Юлия ЛАПШИНА,
руководитель дирекции сложного кредитования и структурного финансирования, АО «Альфа-банк»

Секьюритизация от А до Я: руководство для начинающих оригинаторов

ВВЕДЕНИЕ

Данная статья будет полезна банкам, которые впервые планируют использовать инструмент секьюритизации. В ней описана базовая логика принятия решения о сделке, плюсы и минусы секьюритизации, приведены основные этапы сделки. Статья отвечает на вопросы: с чего начать процесс, как определиться с активом, как рассчитать экономику, как готовить сделку, как и кому размещать выпущенные бумаги.

Секьюритизация — это переупаковка однородных неликвидных активов и прогнозируемых денежных потоков в ценные бумаги. Секьюритизацию могут использовать банки, лизинговые компании, фонды недвижимости и другие компании, генерирующие стабильные потоки платежей. Данная статья посвящена секьюритизации именно банковских активов в российском правовом поле.

Банк, секьюритизирующий активы, называется банком-оригинатором. В рамках секьюритизации банк продает пул активов на баланс специальной компании, которая выпускает ценные бумаги, обеспеченные данным пулом активов. Секьюритизация интересна оригинатору, так как позволяет продать активы, оставив себе часть маржи, единовременно получить денежные средства за активы и освободить баланс для новых выдач. Также интересна инвестору, так как позволяет ему получить доход по секьюритизированным бумагам выше, чем на классическом рынке капитала, и при этом инвестировать в низкорискованный актив с высоким рейтингом и диверсифицировать свой портфель инвестиций.

Выше дано общее определение и понимание сделки, однако на практике существует большое количество нюансов, которые необходимо учесть при подготовке сделки, чтобы достичь необходимого эффекта, включая специфику и регулирование конкретного рынка.

Законодательные акты, регулирующие сделки секьюритизации в России, — это Федеральный закон от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» и Федеральный закон от 11.11.2003 №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» с последующими изменениями и дополнениями. Существует также ряд указаний и положений Центрального банка России, описывающих методику учета данного инструмента на балансе банков. В 2025 и 2026 гг. вступают в силу многочисленные регуляторные изменения, которые надо иметь в виду при структурировании сделки.

Первая сделка секьюритизации — комплексный и длительный процесс. Она может быть разбита на несколько этапов, которые приведены в Таблице 1 ниже.

1) ПРИНЯТИЕ РЕШЕНИЯ О СДЕЛКЕ

• Выбор актива для секьюритизации

Любой актив, приносящий стабильный прогнозируемый денежный доход, может быть секьюритизирован. Первыми в мировой практике были секьюритизированы ипотечные кредиты. В последующем данная структура стала применяться к большому количеству активов в практически любых сферах вплоть до коммунальных и налоговых платежей.

При планировании сделки банк-оригинатор в России может рассматривать для секьюритизации следующие типы активов:

- ипотечные кредиты;
- «ломбардные» кредиты под залог недвижимости;
- потребительские кредиты;
- задолженности по кредитным картам;
- просроченные кредиты (NPL);
- кредиты малым и средним корпоративным заемщикам;
- кредиты крупным корпоративным заемщикам.

Выбор актива для сделки может быть обусловлен различными факторами:

- цели, которые преследует банк в данной сделке;
- объем, качество, зрелость и диверсификация соответствующего портфеля;
- приемлемость документации актива для сделок секьюритизации;
- всестороннее влияние секьюритизации конкретного актива на финансы банка;
- наличие соответствующей инфраструктуры;

Таблица 1
Основные этапы сделки «Секьюритизация»
Источник: составлено автором

Основные этапы сделки	Блоки работ
1) Принятие решения о сделке	• Выбор актива для секьюритизации • Предварительный анализ портфеля • Оценка целесообразности сделки • Разработка базовой структуры • Расчет экономического эффекта
2) Реализация проекта	• Получение корпоративных одобрений • Создание рабочей группы, согласование кросс-блокового функционала • Выбор организатора, юридических консультантов, рейтингового агентства, поставщиков услуг • Подготовка основных условий сделки и договорной документации • Доработка ИТ-систем • Создание СФО и инфраструктуры • Подготовка портфеля к секьюритизации • Взаимодействие с рейтинговым агентством и аудит портфеля • Разработка процессов и регламентов
3) Выпуск ценных бумаг и взаимодействие с инвесторами	• Продажа портфеля и выпуск ценных бумаг • Дистрибуция • Сопровождение выпуска бумаг

