ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

2018

Секьюритизация в России: дискуссия участников рынка

«В ближайшие два года мы увидим количественный и качественный рост российского рынка секьюритизации»

Круглый стол организаторов сделок

Представители ведущих банков-организаторов сделок секьюритизации на российском рынке обсудили в рамках круглого стола для «Энциклопедии секьюритизации – 2018», какие драйверы будут способствовать росту секьюритизации в 2018 году, сможет ли рынок превзойти прошлогодние результаты по объему и количеству сделок, будет ли развиваться секьюритизация неипотечных активов в ближайшие годы, а также каких еще регулятивных решений рынок ждет от законодателей в ближайшее время.

Какие ключевые тенденции будут определять российский рынок секьюритизации в 2018 году?

Денис Скрипкин, старший менеджер, управление секьюритизации, «ВТБ Капитал»

— Если в последние годы рынок секьюритизации находился в состоянии неопределенности с точки зрения общей экономической ситуации, наличия базовых активов, регулирования, то в прошлом году ситуация в целом стала выправляться по всем направлениям: экономика стабилизировалась, кредитные портфели растут, особенно это заметно в сегменте жилищного кредитования, ЦБ разрабатывает ряд нормативных документов, которые установят более понятные и прозрачные правила игры на рынке, российские рейтинговые агентства утвердили методологию анализа структурных продуктов и уже начали реальную работу над сделками. В отсутствие внешних шоков в ближайшие год-два мы увидим количественный и качественный рост российского рын-

ка секьюритизационных инструментов. Кроме того, планируемое внедрение электронной закладной также обеспечит качественный прорыв в организации сделок ипотечной секьюритизации.

Артем Дубинский, руководитель российского офиса, Securitisation Services

— Если взглянуть на статистику последних двух лет, то мы увидим, что рынок кредитования стремительно развивается, а размеры кредитных портфелей банков демонстрируют исторические максимумы. Например, суммарная выдача ипотечных кредитов за 2017 год достигла 2.2 трлн руб., а общая задолженность составила 5.2 трлн руб. Вслед за увеличением объемов кредитования будет естественным путем развиваться и рынок секьюритизации.

Ключевой тенденцией 2018 года станет, на мой взгляд, в том числе и продвижение «Фабрики ИЦБ» АИЖК как самого эффективного способа секьюритизации ипотечных активов. Всего в 2017 году состоялось девять ипотечных сделок общим объемом 125.3 млрд руб., пять из них на общую сумму 109 млрд руб. — в рамках «Фабрики». Думаю, значимость «Фабрики ИЦБ» на рынке будет усиливаться.

С точки зрения деятельности организаторов и оригинаторов сделок, в центре внимания будет вопрос рыночного размещения ИЦБ в объемах, которые превысят традиционные для рынка относительно небольшие ипотечные портфели российских банков.

Объемы неипотечной секьюритизации в 2017 году составили 18.2 млрд руб., что более чем в два раза превысило значения 2016 года. Учитывая тенденцию, мы можем рассчитывать увидеть продолжение положительной динамики секьюритизации неипотечных активов.

Сергей Кадук, исполнительный директор, департамент секьюритизации и проектного финансирования, Совкомбанк

— Я очень надеюсь на развитие неипотечной секьюритизации в 2018 году, включая такую экзотику, как ГЧП-секьюритизации, при наличии доброй воли со стороны рейтинговых агентств. Инструмент очень важен для рефинансирования банков и инвестирования средств НПФ.

Павел Васильев, директор в подразделении комплексного структурирования управления структурных продуктов департамента глобальных рынков, АО «Сбербанк КИБ»

— Я бы выделил следующие ключевые тенденции. Прежде всего, возобновление сделок классической многотраншевой секьюритизации ипотечных активов, которые практически полностью исчезли с рынка в результате активности АИЖК в сфере однотраншевой секьюритизации ипотеки. При этом однотраншевая секьюритизация ипотечных активов с использованием «Фабрики ИЦБ» продолжит превалировать на рынке (прежде всего, по объемам). Мы также ожидаем выхода на рынок сделок секьюритизации прав требования из крупных сервисных контрактов. А вот сегмент сделок секьюритизации потребительских кредитов (POS, авто- и кредитных карт) продолжит стагнировать.

