ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2017

Рынок секьюритизации альтернативных классов активов

SBERBANK CIB

ВАШ НАДЕЖНЫЙ ПАРТНЕР НА РЫНКЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ: ИДЕИ, КОТОРЫЕ РАБОТАЮТ

+7 (495) 258 05 00 www.sberbank-cib.ru

На правах рекламы

Услуги по организации сделки оказывает АО «Сбербанк КИБ», Россия, Москва, 125009, Романов пер., д. 4, стр. 2, www.sberbank-cib.ru, (лицензия №045-06514-100000 на осуществление брокерской деятельности от 08.04.2003, лицензия №045-06518-010000 на осуществление дилерской деятельности от 08.04.2003, лицензия №045-06527-000100 на осуществление депозитарной деятельности от 08.04.2003).
Банковские продукты предоставляет ПАО Сбербанк, Россия, Москва, 117997, ул. Вавилова, д. 19, www.sberbank.ru, (генеральная лицензия на осуществление банковских операций от 11.08.2015. Регистрационный номер — 1481).

Станислав ДАМБРАУСКАС,
вице-президент отдела секьюритизации активов департамента глобальных рынков, Sberbank CIB[1]

Ольга МЕЛЬНИК,
руководитель направления отдела секьюритизации активов департамента глобальных рынков, Sberbank CIB

Неипотечная секьюритизация — потенциал роста российской экономики

За три года действия закона о секьюритизации[2] масштабного развития рынка неипотечной секьюритизации, на которое рассчитывали ранее, не произошло. Закон строился на новых принципах регулирования в сфере секьюритизации: разрешено все, что не запрещено. На этом фоне закон об ипотечных ценных бумагах[3] выглядит намного консервативнее, так как базируется на противоположных принципах. Впервые российское законодательство приблизилось к правовому регулированию сделок секьюритизации на уровне международных стандартов, предоставляя участникам рынка широкие возможности по структурированию сделок секьюритизации с различными видами активов. Но оценить по достоинству новые возможности участники рынка просто не успели.

К моменту выхода подзаконных актов в экономике России наблюдались глобальные процессы, вызванные мировым финансовым кризисом и коррекцией цен на нефть. В довершение всего, в 2016 году Банк России одним из первых в мире внедрил упро-

[1] АО «Сбербанк КИБ», Россия, Москва, 125009, Романов пер., д. 4, стр. 2, www.sberbank-cib.ru (лицензия № 045-06514-100000 на осуществление брокерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06518-010000 на осуществление дилерской деятельности от 08.04.2003, лицензия № 045-06527-000100 на осуществление депозитарной деятельности от 08.04.2003). ПАО Сбербанк, Россия, Москва, 117997, ул. Вавилова, д. 19, www.sberbank.ru (генеральная лицензия на осуществление банковских операций от 11.08.2015. Регистрационный номер 1481).

[2] Федеральный закон от 21.12.2013 № 279-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

[3] Федеральный закон от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

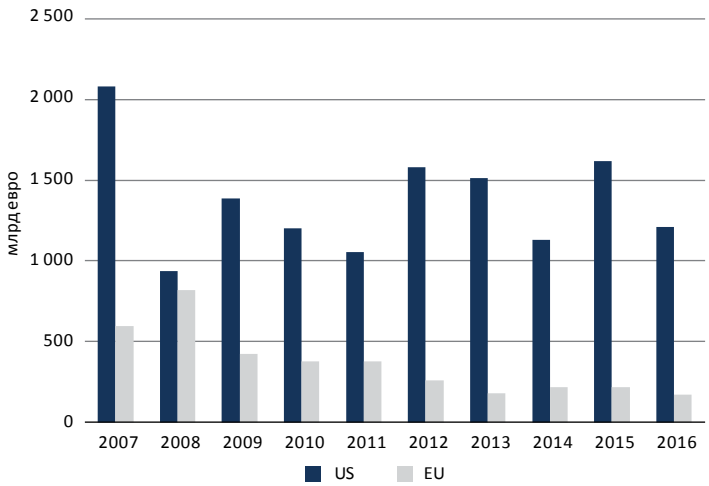


Рисунок 1
Объем секьюритизационных сделок в Европе и США
Источник: Securitization Data Report 2016:Q3/AFME