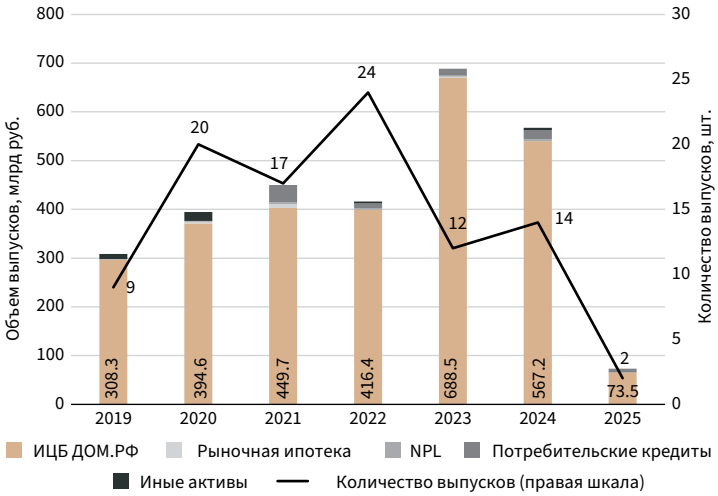

Таблица 2
Секьюритизация розничных активов в России в 2019–2025 гг.
Источник: Cbonds.ru

- предпочтения рыночных инвесторов в конкретный момент времени.

Как можно увидеть из Таблицы 2, самый широко секьюритизируемый актив в настоящее время в России — ипотечные кредиты. Основной фактор при этом — возможность сделать стандартизированные однотраншевые сделки с поручительством ДОМ.РФ. Часто банки начинают именно с этого вида сделок, так как они более просты в реализации, их легче просчитать и объяснить внутри банка, а также они дают ряд преимуществ по эффективному использованию секьюритизированных бумаг без продажи широкому кругу инвесторов. Сделки имеют определенные структурные особенности, поэтому в отношении них в статье могут быть отдельные оговорки.

Вторые по популярности активы в настоящий момент — потребительские кредиты. Правильно структурированная секьюритизация данного актива позволяет банкам оптимизировать капитал и высвободить значительную часть баланса для новых сделок при условии продажи бумаг рыночным инвесторам.

Структурирование сделок с автокредитами, кредитными картами, NPL более сложное и затратное, но, если у банка есть значительные объемы таких активов, сделки имеют целесообразность.

В отношении корпоративных кредитов: портфели кредитов малым и средним корпоративным заемщикам можно секьюритизировать, если портфель хорошо диверсифицирован, а документация стандартизирована.

Крупные корпоративные кредиты — самый сложный для секьюритизации актив, так как портфельная сделка ввиду значительных объемов единичных кредитов не имеет диверсификации риска, а отсутствие стандартизированной документации не дает возможности выстроить единую структуру сделки. В данном случае секьюритизацию целесообразно рассматривать только для переупаковки в ликвидные инструменты отдельных кредитов, не портфелей.

- **Предварительный анализ портфеля**

На начальных этапах сделки для понимания возможности секьюритизации портфеля необходима его экспресс-оценка по следующим критериям:

- наличие необходимых объемов кредитного портфеля для секьюритизации с учетом законодательно установленных критериев и верхнеуровневых квалификационных требований;

- наличие достаточной исторической информации по портфелю (минимум 3–5 лет), которая позволит рейтинговым агентствам проанализировать поведение портфеля во времени с целью присвоения рейтинга. Этот фактор имеет большое значение для неипотечных секьюри-

тизаций. При выпусках ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) большее внимание уделяется качеству залога;

- наличие закладных / электронных закладных для ипотечных секьюритизаций;
- отсутствие юридических препятствий для передачи кредитов на баланс третьих лиц.

- **Оценка целесообразности сделки**

Процесс выбора актива неразрывно связан с определением целесообразности сделки секьюритизации для банка. У каждого оригинатора своя структура баланса и свои цели, поэтому необходим полноценный анализ плюсов и минусов сделки применительно к конкретному банку.

