«Секьюритизация — эффективный инструмент диверсификации кредитного риска портфеля»

Равиль ЮСИПОВ,
заместитель генерального директора — руководитель управления фондовых операций, УК «ТФГ»

Cbonds Review поговорил с заместителем генерального директора — руководителем управления фондовых операций УК «ТФГ» Равилем Юсиповым о том, почему инструменты секьюритизации могут представлять интерес для институционалов, есть ли шансы на оживление этого рынка в 2018 году, как можно привлечь сюда больше рыночных игроков и насколько серьезной проблемой для инвесторов являются юридические риски, например связанные с банкротством оригинатора в сделке.

— Каковы преимущества секьюритизации для создания инвестиционного портфеля и чем для вас как для инвестора интересен этот класс активов?

— Секьюритизация — эффективный инструмент диверсификации кредитного риска портфеля. Каждый выпуск — отдельный кредитный риск, даже если речь идет об одном и том же оригинаторе. Любой банк в процессе своей деятельности копит риск, имеет сильные и слабые бизнес-линии. Покупая облигацию банка, вы покупаете все риски, включая даже операционный. Секьюритизация позволяет решать задачу по обособлению части кредитного портфеля в соответствии с вашими риск-метриками и получать целевой уровень кредитного усиления (обеспечения). Помимо банковских кредитных портфелей можно структурировать денежный поток от широкого спектра активов — государственно-частные партнерства (ГЧП)/концессии, тарифы ЖКХ, арендные/лизинговые платежи и так далее. Но на текущий момент основным активом секьюритизации является жилищная ипотека, а оригинаторами — банки.

— Каковы основные тенденции на рынке секьюритизации в 2018 году: этот рынок в принципе жив?

— Текущий год нельзя назвать активным. За исключением «Фабрики ИЦБ», на ум приходит только одна публичная сделка траншевой секьюритизации ИА «Металлинвестбанк-2» с первым рейтингом от АКРА на уровне суверенного — идеальная сделка по всем каноническим правилам, но пока единственная. 2017 год был более урожайным на сделки, но и его я не назвал бы активным в части публичных размещений. Стоит отметить две сделки конца 2017 года: первая полноценная секьюритизация соглашений ГЧП — СФО «Социальная Инфраструктура 1» (оригинатор — Газпромбанк) и первое публичное размещение «Фабрики ИЦБ» с фиксированным купоном (оригинатор — ВТБ24). Каждая из этих сделок внесла свой вклад в развитие рынка: первая доказала, что секьюритизация ГЧП/концессий возможна, вторая показала, что программа «Фабрики ИЦБ» заработала и появился рыночный ориентир в части определения справедливых спредов для однотраншевых ипотечных облигаций. Резюмируя, можно сказать, что рынок «жив» с точки зрения идей, но «скорее мертв» с точки зрения объема и числа размещений.

— Почему сложилась такая ситуация?

Рынок траншевых ИЦБ «сдулся» по трем причинам. Первое — у большинства активных игроков пока все хорошо с капиталом и с ликвидностью, а портфели так быстро амортизируются из-за высоких CPR, что нет нужды в их продаже. Вторая причина — низкая маржинальность ипотечных кредитов, что в условиях падающих ставок определяет отсутствие предложения привлекательной доходности со стороны оригинатора, поскольку сделки траншевой секьюритизации требуют ощутимых денежных и временных затрат. Банкам выгоднее и быстрее продать пул кредитов другому финансовому институту, благо ряд банков готовы «бидовать». Третья причина — «Фабрика ИЦБ», которая обладает преимуществами для банков-оригинаторов.

— Есть ли у рынка драйверы, которые позволят секьюритизации активнее развиваться?

— Первое, что должно случиться, — снижение ставок. Последние два года инвесторы жили в условиях сильнейшего сжатия спредов и извлекали прибыль из роста курсовых стоимостей облигаций, а секьюритизированные облигации привлекательны на флэтовом рынке за счет купонной доходности.

Второе условие для дальнейшего развития рынка — стандартизация процессов и документации как в части базовых активов, (кредитные/лизинговые/концессионные договоры, электронные формы титулов) так и в части эмиссионных документов. Именно стандартизация позволит создавать мультиоригинаторные платформы секьюритизации, что удешевит и ускорит сделки. В этом отношении создание «Фабрики ИЦБ» и «Фабрики проектного финансирования» является правильным шагом. Но эти проекты требуют «шлифовки» многих деталей.

— Круг квалифицированных инвесторов, которые умеют работать с секьюритизированными бумагами, по-прежнему остается очень узким. Какие проблемы, связанные с анализом и моделированием этого риска, вы как инвестор выделили бы в первую очередь?

