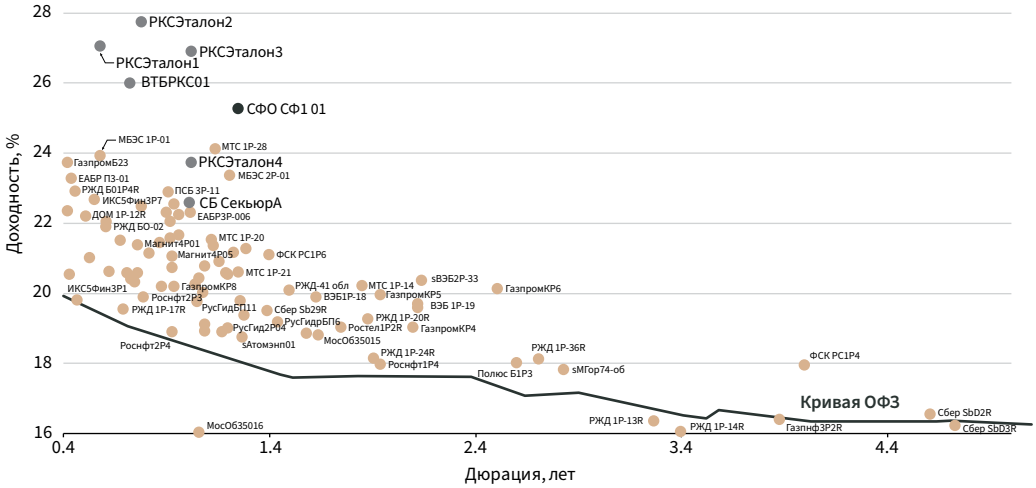
Секьюритизация в России имеет давнюю историю: закон об ипотечных ценных бумагах был принят еще в 2003 году, однако первые подобные сделки российских банков были трансграничными, в качестве обеспечения использовались неипотечные активы: среди розничных активов первыми в секьюритизацию попали авто- и потребительские кредиты. Пионерами в данной области были банки Союз, Русский Стандарт и ХКФ, успешно реализовавшие свои сделки в 2005–2006 годах.

После мирового кредитного кризиса 2008 года фокус российского секьюритизационного рынка сместился на внутренние сделки в основном с ипотечными кредитами. Первую локальную сделку с кредитами наличными реализовал в 2013 году ХКФ Банк, но она также имела трансграничный компонент в силу несовершенства на тот момент внутренней законодательной базы. В декабре 2013 года в России был принят закон о секьюритизации, который сделал возможной полноценную секьюритизацию любых типов активов по российскому праву.

При этом ипотека оставалась драйвером внутреннего секьюритизационного рынка, а с запуском Единым институтом развития в жилищной сфере АО «ДОМ.РФ» в 2016 году обновленной программы предоставления поручительства по ипотечным облигациям этот сегмент получил дополнительный мощный импульс. К концу 2024 года номинальный объем всех выпусков ипотечных ценных бумаг с поручительством ДОМ.РФ (ИЦБ ДОМ.РФ) составил 2.93 трлн руб., а ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» в течение послед-

Рисунок 1. Доходности ААА-облигаций (по состоянию на 19 февраля)

Источники: Мосбиржа, оценки Эйлера



них лет неизменно входил в рэнкинг крупнейших эмитентов корпоративных облигаций. Но необходимо отметить, что из-за разрыва между накопленной процентной ставкой по базовому активу (ипотеке) и текущими ставками облигационного рынка ИЦБ ДОМ.РФ практически не размещаются рыночным инвесторам, а используются банками-оригинаторами для привлечения краткосрочного финансирования через сделки РЕПО и оптимизации использования капитала.