Плюсы секьюритизации

- Привлечение денег и диверсификация источников финансирования

Секьюритизация — один из источников привлечения ликвидности для банка. Продавая переупакованный в ценные бумаги кредитный портфель, банки получают единовременный приток ликвидности, который можно использовать для генерации нового бизнеса. Объем привлекаемых средств зависит от структуры сделки. При однотраншевой секьюритизации ипотеки с поручительством ДОМ.РФ с размещением в рынок банки получают до 100% от стоимости портфеля, в то время как при многотраншевой классической секьюритизации банки привлекают ликвидность, как правило, в объеме старших траншей.

Привлечение средств возможно как в рамках рыночной дистрибуции, так и через иные инструменты, например, РЕПО с Федеральным казначейством, ЦК и ЦБ РФ. Последнее актуально для ипотечной секьюритизации с поручительством ДОМ.РФ.

- Доход в виде кредитной маржи

При классической секьюритизации банк может выпускать секьюритизированные бумаги под ставку ниже, чем ставка по портфелю кредитов в покрытии, оставляя себе разницу между ставкой по кредиту и ставкой по бумагам как «комиссию» за оригинацию кредитов. В начале 2000-х годов в России некоторые банки работали именно таким образом — в концепции originate to distribute — собирали пулы ипотечных кредитов, секьюритизировали и продавали инвесторам, а привлеченные деньги использовали на выдачу новых кредитов.

- Управление процентным риском

Секьюритизация позволяет банкам управлять процентным риском, снижая его, так как дает возможность выровнять срочность активов и пассивов. Для банков, имеющих на балансе значительную долю долгосрочных кредитов (например, ипотека), это преимущество может быть одним из ключевых.

- Оптимизация нормативов ликвидности

Ипотечная секьюритизация с поручительством ДОМ.РФ входит в состав высоколиквидных активов банка (ВЛА) и улучшает показатели краткосрочной ликвидности банка, имеющего такие бумаги на балансе, позволяя казначейству тратить меньше ресурсов на другие инструменты оптимизации ликвидности. Иные сделки секьюритизации также, вероятно, войдут в состав ВЛА с 2026 года при условии наличия достаточно высокого рейтинга. Однако для достижения нужного эффекта при покупке на баланс своих собственных секьюритизированных бумаг оригинатор должен следить, чтобы их объем не превышал 35% от размера выпуска (ожидается снижение порога до 25% с 2026 года).

- Высвобождение капитала

Является ключевым драйвером для большинства банков. Продажа кредитного портфеля с баланса освобождает капитал оригинатора по российской отчетности и вкупе с привлечением ликвидности позволяет банкам развивать новый бизнес. Наибольший эффект достигается при полной продаже старших траншей в рынок. Высвобождение капитала необходимо правильно посчитать, расчет нелинейный и зависит от структуры сделки: необходимо принимать во внимание наличие и размер младшего транша, резервного фонда, наличие обязательств по откупу дефолтов, свопов и др. Имеет значение также, перешел ли банк на ПВР.

При сохранении части бумаг на балансе банка положительный эффект на капитал также возможен. Так, например, секьюритизации с поручительством ДОМ.РФ, взя-

тые оригинатором обратно на баланс, позволяют снизить RWA переупакованного портфеля до 0.2 и высвободить резервы за счет наличия поручительства ДОМ.РФ и, соответственно, замены риска портфеля на риск ДОМ.РФ.

• Дополнительные эффекты

Возможны дополнительные эффекты в виде налоговой оптимизации и иные.

Минусы секьюритизации:

• Длительность подготовки сделки

Подготовка первой сделки секьюритизации — сложный и комплексный процесс, который может занимать от полугода (в наиболее технически продвинутых банках) и более. В быстроменяющихся российских реалиях может оказаться, что эффекты, на которые банк рассчитывал изначально, к моменту выпуска уже изменились ввиду изменения регулирования, инвестиционного ландшафта и др. Подготовка последующих выпусков будет существенно короче и может составить около 2–3 месяцев.

• Высокая стоимость подготовки и дополнительные трудовые ресурсы

Подготовка первой сделки секьюритизации — дорогостоящий и трудозатратный процесс. Как правило, основной расход — это масштабные доработки ИТ-систем оригинатора ввиду необходимости обособления проданного пула кредитов в учете без потери качества сервиса для клиентов и разработки новой структуры отчетности.