щенный стандарт оценки кредитного риска в соответствии с рекомендациями Базельского комитета по банковскому надзору. Теперь при расчете нормативов коэффициент риска по старшим траншам облигаций взвешивается в размере 100%, по младшим траншам — 1250%, что несопоставимо с исходным риском актива на балансе до секьюритизации. Как оказалось, алгоритм расчета значения 1250% остался загадкой не только для российских профессиональных участников, но и для европейских коллег.

Казалось бы, все эти усложнения должны были надолго отпугнуть инвесторов от самой идеи инвестирования в обеспеченные облигации и заставить оригинаторов отложить планы по секьюритизации до лучших времен. Однако сделки секьюритизации продолжаются, хотя и не в тех объемах, которые демонстрировал российский рынок в 2014 году. Секьюритизация по-прежнему остается одним из самых удобных способов фондирования долгосрочных кредитных обязательств и проектов, а также передачи и перераспределения рисков среди инвесторов.

Одним из перспективных направлений организации выпуска обеспеченных облигаций на российском рынке является секьюритизация неипотечных активов.

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ

Зарубежный рынок секьюритизации (в первую очередь США и стран ЕС), как и российский, находится в условиях трансформации регуляторных правил. По состоянию на декабрь 2016 года в Европейском парламенте продолжалось обсуждение стандартов упрощенного подхода к оценке секьюритизации Simple, Transparent and Standardised (STS). Европейский парламент планирует применять данный стандарт не только к выпускам европейских участников, но и к сделкам эмитентов вне зоны ЕС. Такое нововведение создает дополнительные возможности для размещения облигаций российских эмитентов среди европейских инвесторов.

В ходе обсуждения вопросов внедрения новых стандартов профессионального сообщества с Экспертным советом по секьюритизации финансовых активов участники столкнулись с нововведениями, которые не вполне обоснованы как с экономической точки зрения, так и с точки зрения целесообразности. Предлагаемые правила STS, очевидно, приводят к удорожанию процесса сопровождения сделок, но при этом, как отмечают все участники, не дают принципиально новых преимуществ по сравнению с действующими правилами раскрытия информации о качестве и рисках обеспеченных бумаг. Ужесточение пруденциального регулирования происходит в условиях отсутствия какого-либо обоснования и расчетов со стороны ЕЦБ, Европейской службы банковского надзора, Европейской комиссии.

По итогам трех кварталов 2016 года объем выпуска облигаций на европейском рынке составил 172.2 млрд евро против 143.6 млрд

евро за аналогичный период 2015 года[1]. Рост объемов секьюритизации на 20% пока не позволяет однозначно говорить о восстановлении рынка, по крайней мере, до завершения перехода на новые стандарты оценки рисков. Совокупный объем непогашенной задолженности обеспечения по облигациям на конец третьего квартала 2016 года в странах ЕС составил 1.2 трлн евро, из них почти 42.6% приходится на неипотечные активы. При этом доля неипотечных сделок выросла на 6% по отношению к ипотечным.

В США объем выпуска обеспеченных облигаций в первом – третьем кварталах 2016 года составил 1.2 трлн евро, что на 4% меньше, чем за аналогичный период 2015 года. Такое снижение находится в диапазоне средних отклонений стабильного тренда объемов секьюритизации активов за последние восемь лет (см. Рисунок 1). Объем непогашенной задолженности обеспеченных бумаг на конец третьего квартала 2016 года составил 8.15 трлн евро, из них почти 20.5% приходится на неипотечные бумаги. В 2016 году объем неипотечных сделок остается на стабильном уровне: 33–44 млрд евро в квартал. Акцент на рынке США сместился в сторону сделок по выпуску ипотечных бумаг, агентских MBS (agency mortgage-backed securities).

