Иван КОНДАКОВ,
директор дирекции сложного кредитования и структурного финансирования, Альфа-Банк

Анализ стоимости привлечения капитала посредством сделок секьюритизации

Практика последних лет показывает, что банки всё активнее прибегают к внебалансовой секьюритизации розничных активов. Этот инструмент стал особенно привлекательным благодаря совокупности преимуществ, которые получают банки-оригинаторы, такие как привлечение денег, диверсификация источников финансирования, управление процентным риском, оптимизация нормативов ликвидности. Однако, пожалуй, самое главное из них — это то, что секьюритизация высвобождает капитал, дефицит которого испытывают многие банки в наши дни. В особенности данная проблема стала актуальной на фоне роста макропруденциальных надбавок. Именно высвобождение капитала выступает главным драйвером новых сделок для банков-оригинаторов.

В этой статье мы подробно исследуем механизм высвобождения капитала с использованием инструмента секьюритизации розничных активов.

ВВЕДЕНИЕ: БАНКОВСКИЙ РЫНОК И СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

Российский банковский рынок последних нескольких лет находится под двойным давлением. С одной стороны, растущий спрос на кредитование и активная роль банков в трансформации экономики способствуют увеличению объема активов. С другой — рост активов «съедает» капитал через рост RWA, а макропруденциальные надбавки к требованиям к капиталу ограничивают темпы выдачи новых кредитов. Такая ситуация особенно характерна для портфелей с высоким риск-весом (потребительские кредиты, сплиты, кредитные карты) и для длинных

активов, например ипотеки, где уровень процентного риска для банка значительно выше.

В этих условиях секьюритизация выступает эффективным механизмом управления балансом. Банк может обменять часть будущих поступлений по портфелю на ликвидность и, что важнее, на снижение расчетных показателей RWA. Практически это означает высвобождение капитала, который затем можно направить на новые сделки: выдачу новых кредитов, финансирование приоритетных проектов или поддержание нормативов. Такой мотив явно отражается на рынке: многотраншевые сделки сохраняют популярность среди банков-оригинаторов, поскольку позволяют решить задачу разгрузки капитала.

Сделки секьюритизации реализуются через специальные структуры, обеспечивающие обособление активов и защиту инвесторов:

(а) ипотечные агенты в соответствии с Федеральным законом №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (для MBS);

(б) специализированные финансовые общества, предусмотренные Федеральным законом №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (в частности, для ABS).

Однако с точки зрения регулирования и расчетов ключевым является не юридическая упаковка, а экономическая сущность: кто несет кредитный риск и какие позиции удерживает участник сделки.

Далее последовательно рассмотрим эффекты:

- от многотраншевой секьюритизации;
- от однотраншевой ипотечной секьюритизации с поручительством ДОМ.РФ, где, как правило, оригинатор не удерживает кредитное усиление.

ВЫСВОБОЖДЕНИЕ КАПИТАЛА В СДЕЛКАХ МНОГОТРАНШЕВОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ БАНКА-ОРИГИНАТОРА

В многотраншевой сделке пул активов продается специальной компании — специализированному финансовому обществу (СФО) (эмитенту). Такая покупка финансируется выпуском одного или нескольких траншей облигаций: старшего и младшего (иногда возможно использование мезонинного транша). В дальнейшем поступления от пула распределяются по «водопаду» так, чтобы обслуживать облигации и иные статьи расходов по сделке в порядке их приоритета. Как правило, старшие транши размещают среди рыночных (розничных и институциональных) инвесторов, а младший — удерживается оригинатором (в роли кредитного усиления).

С точки зрения капитала экономия возникает за счет следующих эффектов:

(а) активы уходят с баланса банка-оригинатора и перестают входить в расчет RWA;

(б) оригинатор удерживает меньший по объему, хоть и более рискованный, младший транш, и RWA по удерживаемой позиции меньше исходных RWA по пулу;

(в) остаточные обязательства (поручительства, предоставление ликвидности СФО, деривативы) не возвращают риск обратно на баланс в изначальном объеме.

