# «Взрывного роста секьюритизации в России в 2017 году не будет»

## Круглый стол участников рынка секьюритизации

**Представители крупнейших игроков рынка секьюритизации обсудили ключевые тенденции в секторе, поговорили о том, как будет развиваться индустрия секьюритизации в связи с внедрением проекта «Фабрика ИЦБ» АИЖК, есть ли шанс на появление секьюритизаций широкого класса неипотечных активов, как стимулировать спрос массового инвестора на секьюритизационные инструменты и повысить ликвидность этого рынка, а также можно ли ждать от ЦБ положительных решений в части смягчения регулирования секьюритизационных сделок.**

### – Каковы, на ваш взгляд, ключевые тренды российского рынка секьюритизации в 2017 году?

**Денис Скрипкин, старший менеджер управления секьюритизации, «ВТБ Капитал»:**

– В настоящее время мы оказались в достаточно неопределенном положении как с точки зрения общей экономической ситуации, меняющегося регулирования, так и в отношении инфраструктуры и участников рынка. Например, ипотечные ценные бумаги — практически единственный класс инструментов на российском рынке секьюритизации — до недавнего времени выпускались либо с рейтингом от международных рейтинговых агентств, либо с поручительством АИЖК. В настоящее время АИЖК сосредоточено на продвижении нового проекта — «Фабрика ИЦБ», ясности с судьбой международных рейтингов на российском рынке нет, российские рейтинговые агентства не имеют опыта анализа структурированных продуктов, непонятна степень доверия инвесторов к российским рейтингам. Регулятор также дает иногда противоречащие друг другу сигналы по поводу своего отношения к секьюритизационным сделкам. С другой стороны, наблюдается не самая благоприятная ситуация с наличием активов для структурирования: в прошлом году устойчивый рост показала только ипотека, остальные секторы позитивной динамики не продемонстрировали. Таким образом, насущной потребности в использовании новых инструментов фондирования у оригинаторов нет. В этой связи

представляется, что у рынка будет один глобальный тренд — поиск новой парадигмы развития и нового равновесия.

**Павел Васильев, директор, подразделение комплексного структурирования, управление структурных продуктов, Sberbank CIB:**

– На мой взгляд, ключевыми тенденциями на рынке секьюритизации в текущем году станут развитие неипотечной секьюритизации кредитов МСП и лизинга, замена младшего транша субординированным кредитом, а также снижение значимости рейтингов и повышение роли поручительства институтов развития.

**Марина Кареева, директор по собственным привлечениям с рынков капитала, Промсвязьбанк:**

– Я вижу следующие главные тренды: ожидание рынком первых сделок по программе ИЦБ АИЖК, влияние на эмитентов Федерального закона 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации», необходимость в государственной поддержке рынка ипотечных и неипотечных ценных бумаг и стимулировании развития базы институциональных инвесторов.

**Сергей Кадук, директор департамента секьюритизации, ИК «РЕГИОН»:**

– Во-первых, я надеюсь увидеть секьюритизации, связанные с компаниями небанковской сферы. Секьюритизируемыми активами могут стать выплаты по концессионным соглашениям, факторинг, энергосервисные контракты и так далее.

Во-вторых, я ожидаю нормализации регулирования ЦБ для сделок секьюритизации, внедрения Базеля III в полной мере, а именно отказа от запретительного веса в 1250% для младших траншей, когда держателем этого транша остается банк-оригинатор. Понимание регулятором того факта, что банк-оригинатор в случае покупки на себя всех траншей в секьюритизации не должен ухудшать свое положение по резервам, позволит вернуть в рынок выпуски, в которых оригинаторами являются кредитные организации.

В-третьих, мы можем рассчитывать на появление выпусков банков-оригинаторов, ранее не выходивших на рынок.

**Ольга Гехт, вице-президент — старший кредитный эксперт, группа структурированного финансирования, Moody's Investors Service:**

– Мы ожидаем появления новых сделок секьюритизации неипотечных кредитов (МСП, автокредиты и другие), выхода новых игроков на рынок ИЦБ благодаря программе АИЖК «Фабрика ИЦБ», а также продолжения выпуска классических ИЦБ опытными игроками, такими как Абсолют Банк, банк «ФК Открытие», банк «Возрождение». Объемы выпуска ИЦБ будут не ниже уровня 2016 года.

## – Рынок секьюритизации во многом зависит от наличия и качества инвесторской базы. Как в 2017 году на рынке ИЦБ распределятся доли потенциальных инвесторов в лице инвестфондов, НПФ, ПФР, АИЖК, а также самих оригинаторов?

**Олег Корнилов, исполнительный директор по рынкам долгового капитала, управление инвестиционно-банковских операций, Райффайзенбанк:**

– В первую очередь ИЦБ будут интересны пенсионным фондам и банкам. Последним — за счет сниженной нагрузки на капитал в случае покупки облигаций с поручительством АИЖК. У таких облигаций будет сопоставимый профиль риска, а доходность выше, чем у ОФЗ. Ожидаются также налоговые послабления в части налога на доходы по облигациям для физлиц.