Среди неипотечных активов наибольшее распространение в странах ЕС получили сделки ABS (см. Рисунок 2). Доля таких облигаций превышает 37%. Европейские выпуски ABS включают в себя автокредиты, кредитные карты, лизинг, задолженность по кредитным и дебетовым картам и прочим видам активов. Сделки секьюритизации ABS нашли широкое распространение в Италии, Германии, Великобритании, Франции и Испании.

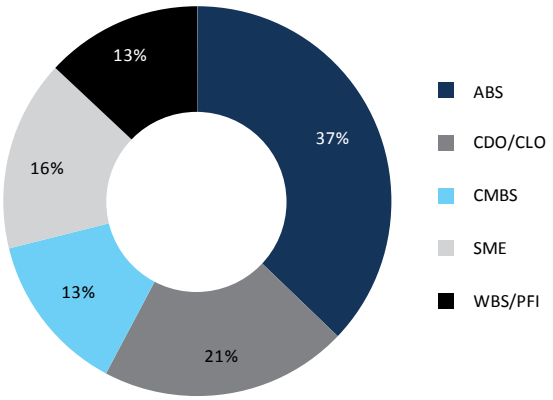
Относительно новым видом в европейской классификации секьюритизационных сделок являются сделки WBS (whole business securitization). В сделках WBS рефинансируются оборотные денежные средства бизнеса, получаемые от всей деятельности компании или наиболее крупного сегмента бизнеса. Широкое распространение такие сделки получили в Великобритании.

[1] Securitization Data Report 2016:Q3 (Отчет о показателях секьюритизации за третий квартал 2016 года). Ассоциация участников финансовых рынков в Европе (AFME), http://www.afme.eu

Рисунок 2.

Доли неипотечных облигаций европейского рынка (остаток непогашенного долга по обеспечению облигаций)

Источник: AFME



Некоторые виды сделок WBS могут быть классифицированы как ABS или CMBS (commercial mortgage-backed securities) в зависимости от категории обеспечения. В результате переквалификации (public finance initiatives, PFI) отдельных сделок с конца 2013 года некоторые ABS-сделки отнесены к WBS-категории.[2]

Крупный объем сделок пришелся на секьюритизацию кредитов малому и среднему бизнесу, выделенную в отдельную категорию секьюритизации — SME (small or medium-sized enterprise). Объем выпусков на конец третьего квартала 2016 года составил более 16% от объема неипотечных сделок, что соответствует остатку ссудной задолженности обеспечения по облигациям (более 84.6 млрд евро). Такие сделки получили распространение в Италии, Бельгии, Испании. Незначительные объемы выпусков зарегистрированы в Великобритании, Германии, Греции, Нидерландах и Португалии. Выделение данного вида сделок в европейской классификации в отдельный класс позволяет реализовывать целевые государственные программы поддержки малого и среднего бизнеса.

В США развитие рынка неипотечной секьюритизации показывает положительную динамику с 2013 года (см. Рисунок 3). Неипотечная секьюритизация представлена

[2] Ассоциация участников финансовых рынков в Европе (AFME), http://www.afme.eu

классическими ABS и CMBS. Облигации ABS в США включают в себя автокредиты, кредитные карты, кредиты, обеспеченные незаложенной частью жилого имущества (home equity), образовательные кредиты, лизинг оборудования, быстровозводимое мобильное жилищное строительство.

Среди перспективных направлений в классе ABS на рынке США активно обсуждаются единичные сделки секьюритизации лизинга и кредитов на приобретение солнечных батарей. Выход такого класса активов на глобальный рынок сформирует новые стимулы развития альтернативных экологически чистых источников энергии. Развитие данного направления осуществляется при поддержке Министерства энергетики США и Национальной лаборатории возобновляемых источников энергии (NREL). С 2013 по 2016 год состоялось семь сделок по выпуску таких облигаций общим объемом $795 млн[1]. В ходе размещения облигаций профинансирована установка солнечных батарей общей мощностью 473 мегаватта.