В структурировании сделок с точки зрения разгрузки капитала ключевыми факторами являются размер младшего транша, наличие резервного фонда, риск-вес изначального пула кредитов и форма учета базового актива на балансе банка-оригинатора (ПВР или СТД)[1].

Важно отметить, что с точки зрения резервирования позиций до проведения сделки и после ничего не меняется и не происходит высвобождения капитала банка, поскольку экономически оригинатор продолжает нести риск первых потерь по пулу кредитов, а значит, все резервы сохраняются в полном объеме.

Пример расчета (СТД-подход):

Пусть банк имеет пул необеспеченных потребительских кредитов номиналом 100 млрд руб. Объем младшего транша составляет 20 % от объема пула, резервный фонд — 5 % от объема старшего транша, а средний риск-вес пула по СТД — 190 %.

[1] ПВР — подход к оценке величины кредитного риска для целей включения в нормативы достаточности капитала на основе внутренних рейтингов. СТД — стандартизированный подход, использующий фиксированные коэффициенты кредитного риска по различным группам активов для целей включения в нормативы достаточности капитала.

До секьюритизации:

$RWA_{до} = 100 \cdot 190\,\% = 190$ млрд руб.

Потребление капитала$_{до}$ = 190 · 11.5 % = 21.8 млрд руб. (при нормативе достаточности капитала 11.5 %).

После секьюритизации:

Банк-оригинатор удерживает только младший транш и кредит на резервный фонд. Согласно Положению Банка России № 647-П:

$RWA_{после}$ = (100 млрд руб. · 20 %) · 190 % + ((100 млрд руб. · 80 %) · 5 %) · 100 %[1] = 42 млрд руб.

Потребление капитала$_{после}$ = 42 · 11.5 % = 4.8 млрд руб.

Итоговое высвобождение капитала:

Высвобождение капитала = 21.8 – 4.8 = 17.0 млрд руб.

Стоит отметить, что высвобождение капитала прямо пропорционально зависит от риск-веса исходного пула кредитов (Рисунок 1).

ПОТРЕБЛЕНИЕ КАПИТАЛА В СДЕЛКАХ МНОГОТРАНШЕВОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ИНВЕСТОРА

Рынок многотраншевой секьюритизации демонстрирует быстрый рост. Только за период 2024–2025 гг. было реализовано более 15 рыночных выпусков многотраншевой секьюритизации. На сегодняшний день основным активом, используемым для многотраншевой секьюритизации, являются необеспеченные потребительские кредиты. Этот актив пользуется большим спросом среди розничных инвесторов, но и институциональные инвесторы все активнее интересуются данным инструментом, потребляя собственный капитал при каждой покупке таких облигаций.

Инвестор, приобретающий старшие транши многотраншевой секьюритизации, получает преимущественное право на денежные потоки от пула, однако одновременно берет на себя часть кредитного риска.

Расчет риск-веса старшего транша осуществляется в соответствии с Положением Банка России № 647-П либо № 824-П — в зависимости от того, использует ли банк-оригинатор СТД- или ПВР-подход при учете базового актива. Риск-вес старшего транша напрямую зависит от структуры сделки (соотношения младшего и старшего траншей), наличия резервного фонда, объема дефолтных активов, а также от риск-веса портфеля в залоговом обеспечении.

Пример расчета (СТД-подход):

Пусть:

объем базовых активов в пуле — 100 млрд руб.;

объем старшего транша облигаций — 80 млрд руб.;

[1] Базовый коэффициент риска для IV группы банковских активов.