Вторым ключевым расходом банка является расход на наём дополнительного персонала для подготовки сделки. Помимо ИТ-доработок, потребуются ресурсы на внутренний аудит: проверки досье, оформление электронных закладных и др., дополнительные аналитические ресурсы и ресурсы для адаптации новых процессов во всех вовлеченных подразделениях (бизнес-подразделения, финансы, бухгалтерия, налоги, риски, казначейство и др.).

Кроме ИТ-расходов и расходов на персонал дополнительные расходы на сделку могут включать в себя стоимость поручительства (если рассматривается данная структура) и расходы на внешнего организатора сделки (если банк не готов структурировать и продавать сделку своими силами), расходы на получение рейтинга, а также расходы на юридического консультанта и инфраструктуру. Последние относительно невысоки и могут различаться в зависимости от типа сделок и конкретных структур. В Таблицах 3 и 4 ниже приведены примерные усредненные размеры возможных инфраструктурных расходов на сделку.

• Глобальная переработка регламентов и процессов банка

Сделка затрагивает большое количество подразделений и представляет собой новый формат работы для банка, поэтому необходимо быть готовым к достаточно масштабному пересмотру и постройке новых бизнес-процессов.

• **Разработка базовой структуры**

Структуры выпусков ИЦБ под поручительство ДОМ.РФ отличаются от классических многотраншевых секьюритизаций. Институт развития предлагает стандартизированный продукт, и при структу-

Таблица 3
Индикативные первоначальные расходы на сделку классической секьюритизации
Источник: составлено автором

Индикативные первоначальные расходы на сделку классической секьюритизации объемом 20 млрд руб. в % от объема портфеля	
Создание Фонда и СФО	0.0025
Услуги управляющей компании	0.0050
Услуги бухгалтерской организации	0.0050
Услуги рейтингового агентства	0.0250
Услуги расчетного агента	0.0025
Аудит портфеля	0.0060
Первичный аудит СФО	0.0020
Открытие и ведение эмиссионного счета в НРД	0.0150
Услуги биржи	0.0050
Итого	**0.0680**

Таблица 4
Индикативные ежегодные расходы на сделку классической секьюритизации
Источник: составлено автором

Индикативные ежегодные расходы на сделку классической секьюритизации объемом 20 млрд руб. в % от объема портфеля	
Поддержание рейтинга	0.0080
Услуги расчетного агента	0.0065
Сопровождение залогового счета	0.0020
Поддержание бумаги в котировальном списке	0.0005
Услуги управляющей компании	0.0105
Услуги бухгалтерской организации	0.0105
Аудит СФО	0.0025
Услуги представителя владельцев облигаций	0.0035
Услуги по раскрытию информации эмитентом	0.0024
Итого	**0.0464**

рировании сделки оригинаторам нужно определиться с ограниченным набором параметров, в частности:

- Какие ипотечные продукты переупаковываются, например, льготная ипотека под плавающую ставку или рыночная под фиксированную. Решение зависит от существующего портфеля и спроса инвесторов.

- Включать ли в пул ДДУ с учетом неоднозначной трактовки возможности использовать такие бумаги для целей ВЛА банками-инвесторами.

- Делать ли своп с ипотечным агентом либо оставить у бумаг pass-through купон. Важно оценить влияние на капитал против выгоды, которую дает для целей ВЛА наличие зафиксированного купона. По новым правилам, которые, как планируется, вступят в силу с 2026 года, бумаги с pass-through купоном будут учитываться в ВЛА с дисконтом 25%, в то время как бумаги с зафиксированным купоном — с дисконтом 15%. Это может быть важно как самому оригинатору, если он планирует оставлять часть бумаг на балансе, так и банкам-инвесторам.

В классической многотраншевой секьюритизации ключевых элементов, по которым оригинатору необходимо принять решение, больше:

- Транширование

Ключевым вопросом является транширование — будет банк делать двухтраншевую структуру (старший транш для продажи в рынок, а младший — для сохранения на балансе по требованию регулятора) или сделает дополнительные мезонинные транши для удовлетворения спроса инвесторов на более высокую ставку и более высокий риск. Младший транш субодринирован к старшему и мезонинным траншам и первым принимает на себя риски дефолтов по портфелю. Именно наличие и размер младших траншей позволяют получить по старшему траншу высокий рейтинг (до AAA (ru.sf)). Законодательно установленный минимальный размер младшего транша составляет 20% от секьюритизируемого портфеля, в 2025 г. планируется его снижение до 5%.