Рынок потребительской секьюритизации был перезапущен в Банком ВТБ в 2021 году, когда ООО «СФО ВТБ РКС-1» разместило выпуск на 35 млрд руб. На сегодняшний день данная сделка является крупнейшей классической сделкой секьюритизации потребительских кредитов на локальном рынке. Далее ВТБ предложил рынку еще четыре аналогичных выпуска ООО «СФО РКС Эталон» общим объемом 50 млрд руб. В 2024 году на этом рынке активизировались и другие крупные игроки: в августе Сбербанк разместил выпуск ООО «СФО СБ Секьюритизация» на 9.5 млрд руб., в декабре состоялся выпуск облигаций с залоговым обеспечением Яндекс Финтеха на 7.7 млрд руб. (эмитент — ООО «Сплит Финанс 1»), а совсем недавно, в конце февраля 2025 года, к группе первопроходцев присоединился Совкомбанк с выпуском ООО «СФО СОВКОМ СЕКЬЮР» на 8 млрд руб.

Следует отметить, что в отличие от ИЦБ ДОМ.РФ в нынешних регулятивных условиях сделка секьюритизации потребительских кредитов имеет смысл для банка только в случае реализации не менее 65 % старшего транша сторонним покупателям. Поэтому все упомянутые выше сделки размещались и торгуются на Московской бирже среди рыночных инвесторов.

Как видно из Рисунка 1, старшие транши по сделкам секьюритизации, обладающие наивысшим качеством с точки зрения рейтинговых агентств, как отдельный сегмент торгуются с премией около 250–500 базисных пунктов (в зависимости от дюрации) по доходности к старшим необеспеченным бумагам наиболее качественных заемщиков. Это объясняется новизной и малой ликвидностью данного инструмента, а также встроенным опционом на досрочное погашение, который инвесторы пока очень консервативно оценивают. Но по мере развития этого сегмента рынка, появления новых аналитических инструментов для оценки данного типа

облигаций, а также совершенствования законодательства мы ожидаем сужения спредов между секьюритизационными и старшими необеспеченными выпусками с сопоставимым уровнем рейтинга, отметим, что для ипотечных бумаг ДОМ.РФ подобный спред составляет около 50 базисных пунктов.

В данной статье мы остановимся на сделке Яндекс Банка, входящего в Яндекс Финтех. Это первый на нашем рынке секьюритизационный выпуск не классического банка, а финтех-компании, что, безусловно, привнесло в сделку уникальные черты.

Портфель для секьюритизации был сформирован из денежных требований к заемщикам Яндекс Банка — физическим лицам по банковскому кредитному продукту «Супер Сплит», который предполагает начисление процентов на сумму задолженности и близок по этим характеристикам к классическим потребительским кредитам или кредитным картам.

Несмотря на схожесть продуктов финтех-компаний с классическими банковскими продуктами и применение максимально простой структуры сделки «из учебника», технологические процессы, лежащие в основе сделки, не имеют прецедентов на рынке.

В рамках реализации сделки по продаже портфеля в день ее проведения было реализовано почти 750 тысяч кредитов! Текущий уровень автоматизации процессов позволяет формировать портфель с минимальными рисками концентрации.

Для реализации первой сделки (схема сделки приведена на Рисунке 2) Яндекс Финтех привлек надежных контрагентов, обладающих значительным опытом в области секьюритизации. В качестве банка счета и расчетного агента выступил Банк ВТБ (ПАО), а представителем владельцев облигаций было назначено ООО «РЕГИОН Финанс». Мониторинг и оценку сделки осуществляет рейтинговое агентство АКРА. Сервисером кредитного портфеля продолжает оставаться АО «Яндекс Банк».

Отметим, что в отличие от некоторых других подобных сделок в данной транзакции функции расчетного агента и банка исполняет отдельный банк, отличный от банка-оригинатора, что минимизирует возможность каких-либо манипуляций с активами вне рамок контрактной и эмиссионной документации.