**Павел Васильев:**

– Более 90% инвесторской базы придется на НПФ и банки из топ-10.

**Сергей Кадук:**

– Львиная доля останется у НПФ, имеющих длинные горизонты инвестирования. Без решения проблемы с ликвидностью

рынка ИЦБ ожидать массовых покупок ИЦБ со стороны банков или иных инвесторов не приходится.

**Марина Кареева:**

– Мы предполагаем, что более 50% аппетита инвесторов придется на НПФ и АИЖК, в меньшей степени размещения поддержат банки-оригинаторы и фининституты.

**Ольга Гехт:**

– Вероятно, на первом месте все еще будут находиться госструктуры (АИЖК, МСП Банк), далее управляющие компании (такие как ТФГ), а затем межбанковский рынок (покупка банками «чужих» ИЦБ).

**Денис Скрипкин:**

– Начиная с 2011 года мы видели постепенное формирование инвесторской базы в ипотечные облигации среди частных инвесторов. Безусловно, в первых сделках большую поддержку оказали государственные институциональные инвесторы — ВЭБ и АИЖК. Программы АИЖК по выкупу ИЦБ стали одним из основных факторов развития рынка ипотечных бумаг и помогли привлечь в этот сектор новых оригинаторов и инвесторов. В конце 2013 – начале 2014 года уровень развития инвесторской базы позволял размещать достаточно крупные объемы — 5–10 млрд руб. — исключительно в рынок, не прибегая к поддержке госструктур. К сожалению, в 2015 году многие инвесторы в структурные продукты или полностью закрыли лимиты, или кардинально уменьшили вложения в этот класс инструментов, поэтому в короткой перспективе большого ажиотажа со стороны покупателей ожидать не приходится. С большей уверенностью можно прогнозировать лишь наличие спроса на ИЦБ в рамках проекта «Фабрика ИЦБ» при условии некоторой «настройки» программы под потребности инвесторов.

## – Каков ваш прогноз по объему и количеству сделок секьюритизации ипотечных и неипотечных активов на 2017 год?

**Марина Кареева:**

– Мы ожидаем, что в текущем году объемы и количество размещений не превысят уровни 2016 года: не более двух сделок с неипотечными активами и от пяти до десяти выпусков ИЦБ.

**Павел Васильев:**

– Наш прогноз по объему рынка — более 160 млрд руб. при отсутствии экономических шоков и сбалансированном введении (или уточнении) правил Базеля III для банковского сектора.

**Ольга Гехт:**

– Мы ожидаем в текущем году как минимум пять выпусков ИЦБ и один-два выпуска секьюритизации неипотечных кредитов. Это сделки, которым мы планируем присвоить рейтинг.

**Олег Корнилов:**

– В целом тенденция положительная. С появлением альтернативных механизмов, разработанных методологий и новых классов инвесторов рынок будет жить и развиваться.

Для поддержания конкурентной среды на рынке необходимо развивать секьюритизацию неипотечных классов активов, таких как автокредиты, кредиты малому и среднему предпринимательству, опираясь на опыт сделок Кредит Европа Банка, МСП Банка.

С запуском программы АИЖК «Фабрика ИЦБ» количество сделок возрастет. Уже известно о намерении таких крупных банков, как Сбербанк, ВТБ, БИНБАНК и банк «ФК Открытие», принять участие в реализации программы «Фабрика ИЦБ».

С запуском «Фабрики ИЦБ» объем рынка ипотечной секьюритизации может удвоиться и составить не менее 100–150 млрд руб.

**Денис Скрипкин:**

– Принимая во внимание ситуацию на рынке, вряд ли мы увидим в 2017 году взрывной рост выпусков секьюритизационных бумаг. Скорее всего, в сегменте ипотечных облигаций будет доминировать (по крайней мере, по объемным показателям) «Фабрика ИЦБ». Суммарный номинал выпусков можно прогнозировать на уровне около 100 млрд руб. Вполне вероятно, мы увидим и сделки с неипотечными активами (такими как кредиты МСБ, лизинг и коммерческая недвижимость), структурированные под конкретного инвестора или группу инвесторов (клубные сделки).

**Сергей Кадук:**

– «Фабрика ИЦБ» АИЖК сможет показать объем более 50 млрд руб., на выпуск облигаций через ипотечных агентов придется порядка 30–50 млрд руб., на неипотечные сделки — около 30 млрд руб., балансовые секьюритизации дадут еще порядка 20 млрд руб.

## – Как вы оцениваете перспективы запуска «Фабрики ИЦБ» для российского рынка? Какие последствия может иметь появление этого инструмента для российского рынка секьюритизации?

**Павел Васильев:**

– Перспективы хорошие: повышение доступности рыночного фондирования для средних и небольших банков, занимающихся ипотекой, стандартизация сделок, появление на рынке маркет-мейкеров по ипотечным бумагам, выпущенным в рамках «Фабрики ИЦБ».