Оригинатору также предстоит определиться размером и формой младшего транша — законодательство предусматривает возможности структурировать младший транш в формате ценной бумаги, субординированного займа или гарантии оригинатора — и с тем, в каком порядке будут осуществляться погашения и выплата процентов по траншам.

- Револьверность

В сделке возможна статичная структура или револьверная. При статичной — продается и переупаковывается в облигации фиксированный портфель, и далее все выплаты по кредитам транслируются инвесторам. При револьверной — погашения основного долга по портфелю в течение револьверного периода направляются на покупку новых кредитов у банка и пополнение портфеля. Револьверная структура позволяет удлинить сроки сделки, но необходимо учитывать объем портфеля и темпы выдачи новых кредитов банком, а также наличие/отсутствие «аппетита» инвесторов к такой структуре.

- Своп с оригинатором

Может быть востребован, если инвесторы хотят видеть не pass-though купон, а фиксированную ставку или плавающую в форме фиксированного спреда над ключевой ставкой. Своп также может предусматривать замену фиксированной ставки на плавающую, например, если у банка портфель с фиксированной ставкой, а инвесторы хотят плавающую. Такой своп усложняет рейтингование сделки, так как к риску портфеля добавляется риск банка-оригинатора. Также необходимо анализировать влияние свопа на отчетность и нормативы банка.

- Наличие резервного обслуживающего банка

В классических сделках на мировом рынке наличие резервного обслуживающего банка, который оперативно может подхватить обслуживание кредитов в случае проблем с кредитным качеством банка-оригинатора, всегда было необходимым условием сделки. В российских реалиях последние рейтингованные и размещенные в рынок сделки не имеют в структуре резервного обслуживающего банка на момент размещения сделки. Он будет определен оригинатором в случае срабатывания определенных триггеров.

- Иные структурные элементы

Например, будет ли у организатора право/обязательство по выкупу дефолтных кредитов, опцион на обратный выкуп в конце срока и др.

- **Расчет экономического эффекта**

Один из самых сложных блоков работы — построение финансовой модели для комплексной оценки влияния сделки секьюритизации на отчетность и нормативы банка. Он может занять не менее месяца. Необходимо учесть все возможные элементы экономики (в частности, эффекты от продажи портфеля, восстановление резервов по портфелю и создание их по бумагам, возможное досрочное признание выплат контрагентам, учет расходов на сделку, прогноз ставки размещения, учет влияния на капитал и нормативы и др.) с учетом особенностей структуры и вариантов дистрибуции. С учетом длительности подготовки первой сделки важны стресс-модели и сценарный анализ по ключевым факторам. Структуру секьюритизации лучше основательно проработать до построения модели и принятия решения о реализации сделки, так как изменение одного из не са-

Таблица 5. Индикативный график работ в рамках реализации проекта «Секьюритизация»

Источник: составлено автором

Блоки работ в рамках реализации проекта «Секьюритизация»		1 м	2 м	3 м	4 м	5 м	6 м	7 м	8 м	9 м	
1. Получение корпоративных одобрений	Принятие решения о сделке										Выпуск облигаций
2. Создание рабочей группы, согласование функционала											
3. Выбор поставщиков услуг											
4. Подготовка основных условий сделки и документации											
5. Доработка ИТ-систем											
6. Создание СФО и инфраструктуры											
7. Подготовка портфеля к секьюритизации											
8. Взаимодействие с рейтинговым агентством и аудит портфеля											
9. Разработка процессов и регламентов											

мых значимых элементов может повлечь за собой перестройку модели и изменение результатов.

2) РЕАЛИЗАЦИЯ ПРОЕКТА

Если расчет экономики себя оправдал и банк готов двигаться дальше, то полезным будет понимание основных блоков работ в реализации проекта (см. Таблицу 5 выше). Большая часть из них прорабатывается параллельно. Остановлюсь на наиболее комплексных работах: подготовка портфеля к секьюритизации, доработка ИТ-систем, взаимодействие с рейтинговым агентством и аудит портфеля.

- **Подготовка портфеля к секьюритизации**

Экспресс-оценку портфеля банк проводит для принятия решения о секьюритизации. После старта реализации проекта необходима комплексная оценка портфеля и подготовка его к сделке и представлению рейтинговому агентству либо поручителю.