Важной характеристикой качества бумаг является стабильность рейтинга в ходе переоценки рейтинговыми агентствами.

В 2016 году в США в ходе такого пересмотра по более чем восьми тысячам выпусков рейтинг пересмотрен в сторону повышения, по менее чем трем с половиной тысячам — в сторону понижения. Снижение рейтинга затронуло сделки секьюритизации жилищной ипотеки (RMBS) и коммерческой недвижимости (CMBS). Отношение выпусков облигаций со снижением рейтинга к облигациям с повышением составило 43%. В Европе такой показатель составляет 14%, в основном за счет бумаг RMBS, CMBS и CDO эмитентов Германии и Великобритании.

[1] По данным отчета Массачусетского института технологий «Секьюритизация в сегменте солнечной энергетики: Финансовые инновации в возобновляемой энергетике» за июль 2016 года (Solar Securitization: An Innovation in Renewable Energy Finance», July 2016).

НЕИПОТЕЧНАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В РОССИИ

На фоне развития неипотечной секьюритизации в Европе и США в России этот сегмент рынка по-прежнему остается недооцененным.

В течение 2016 года состоялись отдельные неипотечные сделки секьюритизации, среди которых заметно выделяется дебютный выпуск облигаций, обеспеченных кредитами малому и среднему бизнесу. Размещение прошло с переподпиской, что свидетельствует об интересе инвесторов к данному виду активов.

До 2015 года секьюритизация неипотечных активов в России происходила по зарубежному праву. В 2007 году объем выпуска достиг исторического максимума 54.8 млрд руб. С 2012 года рынок секьюритизации неипотечных активов практически не развивался: в основном это были одиночные сделки, общий объем которых едва превышал 10 млрд руб. в год.

В то же время ипотечная секьюритизация развивалась значительными темпа-

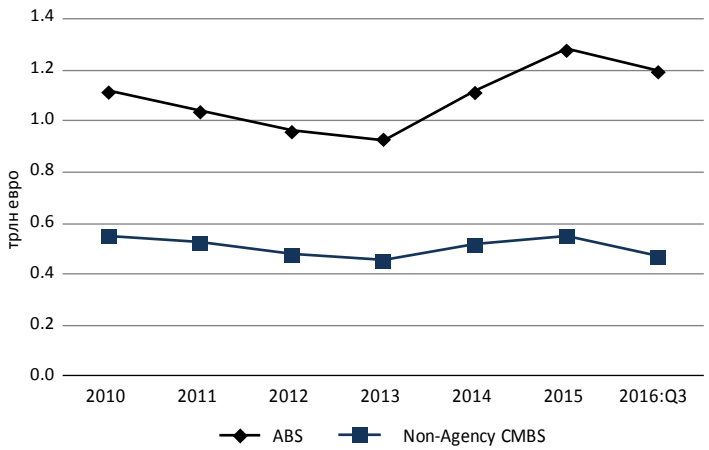


Рисунок 3
Динамика неипотечных облигаций на рынке США (остаток непогашенного долга обеспечения)
Источник: AFME

ми. В 2014 году объем сделок превысил 252 млрд руб. Столь значительный объем сделок достигнут благодаря государственной поддержке. По состоянию на 31 декабря 2014 года в рамках государственной программы[1] Внешэкономбанк приобрел 32 выпуска облигаций с ипотечным покрытием на общую сумму 91.7 млрд руб.

Развитие неипотечной секьюритизации шло без какой-либо поддержки со стороны государства и институтов развития.

Среди наиболее перспективных активов для секьюритизации на российском рынке можно выделить следующие: кредиты малому и среднему бизнесу (МСБ), лизинг и дебиторская задолженность по факторинговым операциям. Эти виды активов имеют значительный объем, достаточный для проведения полноценных сделок секьюритизации, хорошо диверсифицированы по залоговому обеспечению и отраслевым сегментам, по ним накоплена статистика.