**Марина Кареева:**

– «Фабрика ИЦБ» АИЖК открывает новые возможности размещения бумаг для банков-оригинаторов: вариант снижения нагрузки на капитал, более сжатые сроки размещения, сокращение расходов на сделку. Первые «фабричные» сделки позволят банкам-оригинаторам разобраться с новым видом структурных бумаг и дадут возможность привлекать долгосрочные финансовые ресурсы на цели ипотечного кредитования.

**Денис Скрипкин:**

– Появление новых инструментов всегда позитивно сказывается на состоянии рынка, и «Фабрика ИЦБ» в данном случае не исключение. Продукт пока не совсем стандартный для российского рынка, требует от участников всестороннего изучения и анализа. По результатам первых сделок будет проведена «тонкая настройка» инструмента для более полного учета интересов не только банков-оригинаторов, но и инвесторов. Команда АИЖК проделала большую работу как в части согласования данного проекта с участниками рынка, так и в части обеспечения благоприятного регулирования для облигаций «Фабрики». Хочется пожелать АИЖК успехов в дальнейшем продвижении проекта на рынке.

**Ольга Гехт:**

– Эта программа позволит выйти на рынок новым игрокам, в первую очередь это касается небольших банков, у которых размер портфеля недостаточен для классической структуры ИЦБ. Но важно учитывать и наличие инвесторов (особенно частных) для таких бумаг, а также достаточность ресурсов у АИЖК для того, чтобы выступать как инвестором, так и поручителем по секьюритизируемым портфелям. Ограничивающим фактором может быть и рейтинг, запрашиваемый инвесторами. На данный момент рейтинг старших траншей классических ИЦБ за счет субординации и других структурных механизмов может достигать уровня на одну ступень выше по сравнению с рейтингом АИЖК.

**Олег Корнилов:**

– Произойдет монополизация рынка ИЦБ, АИЖК будет на нем доминировать. Существенно изменится текущая инфра-

структура рынка ипотечной секьюритизации, поскольку в рамках «Фабрики ИЦБ» АИЖК будет выполнять функционал практически всех участников сделки, а именно: организатора, юридического и налогового консультантов, управляющей и бухгалтерской компаний, аудитора портфеля, расчетного агента.

В то же время «Фабрика ИЦБ» предполагает повышение инвестиционной привлекательности ИЦБ, расширение базы инвесторов, сокращение рисков за счет поручительства и снижения коэффициентов риска до 20%.

**Сергей Кадук:**

– Из доступных презентаций по «Фабрике ИЦБ» АИЖК мы знаем, что:

• 100 рублей портфеля закладных «переворачиваются» в 100 рублей однотраншевых облигаций.

• Облигация обеспечена поручительством АИЖК.

• Облигации «Фабрики» с поручительством АИЖК по Инструкции ЦБ РФ №139-И взвешиваются с коэффициентом 20%.

• После выдачи поручительства банк получает облигацию на свой баланс и продает ее самостоятельно на вторичке.

Из этих фактов можно сделать следующие выводы:

1. Облигация «Фабрики» будет иметь плавающий купон, равный процентному доходу по портфелю за вычетом расходов на содержание «Фабрики», поручительство и так далее.

2. Бумага длинная, с дюрацией, равной дюрации портфеля, то есть больше пяти лет.

3. Покупка банками облигаций, включая свои собственные секьюритизации с поручительством агентства, будет ограничена нормативом Н6 на одного заемщика или поручителя. То есть объем ипотечного кредитования к рефинансированию через «Фабрику ИЦБ» для конкретного банка ограничен 125% капитала. То же ограничение относится и к банку-инвестору, причем обычные облигации АИЖК будут конкурировать с «Фабрикой ИЦБ» в рамках одного Н6.

4. Для НПФ инвестирование в облигации с плавающим купоном, если он не привязан к рыночному индексу или инфляции, ограничено 10% от активов. Кредитный лимит на облигации АИЖК и на «Фабрику» будет общий, то есть будет происходить каннибализация.

5. Спрос инвесторов на ИЦБ исторически очень ограничен. Стандартная дюрация ИЦБ старших траншей составляет два-три года. Спрос на более длинные бумаги очень скромный, поэтому для рыночных размещений «фабричных» облигаций потребуется оферта от ипотечного агента, ограничивающая срок инвестиции двумя-четырьмя годами. Что будет происходить с закладными после оферты — их выкупит обратно банк-оригинатор? Отражена ли эта ситуация в договорах купли-продажи закладных, используемых «Фабрикой»?

6. Сложности с рыночным размещением делают «Фабрику ИЦБ» востребованной только с целями регулятивного арбитража по нормативу Н1.х. в максимально возможном объеме 125% капитала банка.

7. «Фабрика ИЦБ» не решает задачу унификации ИЦБ для развития ликвидности продукта. Использование субординирования, младших траншей позволяло выпускать гораздо более унифицированную бумагу, чем предлагает «Фабрика ИЦБ». За счет перепокрытия стандартные ИЦБ погашались быстрее, и эффекты отличительных характеристик, присущих портфелю конкретного банка, нивелировались.