- Объем портфеля, подходящий под критерии выборки кредитов для пула

В отношении ИЦБ — закон об ипотечных ценных бумагах содержит ряд обязательных требований, которым должны соответствовать кредиты, включаемые в покрытие:

- Значение коэффициента кредит/задолженность должно составлять не более 80%.
- Документация должна содержать запрет на замену/отчуждение залога без согласия залогодержателя.
- Недвижимое имущество должно быть застраховано.
- Предметом кредита/займа должны являться только денежные средства.
- Предусматриваются ограничения на объемы включения в пул кредитов, обеспеченных недвижимостью, строительство которой еще не завершено, и кредитов с последующей ипотекой.

Также в отношении ИЦБ возможны дополнительные критерии выборки, согласованные с рейтинговыми агентствами либо с поручителем.

В отношении неипотечных кредитов — имеет смысл ориентироваться на критерии выборки, согласованные с рейтинговым агентством, либо ориентироваться на «эталонный пул» рейтингового агентства. Такие критерии, в частности, могут включать в себя:

- тип продукта (например, «беззалоговые потребительские кредиты»);
- целевое использование (актуально для ипотеки);
- отсутствие просрочки / реструктуризации / кредитных каникул;
- отношение платежа по кредиту к доходу;
- минимальный/максимальный размер кредита;
- минимальный срок кредита с даты выдачи;
- оставшийся срок жизни кредита;
- характеристики заемщиков (например, возраст, гражданство);
- иные критерии (например, фокус на зарплатных клиентов и др.).

Лучше начинать с максимально консервативных критериев, но в зависимости от состояния и объема портфеля их можно двигать. При этом необходимо иметь в виду, что чем более широкие критерии и менее качественный портфель собирает оригинатор, тем более дорогой станет сделка: за счет стоимости поручительства, либо высокого объема обеспечения в виде младшего транша, резервного фонда и т. д., либо необходимости увеличения ставки привлечения ввиду присвоения более низкого рейтинга.

- Отбор портфеля по риск-весам

Сложный этап работы в рамках классической секьюритизации. Банку предстоит отобрать кредиты в портфель по риск-весам оптимальным образом. С одной стороны, логично включать в портфель кредиты с наибольшими риск-весами, чтобы максимально разгрузить капитал банка. Но, с другой стороны, наибольшие риск-веса у кредитов с худшим качеством, поэтому для того, чтобы получить высокий рейтинг по старшему траншу, младший транш придется увеличить, что может нивелировать весь эффект на капитал. Кроме того, если расчет на значительную долю инвесторов-банков, нужно обратить внимание на риск-вес старшего транша, а он экспоненциально зависит от риск-весов портфеля. Если он будет

высоким, банки не смогут взять на баланс такую инвестицию.

- Проверка качества данных по портфелю

Проверка проводится как в отношении данных в информационных системах оригинатора, так и в отношении комплектности кредитных досье.

Качественные данные по кредитным продуктам — это базовое условие для проведения сделки секьюритизации. Оценить это можно на основании выгрузок из системы, взяв за основу список данных, необходимых по каждому кредиту пользователям (рейтинговое агентство / поручитель). Как показывает практика, это упражнение в первый раз может быть сложным для банка, так как данные могут храниться в разных системах, требуется настройка отчетов и т. д.

В рамках проверки случайным образом выбирается список кредитов, по каждому из которых данные из систем сверяются с данными в документации и проверяется наличие необходимой документации в досье. Если в рамках выборочной проверки выявляется достаточное количество несоответствий или отсутствующей документации, это потенциальная проблема, которая может повлечь за собой последствия от удорожания сделки вплоть до отказа от нее.

По результатам проверки при наличии достаточного числа расхождений нужно проанализировать причины и на будущее выстроить процессы так, чтобы минимизировать количество ошибок, чтобы впоследствии сделки секьюритизации можно было готовить без дополнительных проверок.

- Подготовка исторических данных по портфелю

Качественная обработка данных и отбор портфеля особо важны для неипотечных сделок, так как в них предъявляются повышенные требования к историческим данным (в отличие от ипотеки, где основное внимание направлено на залоговое обеспечение) и применяются более строгие квалификационные требования.