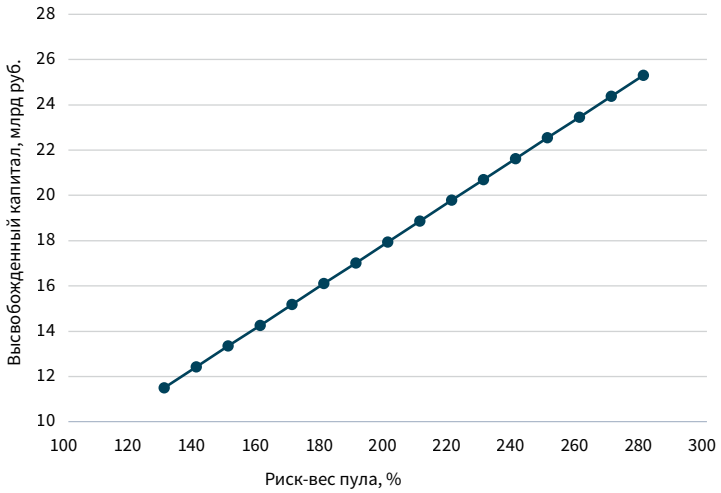

Рисунок 1
Зависимость высвобождения капитала от риск-веса базового актива

Источник:
расчеты Альфа-Банка

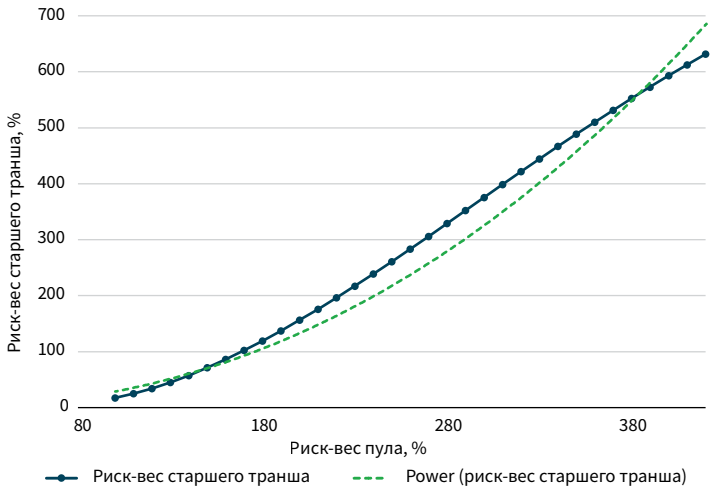

Рисунок 2
Риск-вес старшего транша
Источник:
расчеты Альфа-Банка

объем младшего транша, удерживаемого банком-оригинатором, — 20 млрд руб.;

резервный фонд в размере 7 % от объема старшего транша — 5.6 млрд руб.;

риск-вес пула в залоговом обеспечении — 200 %;

доля дефолтных кредитов в пуле — 0 %.

Расчет потребления RWA старшего транша институциональным инвестором состоит из расчета показателей, указанных в Положении Банка России № 647-П:

$$A = \frac{100 + 5.6 - 80}{100 + 5.6} = 24.24\,\%$$

$$D = \frac{100 + 5.6}{100 + 5.6} = 100\,\%$$

Кба=100 % · 200 % · 8 % = 16 %
Ка=(16 % · (100 % – 0 %) + 0 % · 0.5) · 100 % = 16 %
Поскольку Ка < А, то:

$$a = \frac{-1}{1 \cdot 16\,\%} = -6.25$$

$u = 100\,\% - 16\,\% = 84\,\%$
$h = \max(24\,\% - 16\,\%; 0) = 8\,\%$

$$Kca = \frac{e^{a \cdot u} - e^{a \cdot h}}{a \cdot (u - h)} = 0.13$$

$BKP = 0.13 \cdot 12.5 = 156.33\,\%$
$RWA = 156.33 \cdot 80 = 125$ млрд руб.

Важно отметить, что риск-вес старшего транша является экспоненциальной функцией от риск-веса базового актива, а не линейной. Это означает, что небольшие колебания в риск-весе исходного пула могут привести к существенным изменениям в риск-весе старшего транша (Рисунок 2).

ВЛИЯНИЕ НА КАПИТАЛ СДЕЛОК ОДНОТРАНШЕВОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕКИ С ПОРУЧИТЕЛЬСТВОМ ДОМ.РФ

Помимо многотраншевой секьюритизации на российском рынке активно используется альтернативный подход — однотраншевая ипотечная секьюритизация. В рамках такой сделки выпускается один транш ипотечных облигаций, полностью обеспеченный поручительством института развития в жилищной сфере — ДОМ.РФ. В таких выпусках у банков-оригинаторов нет обязательства по удержанию рисковых позиций, в том числе облигаций старшего транша.