Олег Корнилов, исполнительный директор по рынкам долгового капитала, Райффайзенбанк

— Снижение кредитных ставок, увеличение спроса на рефинансирование в части ипотечного кредитования и, как следствие, рост досрочного погашения кредитных портфелей — те тренды, которые будут определять ситуацию на рынке секьюритизации в текущем году. Это может привести к тому, что доходности облигаций с ипотечным покрытием на фоне амортизации портфелей инвесторов и снижения кривой ОФЗ существенно снизятся.

Есть также основания полагать, что с введением нового подхода ЦБ к расчету кредитного риска увеличится интерес к неипотечным сделкам, которые сейчас практически не представлены на рынке из-за особенностей нормативного регулирования.

Есть ли у рынка драйверы, которые позволят секьюритизации активнее развиваться в 2018 году?

Павел Васильев

— Я вижу следующие драйверы: введение в действие стандартов ППС-секьюритизации и снижение резервных требований регулятора для облигаций, выпущенных с использованием подобных стандартов; продолжение снижения ставок по «обычным» корпоративным и государственным облигациям. И наращивание активности, а также диверсификация рейтингуемых сделок со стороны рейтингового агентства АКРА.

Олег Корнилов

— Основными драйверами можно считать спрос инвесторов на качественные активы, особенно если они предоставляют премию по сравнению с аналогичными корпоративными эмитентами; новое Положение Банка России, предусматривающее снижение коэффициента риска по старшим траншам сделок секьюритизации; а также «Фабрику ИЦБ» АИЖК и Фабрику проектного финансирования Внешэкономбанка.

Денис Скрипкин

— Основным драйвером является рост базовых активов, особенно ипотеки, на балансах банков и потребность в новых инструментах для фондирования нового кредитного портфеля. Для ряда банков — лидеров рынка ипотечного кредитования секьюритизация стала устойчивым источником финансирования выдачи ипотечных продуктов. Второй важный компонент — это наличие свободных средств и лимитов у инвесторов. Третьим слагаемым успеха может стать институциональная поддержка, которую оказывают этому рынку корпорации развития в том или ином приоритетном сегменте. Огромную роль в запуске рынка ипотечных ценных бумаг сыграло и продолжает играть АИЖК, мы надеемся, что аналогичную роль на рынке секьюритизации кредитов МСП сыграют Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства и МСП Банк.

Артем Дубинский

— Согласен с тем, что основным драйвером будет рост объемов ипотечного кредитования, которое уже превысило 5 трлн руб. и при этом имеет хорошее качество активов. Политические и социально-экономические задачи развивать ипотечное кредитование как способ повышения доступности жилья будут еще больше стимулировать рост кредитных портфелей банков.

В свою очередь, доля долгосрочных ипотечных кредитов в активах банков будет все больше находиться на границе безопасности фондирования депозитами. Это давление будет главным драйвером развития секьюритизации.

Сергей Кадук

— Снижение уровня процентных ставок сделает секьюритизации более интересными для инвесторов по сравнению с ситуацией прошлых лет. При базовых уровнях ОФЗ 6–7% премия в 2–3% смотрится гораздо интереснее, чем при ставках по ОФЗ выше 10%. Тренд на снижение ставок должен закончиться, а это значит, что при низкой базе любая дополнительная премия к кривой будет востребована рынком при условии высокого кредитного качества инструмента.

Появление методологии АКРА по секьюритизированным выпускам в конце 2017 года позволит, наконец, рейтинговать сделки. 2017 год был провальным, в первую очередь по причине ухода с рынка «большой тройки» рейтинговых агентств и отсутствия альтернатив.

Это обуславливает позитивный взгляд на секьюритизацию в ближайшие годы.

Есть ли основания полагать, что в 2018 году рынок превзойдет прошлогодние результаты по объему и количеству сделок? Каков ваш прогноз в цифрах?

Олег Корнилов

— В цифрах говорить достаточно сложно, так как есть в целом эффект относительно низкой базы в 2016–2017 годах, а также временной лаг от вступления в силу нового регулирования ЦБ РФ. Оценочно, объем первичных размещений может вырасти на 30–50%. Но основной эффект от нового регулирования, на наш взгляд, проявится в III–IV кварталах 2018 года и позднее.