В рамках классической секьюритизации оригинатор также должен иметь возможность формировать винтажные таблицы — исторические таблицы, отражающие поведение отобранных по заданным параметрам на определенные даты в прошлом портфелей кредитов, уровни просрочек и дефолтов по таким кредитам. Эти данные необходимы рейтинговым агентствам для анализа качества портфеля и присвоения рейтинга.

Правильная подготовка портфеля — сбалансированного пула кредитов, качественных данных в системах, хорошего представления исторических данных — ведет к присвоению высокого рейтинга, более низкой ставке размещения, снижению расходов на механизм кредитной поддержки.

- **Взаимодействие с рейтинговым агентством и аудит портфеля**

Блок работ важен для классических многотраншевых сделок секьюритизации. Работа с рейтинговым агентством начинается одновременно с запуском проекта. Параметры для отбора пула кредитов, а также структура, основные условия сделки и документация должны быть согласованы с рейтинговым агентством.

Результатом работы рейтингового агентства в сделках секьюритизации является присвоение рейтинга (с постфиксом .sf) на основании оценки ожидаемых потерь по облигациям, которые моделируются исходя из вероятностных характеристик портфеля с учетом структуры выпуска и всех доступных механизмов поддержки. Уровень потерь по инструментам секьюритизаций с наивысшим рейтингом AAA (ru.sf) с большой долей вероятности будет нулевым даже в случае ухудшения ситуации на рынке. Такие облигации по кредитному качеству приближаются к ОФЗ и к облигациям наиболее надежных отечественных эмитентов.

Для работы рейтинговому агентству требуется глубокий анализ исторических данных на основании винтажных таблиц, проверка внутренних процессов банка, а также результаты внешнего аудита портфеля.

- **Подготовка ИТ-систем**

Оригинатору необходим следующий функционал ИТ-систем:

- Автоматическая подготовка отчетов для отбора пула кредитов для сделки

Как уже упоминалось выше, настройка корректной выгрузки портфеля — одна из основных задач автоматизации в рамках сделки секьюритизации.

- Единовременная продажа портфеля кредитов

Количество кредитов в секьюритизируемом пуле может достигать десятков тысяч штук, и системы многих банков не готовы к автоматической единовременной продаже такого большого количества кредитов.

- Обратный выкуп кредитов

Обратный выкуп может потребоваться в случае, если были проданы кредиты, не соответствующие согласованным критериям, — банк обязан их откупить. Также структура сделки может предусматривать право либо обязательство банка по выкупу обратно на баланс дефолтных кредитов. Выкуп портфеля кредитов обратно на баланс возможен в конце срока сделки, когда остаток основного долга по портфелю снижается до минимума (как правило, менее 10%) и обсуживать структуру оригинатору становится неэффективно.

- Обособленный учет проданного портфеля кредитов

Проданный портфель не должен входить в банковскую отчетность, однако, оставаясь обслуживающим банком, оригинатор должен продолжать вести полноценный учет каждого кредита, и клиенты должны продолжать получать тот же уровень сервиса, что и до того, как их кредит был секьюритизирован. Помимо этого, оригинатор должен иметь возможность передать резервному сервисному агенту всю информацию по кредитному портфелю при передаче обслуживания.

- Автоматизация подготовки сервисных и иных отчетов

Оставаясь обслуживающим банком, оригинатор обязан готовить отчет сервисного агента. Отчет включает в себя определенный необходимый инвесторам для мониторинга сделки набор данных и публикуется в свободном доступе. Кроме того, оригинатор должен автоматизировать подготовку отчетов для потенциального резервного обслуживающего банка, чтобы иметь возможность оперативно передать обслуживание при необходимости.

Автоматизация по всем перечисленным выше направлениям проводится в разрезе отчетности РСБУ, МСФО, налоговых регистров, расчета банковских нормативов, учета во внутренних лимитах и риск-метриках.

3) ВЫПУСК БУМАГ И ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ С ИНВЕСТОРАМИ

Завершающим этапом проекта является продажа портфеля эмитенту и выпуск ценных бумаг. В зависимости от структуры и целей сделки банк принимает решение оставить бумаги на своем балансе для последующего использования в рамках РЕПО либо разместить среди рыночных инвесторов.