Однако на практике многие банки-оригинаторы приобретают собственные ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) себе на баланс. Основная причина — риск-вес таких ИЦБ существенно ниже риск-веса изначального ипотечного портфеля и составляет 20 %. Такой подход к взвешиванию ИЦБ сложился в рамках длительного диалога между рынком и регулятором при активном участии ДОМ.РФ.

Выпуски ИЦБ ДОМ.РФ возможны с тремя вариантами ставки купона:

- фиксированной;
- плавающей (формат КС+);
- переменной, так называемой pass-through, при которой в купонные выплаты направляется весь процентный денежный поток после

уплаты расходов на поддержание инфраструктуры сделки.

Рассмотрим, как различается потребление капитала в зависимости от типа ставки.

Самый простой расчет высвобождения капитала — по выпускам с переменным купоном: он равен разности между RWA уступленного портфеля и RWA облигаций этого выпуска, удерживаемых на балансе банка-оригинатора (в случае такого удержания).

Пример: рассмотрим структуру, в рамках которой банк-оригинатор выкупает весь выпуск ипотечных облигаций обратно на баланс, а в ипотечное покрытие включен портфель ипотечных кредитов объемом 100 млрд руб. с риск-весом 100 %. Тогда:

$RWA_{до} = 100 \cdot 100\,\% = 100$ млрд руб.

Потребление капитала$_{до}$ = 100 · 11.5 % = 11.5 млрд руб.

Поскольку банк-оригинатор в данной структуре сделки полностью удерживает облигации, то:

$RWA_{после} = 20\,\% \cdot 100 = 20$ млрд руб.

Потребление капитала$_{после}$ = 20 · 11.5 % = 2.3 млрд руб.

А итоговое высвобождение капитала составит:

Высвобождение капитала = 11.5 – 2.3 = 9.2 млрд руб.

Теперь рассмотрим структуру, когда купон по облигациям фиксированный или плавающий, тогда эффект на RWA рассчитывается по аналогии с предыдущем вариантом, то есть равен разности между RWA проданного портфеля и RWA удерживаемых оригинатором облигаций. Но есть существенное отличие: в данном случае для целей фиксации ставки плавающего или фиксированного купона по облигациям и предотвращения риска разрыва ликвидности на уровне эмитента между ДОМ.РФ и ипотечным агентом заключается сделка процентного свопа, по которому эмитент регулярно передает ДОМ.РФ все процентные поступления по портфелю за вычетом расходов на инфраструктуру сделки и получает от ДОМ.РФ полный объем купонной выплаты по облигациям. Как правило, этот своп зеркально хеджируется аналогичным свопом, заключаемым между ДОМ.РФ и банком-оригинатором.

На уровне банка-оригинатора такой своп также потребляет капитал и учитывается как производные финансовые инструменты (ПФИ). Его влияние на RWA состоит из двух компонент — рыночного и кредитного риска. При этом: компонента рыночного риска связана с риском колебания процентных ставок и сдвига цены на базовый актив ПФИ, что может привести к снижению стоимости ПФИ. Поскольку в рамках структуры предусмотрен только симметричный обмен потоками fix/fix или float/float, то значение рыночного риска, как правило, ограничено условными 8–10 % от номинала облигаций в терминах RWA.

В свою очередь кредитный риск данного инструмента состоит из следующих двух частей:

- компонента (КРС), отражающая кредитный рейтинг контрагента (в данном случае ДОМ.РФ) и то, насколько может вырасти стоимость финансового инструмента для случая потенциальных потерь;
- компонента (РСК), отражающая вероятность того, что контрагент (ДОМ.РФ) не сможет выполнить свои обязательства перед банком, или, другими словами, риск ухудшения качества контрагента за счет кредитной миграции.