— С точки зрения кредитного анализа сделки секьюритизации сложнее и трудозатратнее, чем обычный выпуск корпората или субфеда. Даже если у сделки есть рейтинг или поручительство от государственной корпорации, мы погружаемся в качественные и количественные характеристики базового актива, в юридическую документацию эмиссии. Этот анализ требует оценки широкого круга параметров — от макроэкономических данных до операционных рисков, стандартов андеррайтинга оригинатора и внимательного прочтения сотен страниц проспекта эмиссии. К примеру, на рынке есть несколько выпусков, где условия досрочного погашения (колл-опциона) для оригинатора, были прописаны «глубоко» в середине проспектов. А эти условия могут существенно изменить оценку привлекательности облигации в условиях падающих ставок. У нас были случаи, когда мы отказывались от участия в первичном размещении ИЦБ, обнаружив такие критические условия на 136-й странице проспекта.

Чтобы упростить процедуру кредитного анализа, мы стандартизировали процесс и создали свою многостраничную методику анализа, которая пополняется с каждой новой сделкой, если вдруг мы находим что-то новое.

— Какие еще сложности в анализе процентного риска существуют?

— В России управляющие привыкли прикидывать эффективную доходность к погашению простым прибавлением 13–14 б.п. (премия за инвестирование полугодового купона) к ставке купона. Для секьюритизированных облигаций, где часто присутствует плавающая амортизация (колл-опцион на каждый купонный период), это становится нетривиальной задачей. Чтобы рассчитать доходность к погашению, необходимо прогнозировать денежный поток и рассчитать IRR. Многие не хотят или даже не умеют этого делать, так как для прогнозирования самого денежного потока необходимо понимание и моделирование параметров досрочных выплат и дефолтов — CPR и CDR, которые требуют ежемесячной корректировки. В итоге получаем облигацию с плавающей выпуклостью, а в условиях падающих ставок даже эффект негативной выпуклости (Negative Convexity).

— Насколько серьезной проблемой для инвесторов являются юридические риски, например связанные с банкротством оригинатора в сделке?

— Опыт российского рынка показывает, что все выпуски публичной секьюритизации были структурированы качественно. В этих сделках всегда было даже избыточное кредитное усиление, рейтинговые агентства действовали с «запасом». Большинство сделок имели рейтинг не ниже суверенного и смогли его сохранить в случаях санации оригинатора. Риск банкротства оригинатора не несет кредитного риска в сделке, но несет сильный процентный риск для револьверных сделок.

— Как именно банкротство оригинатора может сказаться на процентном риске облигации?

— Сделки можно разделить на два типа: сделки с закрытым пулом активов и револьверные сделки. В сделках с закрытым пулом в момент размещения пул активов фиксируется и уже не меняется (ипотека), а револьверные сделки подразумевают период пополнения изначального пула новыми кредитами в течение первых 2–3 лет. Санация (банкротство) оригинатора

в течение револьверного периода является триггером для включения досрочной амортизации, как в случае с СФО «ПСБ МСБ 2015». Другими словами, в сделку «вшит» колл-опцион на каждую купонную дату, исполнение которого зависит от кредитного риска оригинатора. Оценивать подобные опционы с помощью модели Блэка — Шоулза сложно, а вот модель биноминального дерева более допустима. Санация оригинатора ПСБ в сделке СФО «МСП ПСБ 2015» и «запуск» досрочной амортизации поменяли выпуклость облигации на негативную в одно мгновенье.

— В России наблюдается высокий темп рефинансирования ипотечных кредитов. Как это сказывается на уже существующих ИЦБ? Какие ключевые риски инвестиций в инструменты секьюритизации вы бы выделили на текущем этапе?

— Резко сокращается дюрация бумаг. Это нежелательно в период падения ставок, но хорошо, если ставки растут, что мы и наблюдали во втором квартале 2018 года. Можно легко «получить» позицию с негативной выпуклостью в момент роста рынка. В настоящее время проблема негативной выпуклости отходит на второй план по причине стабилизации процентных ставок и перехода рынка во флэт. С отрицательной выпуклостью можно бороться путем постоянного прогнозирования денежного потока каждой бумаги и широкой диверсификацией портфеля. У некоторых управляющих я встречаю отдельные «вкрапления» ипотечных облигаций, но это неправильно: достичь эффективности здесь можно только через создание диверсифицированного субпортфеля.

— Каковы, с вашей точки зрения, перспективы развития Фабрики ИЦБ? Является ли она полноценной альтернативой траншевым ИЦБ?