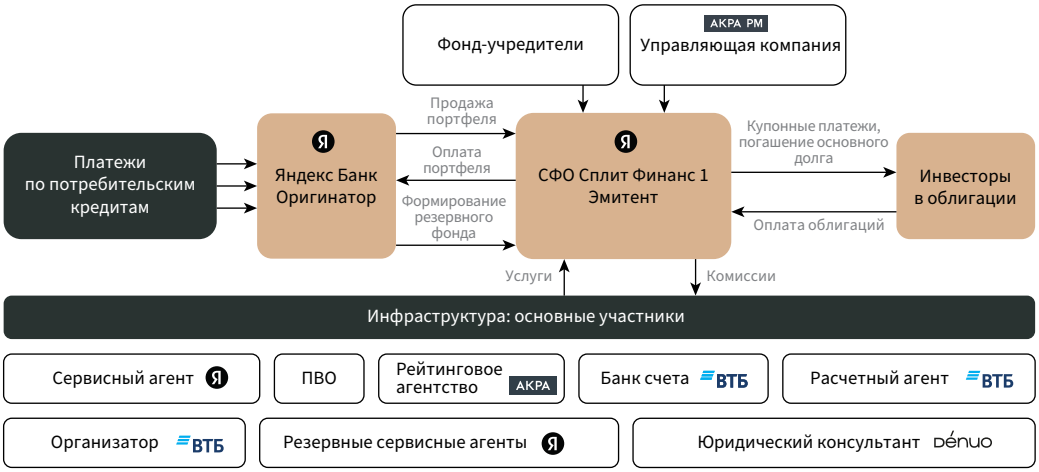
В любой сделке секьюритизации единственным источником погашения обязательств СФО является портфель денежных требований, включенный в состав залогового обеспечения облигаций, поэтому отбору и обслуживанию базового актива уделяется серьезное внимание. Как и во многих других транзакциях подобного рода, в данной сделке применены механизмы, призванные не допустить снижения денежного потока по активам до критического уровня, а в случае, если появляются признаки необратимого снижения поступлений по залоговому покрытию, запускаются процедуры, направленные на ускоренный возврат инвесторам вложенных средств и минимизацию их потерь.

Эти механизмы устанавливают требования или ограничения на отдельные договоры и залоговое обеспечение в целом, а также повышают надежность старшего транша и устойчивость всей сделки путем перераспределения денежных потоков по портфелю залогового обеспечения). К ним относятся:

– Переобеспечение (размер заложенного портфеля на 30 % превышает номинальную стоимость облигаций), а также резервный фонд в размере 7 % от номинала облигаций. Резервный фонд представляет собой денежные средства на залоговом счете и используется для оплаты старших расходов и обязательств по облигациям в случае недостатка поступлений по портфелю. Его нахождение на залоговом счете обеспечивает целевое использование средств, включенных в фонд. Отметим, что согласно последнему отчету расчетного агента за январь 2025 года коэффициент достаточности залогового обеспечения составляет 143 % с учетом всех денежных средств на залоговом счете.

– Жесткие квалификационные требования к обеспечению, верифицированные рейтинговым агентством (в том числе требования к кредитной истории

Рисунок 2. Схема сделки по выпуску облигаций Яндекс Финтеха с залоговым обеспечением
Источник: составлено авторами



заемщика и платежной дисциплине заемщика, максимальному размеру денежного требования, минимальному сроку нахождения кредитного договора на балансе оригинатора, региональной концентрации). В рамках рейтингового анализа секьюритизированный пул проходил проверку по согласованным процедурам (AUP) со стороны аудиторской компании.

– Условия (триггеры) наступления амортизации и ускоренной амортизации, предусмотренные эмиссионной документацией (в этом случае СФО возвращает средства инвесторам в приоритетном порядке в случае прогнозируемого снижения денежного потока), в том числе:

- снижение уровня обеспечения,
- невозможность пополнения резервного фонда до необходимой величины,
- отсутствие револьверных продаж,
- повышение доли дефолтных денежных требований в портфеле,
- снижение средневзвешенной ставки по портфелю.

Уровни таких триггеров были установлены рейтинговым агентством для достижения максимального рейтинга AAA(ru.sf).