Именно на этом этапе расчетов на практике возникает наибольшее количество вопросов. Если руководствоваться в расчете классическим подходом и брать за основу изначальный номинал и юридический срок жизни сделки своп исходя из срока погашения самого длинного кредита в портфеле (юридический срок погашения ипотечных кредитов может достигать 30 лет), то риск-вес свопа получится очень высоким. Поэтому рождается логический вопрос, а нельзя ли использовать какое-то среднее значение с учетом ожидаемых модельных сроков погашения? Поскольку ипотечные облигации являются амортизируемыми, более логичным с экономической точки зрения выглядит использование не изначального номинала и юридического срока портфеля, а ожидаемого среднего номинала портфеля и свопа и ожидаемого срока погашения портфеля, рассчитанных на основе моделей досрочного погашения SMM, применяемых в банке-оригинаторе.

Для иллюстрации разности подходов рассмотрим примеры обоих вариантов расчетов:

В сделку включен ипотечный портфель объемом 100 млрд руб. и сроком погашения 30 лет, тогда получаем.

В соответствии с классическим подходом:

КРС свопа ≈ 7.1 млрд руб. в соответствии с Положением Банка России № 754-П;

РСК свопа ≈ 6.8 млрд руб. в соответствии с Инструкцией Банка России № 220-И;

потребление капитала$_{свопом}$ = (7.1 + 6.8) · 11.5 % = 1.60 млрд руб.

При использовании средневзвешенного по сроку номинала свопа:

КРС свопа ≈ 2.3 млрд руб. в соответствии с Положением Банка России № 754-П;

РСК свопа ≈ 2.1 млрд руб. в соответствии с Инструкцией Банка России № 220-И;

потребление капитала$_{свопом}$ = (2.3 + 2.1) · 11.5 % = 0.50 млрд руб.

При этом важно подчеркнуть, что каждый банк решает для себя проблему такого расчета самостоятельно, так как подробной утвержденной регулятором методики, насколько нам известно, не существует.

Дополнительно стоит обратить внимание на то, что своп не только влияет на капитал, но и дает переоценку в отчетности банков. А ведь это прямой финансовый результат, который может стать неожиданностью для оригинаторов, впервые пробующих выпускать ИЦБ. Так, с большой долей вероятности, в первые периоды за счет авансовой платы за поручительство и отсрочки получения денежного потока от субсидируемой части процентной ставки по портфелю, а также за счет сдвига дат банк-оригинатор получает большой отрицательный результат.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В заключение следует подчеркнуть, что инструмент секьюритизации розничных активов является одним из ключевых механизмов управления капиталом банков, позволяя одновременно решать несколько задач: привлечение ликвидности, диверсификация источников финансирования и снижение процентного риска. Главным драйвером роста количества и объема сделок является и будет оставаться возможность высвобождения капитала для банков.

На примере рассмотренных в статье структур мы видим, что в сделках многотраншевых секьюритизаций эффективность высвобождения капитала для банков-оригинаторов напрямую зависит от риск-веса исходного базового актива и структуры субординации. Для инвесторов покупка старших траншей подразумевает потребление собственного капитала, однако риск-вес этих траншей определяется не линейно, а экспоненциально от риск-веса залогового пула и требует тщательного расчета и оценки.

Однотраншевая ипотечная секьюритизация с поручительством ДОМ.РФ работает по-другому: при полном удержании облигаций на балансе банка-оригинатора итоговый риск-вес снижается до 20 % от номинала, что приводит к значительному снижению потребляемого капитала. Однако в сделках с фиксированным или плавающим купоном появляется дополнительное давление на капитал за счет процентных свопов, учитываемых как ПФИ и вносящих как рыночную, так и кредитную компоненту в RWA.

Таким образом, применение инструмента секьюритизации предоставляет возможность банкам-оригинаторам управлять капиталом и поддерживать рост кредитования. При этом требуются внимательное структурирование сделок и корректный расчет риск-весов как для оригинаторов, так и для инвесторов.