КРЕДИТОВАНИЕ МСБ

Рынок кредитования МСБ сокращается на протяжении последних нескольких лет. Совокупный размер портфеля уменьшился с 2013 года почти в два раза — с 8 до 4.8 трлн руб. В значительной мере негативная динамика была обусловлена ростом рисков кредитования в данном сегменте и, как следствие, повышением требований к обеспечению и надежности со стороны крупных банков. Объем кредитования МСБ среди банков топ-30 сократился с 50% в 2014 году до 44% в 2015 году[2]. В то же время доля средних и небольших банков на рынке МСБ увеличилась на 4%.

По данным Банка России, процентные ставки по кредитам субъектам малого и среднего предпринимательства за последние два года непрерывно снижались: с 20% в 2015 году до 12.41% в 2016 году. Такое снижение ставок свидетельствует о росте конкуренции в сегменте кредитования и, как ожидается, смене тренда по объемам кредитования.

По прогнозам агентства «Эксперт РА», в 2017 году объем кредитования МСБ должен вырасти или остаться на уровне 2015 года.

На начало 2016 года просроченная задолженность в портфеле МСБ достигла рекордного уровня (около 14%), что обусловлено в том числе погашением основного портфеля на фоне снижения объема выдач за предыдущие годы, а также общим уровнем дефолтов в 2014–2015 годах.

Скорость восстановления рынка кредитования МСБ будет зависеть от эффективности мер господдержки. Основные проблемы, ограничивающие спрос на рынке, — стоимость заемных ресурсов и необходимость залогового обеспечения.

ФАКТОРИНГ

В отличие от кредитования МСБ, рынок факторинга продемонстрировал восстановление уже в первой половине 2016 года. Объем денежных требований, уступленных факторам за этот период, составил 920 млрд руб., что на 11% больше, чем за аналогичный период 2015 года. Такая быстрая реакция на внешние условия связана в первую очередь с короткими сроками факторинговых операций. Как правило, такие операции редко превышают три месяца, что делает факторинг наиболее гибким к изменению внешних экономических условий.

Российский факторинг занимает хорошие позиции среди стран Европы. По результатам 2015 года Россия заняла 12-е место[3] в Европе по факторинговому обороту. «Эксперт РА» в 2017 году прогнозирует рост объемов рынка в сегменте факторинга.

Ключевой особенностью секьюритизации факторинговых активов является организация револьверного периода по пополнению залогового обеспечения на срок размещения старших траншей облигаций. Структурирование и сопровождение сделки имеет ряд особенностей в части организации взаимодействия участников инфраструктуры сделки, моделирования денежных потоков, в том числе налоговых последствий.

ЛИЗИНГ

В 2016 году объем лизингового бизнеса в России вырос более чем на 17% — примерно до 450 млрд руб.[4] Совокупная стоимость имущества, переданного в лизинг,

[1] Программа инвестиций Внешэкономбанка в проекты строительства доступного жилья и ипотеку в 2010–2013 годах.

[2] По данным «Эксперт РА», http://raexpert.ru.

[3] По данным Международной факторинговой ассоциации (FCI).

[4] По данным «Эксперт РА», http://raexpert.ru

составила более 175 млрд руб. Совокупный портфель лизинга по итогам года достиг более 2.9 трлн руб. Позитивная динамика отмечается во всех ключевых сегментах: автолизинге, лизинге строительной техники и сельскохозяйственного оборудования.

Наметилась тенденция к снижению проблемной задолженности. В 2016 году ее объем составил 10% против 12% в 2015 году, при этом значительная часть изъятого имущества приходится на авиационную технику и железнодорожный транспорт.

Среди основных причин, препятствующих развитию лизинга в России, в ходе опроса лизинговых компаний, проведенного агентством «Эксперт РА», названы: высокие процентные ставки кредитования, нехватка заемных средств, валютная переоценка активов.