В случае с «Фабрикой ИЦБ» это не так. Очевидно, что портфель банка, работающего, например, в Москве отличается от портфеля банка, работающего в Сибири или на Дальнем Востоке. Инвестору требуется анализировать и моделировать поведение конкретного ипотечного покрытия для оценки дюрации бумаги, графика возможных погашений, купона. Сомневаюсь, что инвесторы будут готовы этим заниматься, имея альтернативы в обычных plain vanilla бондах.

Главная проблема рынка ИЦБ заключается в низкой ликвидности, отсутствии спроса со стороны банков при наличии более доходных вариантов инвестирования. Проблемы рынка ИЦБ нужно решать через создание маркет-мейкера, последнего провайдера ликвидности в ИЦБ. АИЖК могло бы выступать в этой роли, имея соответствующие гарантии от государства.

Для успеха проекта «Фабрика ИЦБ» среди рыночных инвесторов необходима будет полная информация по методологии оценки портфелей АИЖК, прайсингу поручительства, а также детальная информация по историческому поведению каждого портфеля. АИЖК должно доказать рынку, что однотраншевые бумаги без субординации так же безопасны, как и обращающиеся сейчас ИЦБ с субординацией 15–25%. В противном случае «Фабрика ИЦБ» будет востребована банками-оригинаторами только для нормативного арбитража.

## – Будут ли конкурировать между собой организаторы выпусков ИЦБ — АИЖК в рамках «Фабрики ИЦБ» и инвестбанки? Есть ли у вас опасения, что рынок будет монополизирован госкомпанией?

**Марина Кареева:**

– У нас нет опасений на этот счет, в любом случае указанные стороны предложат конкурентные условия для рынка.

**Павел Васильев:**

– АИЖК будет стремиться к сокращению сроков подготовки сделок и удешевлению выпусков для банков за счет использования своей инфраструктуры, что неизбежно повлечет за собой снижение роли инвестбанков как организаторов выпусков. Однако инвестбанки сохранят свои функции при размещении выпусков и поддержке бумаг на вторичном рынке, а также в аналитической поддержке.

**Олег Корнилов:**

– Те банки, которые еще не приняли решение участвовать в «Фабрике ИЦБ» и в планах которых есть секьюритизация ипотечных активов, еще будут пытаться закрывать в 2017 году рыночные сделки. Но в дальнейшем подавляющее число сделок будет проходить в рамках «Фабрики ИЦБ» АИЖК. В то же время необходимость продажи ИЦБ в рынок не исчезнет, и здесь опыт инвестбанкиров будет задействован в полном объеме.

**Денис Скрипкин:**

– Безусловно, конкурировать придется. Мы уже много лет конкурируем и сотрудничаем с агентством, каких-либо опасений по этому поводу не возникает. Любая конкуренция благотворно влияет на рынок и является положительным фактором как для клиентов-оригинаторов, так и для самих организаторов. Одновременно и сильной, и слабой стороной «Фабрики ИЦБ» является желание АИЖК стандартизировать продукт, тогда как особенностью сделок структурного финансирования всегда была индивидуальность и возможность адаптации под конкретного оригинатора или инвестора. Если сравнивать с банковской розницей, АИЖК предлагает «коробочный» продукт, а инвестбанки — private banking, так что рынка хватит на всех.

**Ольга Гехт:**

– В качестве ответа на этот вопрос можно привести пример американского рынка, где так называемые Agency RMBS (которые могут служить аналогом российской «Фабрики ИЦБ») существуют вместе с классическими RMBS-сделками. И эти разные типы сделок друг другу не мешают Две структуры не конкурируют друг с другом в основном потому, что инвесторские базы у них разные, и они представляют собой разные источники кредитного риска для инвесторов. Основным кредитным риском Agency RMBS является кредитоспособность соответствующего агентства. Кредитный риск облигаций, выпущенных сделкой классического RMBS, — это риск, связанный с кредитным качеством портфеля, он смягчается с помощью субординации и других механизмов поддержки кредитного качества облигаций, которые могут отсутствовать в сделках Agency RMBS.

## – Назовите главные факторы повышения инвестиционной привлекательности ИЦБ на российском рынке.

**Павел Васильев:**

– Надежность, доходность выше ОФЗ, сроки обращения более пяти лет, управление процентным риском для инвесторов, возможность использования ИЦБ для ломбардного кредитования.

**Сергей Кадук:**

– Рынку требуется провайдер ликвидности, маркет-мейкер.

**Денис Скрипкин:**

– Во-первых, доходность ИЦБ ограничена процентными ставками по ипотечному покрытию, так что в условиях высоких процентных ставок, которые до недавнего времени наблюдались на облигационном рынке, данный инструмент не являлся привлекательным даже для самого приверженного покупателя. Во-вторых, необходимо «образование» инвесторов. Как уже говорилось выше, ипотечная бумага — достаточно сложный инструмент, и чтобы эффективно управлять рисками, инвестор в ИЦБ должен сначала инвестировать в создание у себя соответствующей инфраструктуры для анализа. Эта необходимость в первую очередь отпугивает потенциальных покупателей и может быть нивелирована только дополнительной доходностью, компенсирующей неопределенности, связанные с подобного рода инвестициями.