Павел Васильев

— Рынок ипотеки переживает очередной бум. Прирост рынка жилищного кредитования, по данным на октябрь 2017 года, составил 13% по сравнению с предыдущим годом. Совокупный объем портфеля ипотеки в России достиг исторического максимума 4.9 трлн руб. Процентные ставки по вновь выдаваемым кредитам опустились ниже 10%. Буквально год назад ставки по кредитам находились на уровне 13%. В 2016 году вступили в силу новые правила по учету «фабричных» ИЦБ. Секьюритизировать ипотеку стало выгодно. Мы прогнозируем значительный рост однотраншевых ИЦБ в рамках «Фабрики», возможно, даже будет превышен исторический максимум 2014 года.

Денис Скрипкин

— Секьюритизационный рынок в России пока достаточно молодой и отличается повышенной волатильностью, поэтому делать какие-то количественные прогнозы — дело рискованное. Мы ожидаем продолжения устойчивого роста рынка ИЦБ как по программе «Фабрики», так и в сегменте классических сделок, причем и по количественным, и по объемным показателям. Также весьма вероятны рыночные сделки с кредитами МСБ и другими розничными активами: потребительскими кредитами, автокредитами. С другой стороны, нельзя исключать и появления более экзотических сделок с корпоративными кредитами, лизинговыми контрактами, коммерческой недвижимостью, но, скорее всего, такие сделки будут нерыночными, нацеленными либо на конкретного инвестора, либо на оптимизацию баланса оригинатора.

Сергей Кадук

— Безусловно, сделок будет больше как по ипотеке, так и по другим типам активов. В цифрах: 3–5 выпусков ИЦБ вне «Фабрики» АИЖК, это порядка 30 млрд руб. Объем неипотечных сделок может составить 100 млрд руб. и даже больше, так как будут секьюритизироваться концессии и ГЧП-проекты, но дать прогноз по количеству сделок сложно.

Артем Дубинский

— В абсолютных цифрах рынок превзойдет результаты 2017 года. Объем выпусков превысит 300 млрд руб. Рост будет обеспечен в первую очередь госбанками. Количество сделок вырастет не так заметно, но общее число выпусков может приблизиться к 13–15 сделкам ипотечной секьюритизации в год.

Какие основные проблемы развития рынка секьюритизации ипотеки в России вы бы выделили в первую очередь?

Сергей Кадук

— Основная проблема — недоопределенность правил резервирования и избыточно жесткое регулирование по Базельским стандартам. При одинаковом рейтинге выпуски ИЦБ, в принципе, надежнее, чем ОФЗ: государство может объявить дефолт одномоментно, а тысячи розничных заемщиков одновременно вряд ли обанкротятся. Тем не менее это никак не отражается в требованиях по резервированию.

Вторая проблема — и это касается всего рынка в целом — его низкая емкость, капитализация. Объема американского или европейского рынка хватает для развития большого количества инструментов, так как объемы позволяют окупать расходы на анализ. Анализ секьюритизационных выпусков требует особой подготовки, он трудо-

затратен. Немногие инвесткомпании в России могут себе позволить такие расходы.

Денис Скрипкин

— О проблемах говорится не один год, все они известны: это непоследовательное регулирование и отсутствие устойчивой группы специализированных инвесторов, второе частично вытекает из первого. Помимо этого, снижение кредитных портфелей банков во всех основных сегментах, кроме ипотеки, также не добавляло активности в этом сегменте со стороны оригинаторов.

Олег Корнилов

— Соглашусь с коллегами в том, что первое и основное ограничение — нормативное регулирование нагрузки на капитал, когда для покрытия всех траншей сделки секьюритизации требуется больше капитала, чем по пулу секьюритизируемых кредитов. С учетом нововведений ЦБ, начиная с этого года этот аспект должен стать более сбалансированным.

Вторая проблема — снижение средневзвешенных ставок по портфелям и увеличение темпов роста досрочного погашения. Если оно не будет сопровождаться опережающим снижением доходности старших траншей секьюритизации, это приведет к снижению экономической мотивации оригинаторов по выходу на рынок. С учетом текущих кривых доходностей мы ожидаем нормализации скорости досрочного погашения и стабилизации портфелей начиная с III–IV кварталов 2018 года.