Отчасти препятствия для развития лизинга в России могут быть сняты благодаря секьюритизации лизинговых портфелей и организации финансирования лизинга на долговом финансовом рынке.

Ключевые вопросы структурирования сделок секьюритизации лизинга сводятся к налогообложению и объему уступаемых прав требований по лизинговым договорам. Эти вопросы хорошо проработаны с точки зрения юридических и налоговых аспектов и не создают особых препятствий при организации сделок. Однако нужно признать, что секьюритизация требует как от лизинговых, так и от факторинговых компаний значительной перестройки бизнес-процессов.

ВЫВОДЫ

Очевидно, что в реальном секторе российской экономики пока наблюдается дефицит собственных средств для успешной реализации инфраструктурных проектов, проектов модернизации производства, в том числе проектов со сроком окупаемости более трех – пяти лет. Это существенный фактор, который может сдерживать развитие российской экономики.

В России сложился класс инвесторов, готовых инвестировать средства в высоконадежные финансовые инструменты. К числу таких инвесторов можно отнести не только пенсионные фонды и государственные институты развития, но и банки. Однако введение новых норм регулирования и требований к капиталу значительно снижает риск-аппетит таких инвесторов. В результате создается разрыв между спросом и предложением, наблюдается недофинансирование реального сектора экономики.

Секьюритизация по-прежнему остается одним из самых удобных способов фондирования долгосрочных кредитных обязательств и проектов, а также передачи и перераспределения рисков среди инвесторов и оригинаторов. Как и на рынке ипотеки, в секторе кредитования МСБ, лизинга и факторинга требуется поддержка со стороны институциональных участников для развития инструментов секьюритизации, инвестиционных программ и инструментов поручительства.

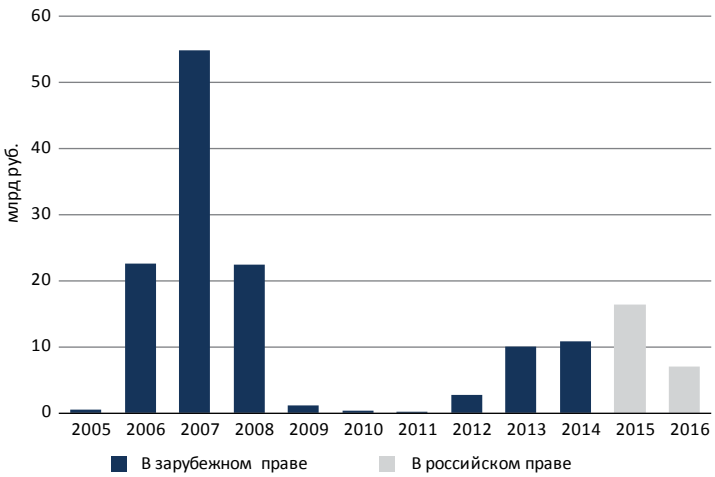


Рисунок 4
Объем рынка неипотечной секьюритизации в России
Источник: Cbonds

Cbonds congress 2017

Наши конференции в 2017 году

VI Cbonds Emerging Markets Bond Conference	6-7 апреля, Лондон
V Форум венчурных инвесторов	20 апреля, Москва
Cbonds School. Курс «Основы рынка облигаций»	21–23 апреля, Москва
Investfunds Forum VIII (конференция институциональных инвесторов)	25-26 мая, Санкт-Петербург
XIV Облигационный конгресс стран СНГ и Балтии	8-9 июня, Лимасол
IX Российский конгресс Private Equity	19 сентября, Москва
VIII конференция «Синдицированное кредитование в России и СНГ»	21 сентября, Москва
VI конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России»	28 сентября, Москва
III круглый стол «Инструменты финансовых рынков для корпоративного казначейства»	19 октября, Москва
VIII Российский M&A Конгресс	30 ноября, Москва
XV Российский облигационный конгресс	7-8 декабря, Санкт-Петербург

http://cbonds-congress.com

На правах рекламы