**Марина Кареева:**

– Нужна ликвидность, прозрачная структура выпуска, привлекательная доходность.

**Олег Корнилов:**

– Необходимо снижение нормативов нагрузки на капитал, включение ИЦБ с инвестиционным рейтингом и/или поручительством АИЖК в норматив для расчета ликвидности банков. То есть нужно выровнять условия для ИЦБ в части нормативного регулирования с теми же корпоративными облигациями и муниципальными/субфедеральными бондами.

**Ольга Гехт:**

– Основным фактором повышения инвестиционной привлекательности ИЦБ на российском рынке является улучшение понимания этих инструментов со стороны инвесторов, а также разработка необходимых инструментов, которые позволили бы инвесторам моделировать и оценивать кредитные и рыночные риски в этих сделках. Оригинаторы и организаторы сделок играют в этом процессе важную роль, а мы как рейтинговое агентство стараемся предоставить инвесторам как можно больше информации с помощью наших отчетов, докладов на конференциях, а также непосредственных встреч.

## – Есть ли шансы на появление сделок многотраншевой секьюритизации в условиях текущего регулирования ИЦБ?

**Сергей Кадук:**

– Конечно, есть. Более того, мы рассчитываем, что регулятор внедрит подходы Базеля в отношении простой, прозрачной, сопоставимой секьюритизации, что позволит «реабилитировать» младшие транши.

**Ольга Гехт:**

– Да, это не исключено. Схожее регулирование уже несколько лет существует на западных рынках, тем не менее там выпускаются многотраншевые сделки. Есть механизмы снижения нагрузки на капитал, применимые к многотраншевой секьюритизации. Например, в некоторых сделках на западных рынках младший транш размещался у инвестора, который не являлся банком, то есть он не регулировался положениями Базеля. Кроме того, размер самого младшего транша может быть уменьшен за счет введения в структуру мезонинных траншей. Также в некоторых сделках продолжи-

тельность жизни младшего транша была сокращена с помощью введения ускоренных механизмов амортизации этого транша.

**Павел Васильев:**

– Скорее — нет. Введенный ЦБ коэффициент взвешивания для младшего транша в размере 1250% существенно снижает, если не исключает интерес оригинаторов к многотраншевой секьюритизации.

**Олег Корнилов:**

– Учитывая тот факт, что ЦБ РФ принял решение о внедрении международных стандартов банковского регулирования (Базель III), есть все основания предполагать, что риск-вес для младших траншей сохранится на уровне 1250%, это делает многотраншевую секьюритизацию нецелесообразной для оригинаторов.

**Денис Скрипкин:**

– Если мы обратимся к европейскому опыту последних десяти лет, то увидим, что сразу после кризиса 2008–2009 годов европейское регулирование секьюритизационных сделок было фактически запретительным. Европейским чиновникам потребовалось около пяти лет на то, чтобы разобраться в вопросе и сделать регулирование более-менее адекватным рискам, присущим секьюритизационным сделкам. Тем не менее рынок не умер, и, несмотря на многократное падение объемов по сравнению с серединой 2000-х годов, интерес оригинаторов и инвесторов к подобному инструментарию не пропадал. Мы надеемся, что наш регулятор также будет следовать европейским тенденциям и изменит свое консервативное отношение к секьюритизации в лучшую сторону.

Многотраншевая секьюритизация — зарекомендовавший себя универсальный инструмент, позволяющий гибко решать широкий круг задач: привлекать фондирование у специфического класса инвесторов, перераспределять риск, регулировать балансовые показатели. При правильном структурировании многотраншевые сделки также могут быть вполне эффективными и в рамках текущего регулирования.

## – Каковы перспективы мультиоригинаторных сделок?

**Павел Васильев:**

– Маловероятно, что такие сделки будут, прежде всего, в силу разнородности требований у оригинаторов и неурегулированности вопросов, связанных с приоритетностью (для разных оригинаторов) доступа к обеспечению (в виде поручительства АИЖК) в случае дефолтов по активам.

**Сергей Кадук:**

– Выпуски «Фабрики ИЦБ» имеют все основания быть мультиоригинаторными.

**Марина Кареева:**

– Такого рода структуры непросты с точки зрения учета, разделения рисков и консолидации по МСФО, но надеемся на появление дебютных сделок.

**Олег Корнилов:**

– Мультиоригинаторная платформа — это продукт, созданный АИЖК с целью предоставить мелким банкам-оригинаторам или компаниям с небольшими портфелями активов возможности участия в сделках секьюритизации. Мультиоригинаторная платформа также предусматривала: 1) снижение затрат на реализацию таких сделок (так как сделки реализовывались по более-менее типовой документации, они не требовали привлечения юридических и налоговых консультантов); 2) возможность участия АИЖК в таких сделках в качестве одного из оригинаторов (что позволяло в случае необходимости накопить портфель до требуемого уровня; 3) выкуп облигаций.