Участие потенциальных инвесторов в большой степени зависит от рейтинга. Старший транш, как правило, стараются сделать с максимально возможным рейтингом для широкой рыночной дистрибуции. Мезонинные транши могут быть ниже рейтингом или не иметь рейтинга и быть рассчитаны на инвесторов с более высоким профилем риска. Как правило, это адресные размещения.

Секьюритизации имеют ряд преимуществ для инвесторов:

- высокий рейтинг AAA (ru.sf) и низкий риск;
- более высокая доходность, чем по корпоративным облигациям с аналогичным рейтингом;
- диверсификация инвестиций;
- ежемесячные купоны.

Повторение американского кризисного сценария 2008–2009 годов на российском рынке вряд ли возможно. Банк России ведет достаточно эффективную политику по управлению рисками банковской системы и, в частности, достаточно жестко регулирует рынок секьюритизации. Например, требование об обязательном удержании младшего транша оригинатором — один из важных элементов структуры, который не дает банкам снижать качество кредитного портфеля.

Правильно структурированная секьюритизация российских банков и банков СНГ в период кризиса 2008–2009 гг. зарекомендовала себя как отличный ин-

струмент для инвестиций. В то время как банки-оригинаторы договаривались с инвесторами в евробонды и рублевые облигации об отсрочках, секьюритизированные бумаги этих банков исправно платили купоны и гасились.

Основной минус сделок секьюритизации — это нефиксированные денежные потоки от погашения. Ориентировочный график погашения по сделке, привязанный к графику погашения кредитов в портфеле, в зависимости от массового поведения заемщиков может меняться: например, в период снижения рыночных ставок заемщики с большой долей вероятности будут гасить существующие кредиты в портфеле и рефинансироваться под более низкие ставки. Для инвестора это означает досрочное погашение облигаций, недополучение запланированного дохода и необходимость реинвестировать уже по более низким ставкам на рынке.

Ключевые категории инвесторов:

1) банки;
2) пенсионные фонды и страховые компании;
3) управляющие компании;
4) розничные инвесторы.

Основные объемы на российском рынке размещаются среди институциональных инвесторов, однако по мере развития рынка секьюритизации интерес розничных инвесторов к инструменту растет.

Одним из ограничивающих факторов при продажах являются специфические регуляторные ограничения для различных категорий инвесторов. В частности, для того чтобы покупать секьюритизированные бумаги, розничные инвесторы должны быть квалифицированы либо протестированы брокером, иначе сумма возможной инвестиции конкретного лица будет ограничена минимальной суммой. Пенсионные фонды и страховые компании пока могут инвестировать только ИЦБ с высоким рейтингом, а иные бумаги с рейтингом и с постфиксом sf. не имеют возможности покупать. В отношении банков нормативная база проработана недостаточно, нет четких инструкций по методике резервирования, а приобретение бумаг в торговый портфель может быть очень дорого с точки зрения капитала с учетом «атавизмов» в регулировании, например, отсылки к иностранным рейтингам по бумагам. Для банков исключительно важен риск-вес по приобретаемым инвестициям, в то время как розничным инвесторам он неважен, а важны в большей степени рейтинг и ставка.

Другой фактор — сложность инструмента и слабое знакомство с ним и розничных, и институциональных инвесторов. Поэтому продавать секьюритизированные бумаги сложно, и требуется значительная работа по объяснению особенностей сделок. Среди институциональных инвесторов покупать такие бумаги готовы лишь единицы. Оригинатору необходимо выстроить грамотный маркетинг и структуру продаж. Важно качественно и понятно представить потенциальным инвесторам информацию о бумагах, об обеспечивающем портфеле кредитов, его характеристиках и структуре сделки. Информирование инвесторов важно не только в момент продажи, оно должно идти в течение всего срока сделки.

Регулярное предоставление рынку информации о бумагах входит в функционал расчетного агента, которым в существующих российских сделках, как правило, является банк-оригинатор. Функции расчетного агента могут различаться в зависимости от типа активов в покрытии и особенностей структуры. Стандартно они сводятся к расчетам процентных доходов и сумм погашения по облигациям и иным структурным элементам, формированию реестров денежных потоков и водопадов платежей, а также составлению отчетов для инвесторов. Чем более аккуратную и понятную информацию дает расчетный агент, тем большее доверие инвесторов формируется к сделке и рынку секьюритизации в целом.