Для обеспечения устойчивости структуры в сделке используется стандартный механизм субординации платежей, когда денежные средства, собранные по всему портфелю, сначала распределяются для уплаты налогов и поддержания инфраструктуры сделки, затем для исполнения обязательств по старшему траншу — облигациям, а затем по финансированию, предоставленному оригинатором. Это реализуется через «водопады», то есть приоритеты распределения собранных средств, причем поступления по основному долгу и процентные поступления учитываются отдельно, но при этом процентные поступления могут использоваться для компенсации дефицита поступлений по основному долгу[1], а дефицит процентных поступлений нивелируется за счет использования поступлений по основному долгу, что позволяет стабилизировать сделку в первый купонный период, когда процентный водопад

[1] Дефицит основного долга возникает при признании кредита дефолтным, например, в случае возникновения просрочки больше 90 дней или банкротства заемщика либо прекращения задолженности заемщика в силу других положений законодательства.

испытывает стресс за счет короткого первого расчетного периода. При этом суммы, заимствованные из каждого водопада, возвращаются в него за счет поступлений в будущие периоды.

Резюмируя сказанное выше, первым абсорбирует потери по активам избыточный спред, затем резервный фонд, младший кредит и уже последним старший транш.

В настоящее время регулирование Банка России требует, чтобы банк-оригинатор удерживал не менее 20% рисковых позиций с самым низким приоритетом исполнения, что существенно стимулирует оригинатора поддерживать на высоком уровне качество актива и процедуры обслуживания.

Таким образом, в сделке применяется целый ряд защитных элементов, которые позволяют создать «эшелонированную оборону» старшего транша от потерь по портфелю и получить по нему рейтинг выше рейтинга банка-оригинатора на уровне суверенного.

Также необходимо указать, что по сделке на сайте СФО и странице эмитента на сайте Центра раскрытия корпоративной информации (Интерфакс-ЦРКИ) публикуется подробная и прозрачная отчетность по сделке в виде ежемесячных отчетов расчетного агента с полным расчетом водопадов и состояния портфеля, включая долю денежных требований с просрочкой 31–60, 61–90 и 90+ дней. В отличие от корпоративной финансовой отчетности, которая публикуется на ежеквартальной либо полугодовой основе, здесь инвесторы могут следить за состоянием сделки практически в режиме реального времени. Отчет раскрывается с минимально разумной задержкой, необходимой для сбора итогов по портфелю и проведения расчетов, примерно на 20-й день следующего месяца.

Резюмируя вышеизложенное, нельзя не отметить сложность структурирования подобных сделок. Однако результатом становится создание по-настоящему уникального финансового продукта, который сочетает в себе привлекательную доходность и высокий уровень надежности. При подготовке к размещению СФО Сплит Финанс 1 команда Яндекс Финтеха одной из целей ставила предоставление любым клиентам возможности инвестировать в такой инструмент. Высокая надежность обеспечивается за счет комплексного набора защитных механизмов, а возможность предложить премию по доходности обусловлена включением в обеспечение высокомаржинальных активов.

В процессе взаимодействия с розничными инвесторами команда Яндекс Финтеха пришла к пониманию, что перед ними стоит еще одна важная задача: сделать сложные финансовые инструменты понятными и доступными для массового инвестора. Команда Яндекс Финтеха убедилась, что успех продукта зависит не только от его доходности и надежности, но и от того, насколько просто инвесторы могут понять его суть, преимущества и риски. В результате для выпуска СФО Сплит Финанс 1 были подготовлены упрощенные материалы, во внешних коммуникациях использовалась простая терминология, был разработан подробный FAQ.

В результате в выпуске поучаствовало более 19 000 розничных инвесторов за 1 день, что является абсолютным рекордом среди подобных размещений за последнее время.

Тем не менее текущие условия рынка остаются достаточно сложными для размещения подобных продуктов: ограниченная глубина и невысокие показатели ликвидности создают дополнительные вызовы. Однако мы видим значительный потенциал для развития этого направления. Мы уверены, что, сочетая в себе привлекательную доходность, высокую надежность, простоту и удобство для инвесторов, секьюритизированные облигации способны привлекать новых участников.