В настоящее время АИЖК таких сделок не проводит. Реализация мультиоригинаторных сделок вне специальных программ представляется маловероятной. Крупные банки-оригинаторы не заинтересованы в подобного рода сделках, так как одним из их условий является необходимость принятия риска по портфелю другого банка-оригинатора, который входит в сделку. Мелким банкам и компаниям такие сделки сейчас недоступны из-за отсутствия на рынке координатора (которым изначально было АИЖК) и программ по выкупу таких бумаг.

**Ольга Гехт:**

– Мультиоригинаторная сделка — это удобный способ выхода на рынок секьюритизации для небольших банков. Основная сложность в такого рода сделках — как распределить денежные поступления от разных портфелей между облигациями и как, например, потери в портфеле одного оригинатора могут быть компенсированы поступлениями от портфеля другого. Но эти вопросы могут быть решены в структуре сделки, правда, это может сделать ее более сложной как для участников сделки, так и для инвесторов. Однако такие проекты могут быть полезны для оригинаторов, у которых нет достаточно большого портфеля для независимой секьюритизации. Подобные сделки также периодически появляются на западных рынках, где существует сегментация банковского сектора, например в Испании и Италии.

**Денис Скрипкин:**

– Любая секьюритизационная сделка, особенно первая — это вызов для оригинатора, которому приходится преодолевать целый ряд сложностей. В мультиоригинаторной сделке эти сложности возрастают, при этом экономическая целесообразность таких сделок не совсем очевидна. Вряд ли мы увидим крупные рыночные мультиоригинаторные сделки. Возможные исключения — это сделки банков, входящих в одну группу (максимально приближенные к обычным монооригинаторным), либо «нишевые», клубные сделки.

## – Как будет развиваться рынок секьюритизации неипотечных активов в ближайшие годы: какие классы активов вы считаете наиболее перспективными, а какие — нет?

**Сергей Кадук:**

– Любой финансовый поток можно секьюритизировать. Перспективными являются активы, обладающие достаточной маржой, которая позволяет давать премию инвестору в старший транш. Вторым по значимости фактором является качество контроля и обслуживания заложенного актива после передачи его СФО, особенно в револьверных структурах.

**Марина Кареева:**

– После того как наш банк реализовал первую сделку по секьюритизации МСБ-кредитов среди рыночных инвесторов, мы считаем, что у этого инструмента есть хорошие перспективы, при условии, что будет произведена некоторая адаптация законодательного регулирования и реализованы меры поддержки через институты развития.

**Павел Васильев:**

– На мой взгляд, наибольшие перспективы есть у лизинга и МСБ. Менее перспективны для секьюритизации проектное финансирование, кредитные карты, иные активы. Возможен интерес к секьюритизации просроченной задолженности.

**Денис Скрипкин:**

– Все будет зависеть от динамики базовых активов. Скорее всего, мы увидим сделки по секьюритизации кредитов малому и среднему бизнесу. При хорошей конъюнктуре возможно появление облигаций, обеспеченных автокредитами, потребительскими кредитами и кредитными картами. Также многообещающе выглядят сегменты коммерческой недвижимости, лизинга, прежде всего автомобилей. В отличие от ипотеки подобные активы в большинстве своем короткие, что побуждает структурировать сделки с револьверным периодом, а это, в свою очередь, создает дополнительные риски. Но все будет определять общая экономическая ситуация: если не будет достаточного объема активов, не будет и сделок.

**Олег Корнилов:**

– Рынок секьюритизации неипотечных активов будет развиваться, подтверждением этому может служить высокий интерес банков-оригинаторов к такого рода сделкам, а также огромные объемы неипотечных активов, скопившиеся на балансах банков и пригодные к секьюритизации.

Наиболее перспективными, на наш взгляд, являются автокредиты, кредиты малому и среднему предпринимательству, потребительские кредиты.

**Ольга Гехт:**

– С введением поправок в российское законодательство с 2014 года возможна секьюритизация практически любых активов. Уже были выпущены сделки секьюритизации автокредитов и кредитов МСП. Не исключено появление отечественных сделок с потребкредитами. Что касается перспектив, то здесь все зависит от спроса со стороны инвесторов, а также от того, какие активы находятся на балансах банков и каковы их потребности в фондировании. Если, например, выдача потребкредитов и автокредитов замедлится в результате замедления экономики, то перспективы секьюритизации таких активов также уменьшатся. С другой стороны, усилия МСП Банка по развитию кредитования МСП могут привести к увеличению количества сделок секьюритизации кредитов МСП.

## – Почему рынок секьюритизации неипотечных активов в России недостаточно развит? Как можно изменить эту ситуацию? Что мешает организовать на российском рынке, скажем, сделку по секьюритизации налоговых платежей или платежей ЖКХ?

**Марина Кареева:**

– Закон о секьюритизации относительно недавно вступил в силу, рынок уже видел несколько размещений в рамках нового законодательства. В целях стимулирования рынка, например, МСП-секьюритизации (по аналогии с мерами поддержки ипотечной секьюритизации), необходимо расширение роли институтов развития.