— «Фабрика ИЦБ» не может быть полной альтернативой траншевой секьюритизации. «Фабрика ИЦБ» под гарантию выкупа дефолтных закладных ДОМ.РФ — хорошая стандартизированная платформа. Нет необходимости каждый раз анализировать эмиссионные документы новых выпусков, и в этом отношении «Фабрика» очень удобна для оригинаторов. С точки зрения управляющих, можно выделить несколько слабых моментов: первое — в траншевых ИЦБ кредитное усиление достигается младшим траншем, в «Фабрике ИЦБ» — за счет гарантии ДОМ.РФ, что приводит к постепенному «накоплению» риска концентрации на ДОМ.РФ. Вторая особенность связана с тем, что выпуски «Фабрики» с плавающими купонами очень неудобны для управления портфелем, даже ОФЗ с привязкой к RUONIA имеют ограниченную ликвидность. И наконец, третье — выпуски «Фабрики» с фиксированным купоном, несмотря на его высокий уровень, на фоне резкого снижения ставок в 2017 году размещались по цене значительно выше номинала, что в условиях растущих CPR несет опасность эффекта негативной выпуклости облигации. Идеальный инструмент — с ценой размещения около номинала и с фиксированным купоном.

— Что нужно, чтобы привлечь больше рыночных инвесторов в этот сегмент рынка, и как можно повысить его ликвидность? Будет ли меняться инвесторская база на рынке секьюритизации в 2018 году?

— Необходима стандартизация программ выпуска и удешевление процессов структурирования. Выпуск облигаций по номиналу с фиксированным купоном сразу привлечет розничных инвесторов и станет альтернативой банковскому депозиту.

Для институциональных инвесторов проблемой является отсутствие у оценочных центров умения правильно рассчитывать рыночную цену. По текущим учетным правилам и стандартам IFRS 9 в случае отсутствия оборотов на бирже необходимо применять котировку оценочного центра (например, НРД). Мы столкнулись с непрозрачной позицией и методологией оценки. Можно на размещении купить ИЦБ с рейтингом на уровне суверенного, но с премией к ОФЗ 125 б.п., что включает премию за ликвидность, и получить на следующий день «рыночную» оценку на уровне 70% или 90%. Подобные оценки получаются, когда дисконтируется купонный поток на весь возможный изначальный срок жизни облигации с вычитанием еще и дисконта за якобы малую ликвидность. При этом оценочные центры не строят реальный денежный поток и не пытаются разобраться в реальном сроке погашения, а ведь их оценки законодательно закреплены для учетных политик.

— Каковы, на ваш взгляд, перспективы простой прозрачной сопоставимой (ППС) секьюритизации в России. В чем ее основные плюсы и минусы с точки зрения инвестора: какие возможности она дает и какие потенциальные риски несет?

— ППС — прекрасная тема, но пока на рынке мало опыта в стандартизации (документов и процессов), фидуциарной ответственности сервисных участников сделок (УК, аудиторов, депозитариев, юристов, расчетных и сервисных агентов).

ППС требует автоматического (без субъективных суждений) исполнения всеми сервисными компаниями своих полномочий. На рынке есть прецеденты, когда к оригинатору приходил санатор и смена сервисного агента по сделкам не производилась, хотя по этому событию запускалась досрочная амортизация. Таким образом, управляющая компания ипотечного агента/СФО не вставала на защиту интересов инвесторов. Получалась ситуация двойных стандартов — делается то, что выгодно санатору/оригинатору, в то время как приоритетом должны быть права инвестора. Пока нужно пожить в рамках рейтингуемых сделок, благо опыт от АКРА уже есть, а ППС может быть нишевым инструментом на начальном этапе.

— Будет ли развиваться рынок секьюритизации альтернативных классов активов в ближайшие годы, или стоит признать, что неипотечной секьюритизации в России нет и не будет?

— Наибольшие объемы для секьюритизаций есть в таких отраслях, как ж/д и лизинг, ГЧП, концессии, тарифы в ЖКХ. Сделки возможны, но для этого требуется поменять не только структуру и качество взаимодействия хозяйствующих субъектов, но и налоговое законодательство. Можно секьюритизировать любой денежный поток там, где есть достаточный избыточный спред для совершения рыночных сделок.

При этом в каждой истории есть нюансы: где-то отпугивает стоимость сделок, а где-то юридическая сложность структурирования, а чаще всего и то и другое. В сделках по лизингу, например, сложность представляет проблема возмещения НДС. Резюмируя, можно сказать, что рынок секьюритизации пытается найти новые точки развития. Есть надежда, что у него получится.