Для организации сделок с экзотическими для российского рынка активами необходимо понимание экономической эффективности сделки, наличие приемлемых портфелей у оригинаторов, методик у рейтинговых агентств и потенциальных инвесторов в бумаги.

**Сергей Кадук:**

– Существуют проблемы с возможностью уступки права требования в пользу СФО. Например, права требования по контрактам, полученным по результатам торгов, нельзя уступить третьему лицу (ст. 448 ГК РФ). Это нонсенс, конечно. Непонятно, почему исполнитель не может приказать заказчику заплатить за выполненную исполнителем работу третьему лицу, если качество исполненной работы не вызывает нареканий. Но такая норма есть в ГК и мешает секьюритизации.

**Олег Корнилов:**

– Формально никаких преград для секьюритизации налоговых платежей или платежей ЖКХ нет, однако, на наш взгляд, ключевым вопросом при секьюритизации указанных платежей должен стать вопрос поиска инвесторов в такие бумаги (если они не будут выпускаться в рамках какой-то программы), так как по своей структуре такие инструменты будут более сложными, в отличие, скажем, от ИЦБ, и непонятными для немногочисленного круга инвесторов, которые готовы инвестировать в облигации с залоговым обеспечением.

Дополнительными сложностями при секьюритизации налоговых платежей или платежей ЖКХ могут стать, например, сбор статистических данных для анализа этих активов, оценка стабильности и предсказуемости денежного потока и так далее.

**Ольга Гехт:**

– Первый вопрос связан с наличием инвесторов, которые понимают, как работает этот инструмент, и способны оценить связанные с ним риски. Как видно на примере ИЦБ и недавней сделки секьюритизации кредитов МСП, на начальном этапе развитию рынка помогает поддержка госструктур. Большую роль в развитии рынка ИЦБ сыграли программы господдержки. Сегодня на рынке обращается достаточно много выпусков ИЦБ от разных оригинаторов, на рынок выходят частные инвесторы, у которых есть опыт анализа рисков, связанных с этим инструментом. Для рынка кредитов МСП также важна работа МСП Банка, который выступил якорным инвестором в пер-

вой сделке секьюритизации кредитов МСП. Чем больше новых облигаций МСП будет выпущено, тем более привычным станет этот инструмент для рынка и тем вероятнее произойдет рост спроса на него со стороны частных инвесторов.

Что касается сделок по секьюритизации других активов, например налоговых платежей или платежей ЖКХ, то все опять упирается в желание банков эти активы секьюритизировать и в наличие спроса со стороны инвесторов. Инвесторам важно понимать характеристики секьюритизированных активов и структуры сделок, а также кредитные риски, связанные с ними, для чего очень важна информационная работа, которую могут проводить банки-оригинаторы, а также другие эксперты на рынке секьюритизации.

Стоит также отметить, что с 2014 года, когда вступил в силу закон о секьюритизации широкого класса активов, произошло снижение темпов развития российской экономики. Это замедлило и рост рынка кредитования, и развитие рынка секьюритизации. По мере того, как экономическая ситуация в России будет улучшаться (мы предполагаем, что это произойдет уже в 2017 году), может ускориться развитие рынка секьюритизации и увеличиться разнообразие секьюритизированных активов.

**Денис Скрикин:**

– Сделки секьюритизации — не только сложные в реализации и анализе, но и дорогие для оригинатора, кроме того, они требуют наличия значительного объема активов для переупаковки. Поэтому банки-оригинаторы тщательно анализируют экономическую эффективность инструмента и сравнивают его с альтернативными источниками привлечения, например необеспеченными облигациями. Пока в других секторах, кроме ипотеки, ситуация была не в пользу структурных инструментов. Наряду с привлечением фондирования ипотечные облигации позволяли решить еще ряд задач, например таких как снятие процентного риска и выход на отдельную специализированную группу инвесторов. В случае секьюритизации других видов активов эти выгоды не столь очевидны. Кроме того, такие сделки инвесторам сложнее анализировать, поэтому покупателям нужна дополнительная премия, которую оригинаторы платить зачастую не готовы. В настоящее время российское законодательство позволяет использовать широкий круг активов для секьюритизации. Безусловно, при практической реализации сделки появятся определенные «подводные камни», но можно с уверенностью сказать, что для традиционных классов активов непреодолимых препятствий при секьюритизации нет. Все упирается в экономику: как только максимальная ставка, по которой готовы размещаться оригинаторы, совпадет с минимальной ставкой, под которую готовы вкладываться инвесторы, рынок заработает.

**Павел Васильев:**

– Для развития секьюритизации МСП и лизинга необходимо совершенствование инструментов поручительства, упрощение инфраструктуры, ускорение и снижение накладных расходов, связанных с секьюритизацией. Немаловажную роль будет играть выравнивание условий по регулированию ценных бумаг, обеспеченных залогом неипотечных активов, с ипотечными ЦБ в рамках полномочий Банка России.

## – Есть ли будущее у рынка CMBS в России?

**Олег Корнилов:**

– Как и другие инструменты с залоговым обеспечением, секьюритизация коммерческой недвижимости позволяет оригинатору привлекать финансирование по низким ставкам, в то время как инвесторы получают финансовый актив с надежным обеспечением.

Секьюритизация коммерческой недвижимости, как и сделки с другими классами активов, включает в себя множество аспектов. Для таких сделок характерна, например, низкая диверсификация портфеля активов (в портфеле, как правило, присутствуют несколько крупных заемщиков), что делает риски, связанные с единичным дефолтом заемщика, более высокими, чем при секьюритизации жилой недвижимости.

**Денис Скрипкин:**

– В Европе и США этот сегмент рынка — один из самых крупных, так что, безусловно, перспективы у сектора CMBS есть, тем более что на российском рынке уже были подобные сделки. Если будет спрос на фондирование коммерческой недвижимости и при этом традиционное банковское кредитование таких объектов окажется менее привлекательным, чем размещение CMBS, мы увидим значительную активность в этом сегменте.

**Ольга Гехт:**

– Сделки CMBS в России возможны. Но важно заметить, что по сравнению с секьюритизацией других активов анализ сделок секьюритизации кредитов, обеспеченных коммерческой недвижимостью, имеет свои индивидуальные сложности. Например, портфели CMBS обычно характеризуются высокой концентрацией: в то время как в типичной сделке ИЦБ секьюритизируются несколько тысяч кредитов, портфель CMBS может состоять из единичных кредитов. Таким образом, дефолт одного кредита в сделке CMBS может иметь очень серьезные последствия для всей трансакции. Кроме того, характер коммерческих объектов в портфеле CMBS может быть принципиально разным. Так, структура рисков и факторов, влияющих на риски, при секьюритизации кредита, обеспеченного гостиницей, существенно отличается от рисков, связанных с офисным зданием. Сектор экономики, в котором задействована коммерческая недвижимость, а также юридические вопросы, связанные с ее реализацией, также нуждаются в детальном изучении. В результате анализ сделки CMBS представляет собой довольно сложный и длительный процесс и существенно отличается от анализа сделки с более гранулярным портфелем, таким как жилищная ипотека или секьюритизация кредитов МСП.

## – Каких новаций, инструментов не хватает, на ваш взгляд, российскому рынку секьюритизации?

**Павел Васильев:**

– Необходимо устранить несистемный подход к введению стандартов Базеля III в отношении российских банковских институтов, в частности снизить требования к капиталу по многотраншевым бумагам. Нужна реализация государственных программ поручительств по облигациям. Кроме того, важно наделить институты развития иных форм секьюритизации (лизинг, кредиты МСП и пр.) функциями, аналогичными функциям АИЖК для ипотечных бумаг, и выровнять условия для неипотечных ЦБ с поручительством подобных институтов развития.

**Сергей Кадук:**

– Весь инструментарий есть в наличии. Необходимо разумное использование Базеля III (в первую очередь необходимо убрать коэффициент взвешивания 1250% для банков-оригинаторов) и четкие критерии по включению секьюритизационных выпусков в Ломбардный список ЦБ. Мы также ожидаем решений от регулятора по использованию национальных шкал рейтинговых агентств при инвестировании средств пенсионных накоплений.

**Марина Кареева:**

– Требуется внести в положения Банка России изменения, исключающие увеличение нагрузки на капитал банка в результате сделок секьюритизации, в том числе при переходе на Базель III. Банкам-оригинаторам нужна уверенность, что при переходе на Базель III нагрузка на капитал не будет увеличиваться. Кроме того, необходимо внести дополнения в закон 222-ФЗ, исключив его действие на выпуски облигаций, которые размещены до 13 июля 2017 года (даты вступления закона в силу).

**Олег Корнилов:**

– Одной из новаций на рынке ипотечной секьюритизации, которая способна повысить интерес инвесторов к ИЦБ, мог бы стать механизм револьверного пополнения портфеля, в течение действия

которого инвестор был бы защищен от необходимости искать дополнительные источники рефинансирования из-за нефиксированного графика погашения облигаций с ипотечным покрытием.

Кроме того, российскому рынку не хватает секьюритизации различных видов неипотечных активов, таких как дебиторская задолженность, коммерческая недвижимость и так далее.

**Денис Скрипкин:**

– На рынке достаточно инструментов, позволяющих успешно структурировать и продавать секьюритизационные сделки. Самое главное — это отсутствие потрясений и стабильность, как экономическая, так и регулятивная. Как показывает опыт 2011–2014 годов, понятные правила игры и рост объемов активов в течение двух-трех лет позволяют рынку секьюритизации вырасти в разы как по количественным, так и по качественным показателям.

**Ольга Гехт:**

– В настоящий момент законодательство в России позволяет секьюритизацию любого типа активов, то есть нет ограничений по типу инструментов. Основным сдерживающим фактором для развития рынка является ограниченный спрос со стороны инвесторов и ограниченная инвесторская база. Привлечение на рынок большего числа инвесторов, включая международных инвесторов, само по себе приведет к появлению интересных для них инструментов, например таких как свопы в сделках секьюритизации или многотраншевые секьюритизации.