Артем Дубинский

— Бесспорно, нестабильность нормативной базы, которая очень важна для всех участников рынка, сильно сдерживает активность оригинаторов и потенциальных инвесторов на рынке секьюритизации. Безусловно, постоянные изменения нормативной базы — это последствия кризиса, но это усугубляет ситуацию, так как после любых изменений, и тем более крупных, требуется какое-то время для адаптации участников рынка.

Я бы также отметил в числе проблем дисбаланс на рынке секьюритизации из-за нарушения конкурентной среды за счет нормативных преференций бумагам с поручительством АИЖК. В связи с этим растет доля однотраншевых бумаг в ущерб отлаженных и выверенных практикой многотраншевых выпусков.

Павел Васильев

— Я бы отметил в числе основных проблем следующие: относительно низкий уровень инвестиционной активности населения и общий сравнительно небольшой объем (относительно ВВП) средств на фондовом рынке; сосредоточение значительного объема долгосрочного капитала, сформированного из коллективных инвестиций, среди максимум 10 участников рынка (НПФ); отсутствие регуляторных стимулов для оригинаторов трансформировать балансовые активы в секьюритизационные сделки; недостаточные история и опыт рейтингового агентства (АКРА), чьи рейтинги признаются регулятором.

Как будет меняться инвесторская база на рынке в 2018 году? Что нужно для того, чтобы привлечь больше рыночных инвесторов в этот сегмент рынка и как можно повысить его ликвидность?

Олег Корнилов

— Мы ожидаем роста интереса банков (за счет снижения давления на капитал) и управляющих компаний к сделкам секьюритизации. Возросшее число участников рынка должно постепенно привести к увеличению ликвидности и появлению на рынке разных категорий инвесторов, включая физических лиц. Наличие относительно высокой премии к ОФЗ и обеспечения будет стимулировать инвесторов к покупкам таких ценных бумаг.

Павел Васильев

— На мой взгляд, оживлению инвесторской базы могло бы способствовать: привлечение маркет-мейкеров, специализирующихся на секьюритизированных облигациях (или дополняющих функции маркет-мейкера по другим облигациям,

в отношении которых такие функции уже выполняются); предоставление МСП Банку статуса института, аналогичного статусу АИЖК для ипотечных активов, в отношении кредитов субъектам малого и среднего бизнеса; упрощение условий использования ППС-секьюритизации для оригинаторов, что будет стимулировать именно такие сделки на рынке и что, в свою очередь, позволит инвесторам лучше и проще разбираться в различных сделках, а значит — повысит их привлекательность.

Денис Скрипкин

— Для привлечения значительного числа инвесторов нужно в первую очередь устранить сложности, связанные с нормативным регулированием деятельности инвесторов в этом сегменте рынка. Мы столкнулись с тем, что текущее регулирование не позволяет эффективно размещать объемы выпусков больше 8–10 млрд руб. Второй, но не менее важный компонент — это «образование» инвесторов, обеспечение их аналитикой, калькуляторами доходности и пр., но эти меры смогут в полной мере заработать только после тюнинга юридической базы.

Артем Дубинский

— В 2018 году изменений инвесторской базы не предвидится. Это будут те же немногочисленные и всем известные покупатели ИЦБ.

Для привлечения инвесторов нужны явные сигналы от государства и действия. Сигнал в том, что острый период кризиса закончился и теперь на рынке ИЦБ будут стабильность и понятные правила игры. В дополнение скажу: оценивая перспективу покупки ИЦБ, потенциальный инвестор здраво анализирует свои внутренние компетенции и во многих случаях отказывается от входа по причине их отсутствия. Стабильность и понятные правила игры должны способствовать мотивации инвестора создавать эти внутренние компетенции.

При недостатке рыночных инвесторов очень сильным мотиватором была бы покупка Банком России ИЦБ разных видов (балансовых, выпущенных через ипотечных агентов, однотраншевых, многотраншевых). Даже если такая практика продлится один год и регулятор выкупит ИЦБ только на 40 млрд руб., это будет очень позитивный сигнал оригинаторам и инвесторам.

Сергей Кадук

— Инвесторская база в секьюритизацию очень узкая. Развить ее можно только через больший объем предложения — в этом случае инвесторам будет сложнее игнорировать секьюритизационные выпуски.

В ситуации, когда инвесторы неохотно берут необеспеченный банковский риск, у секьюритизации есть шанс. Ликвидность — это функция объема обращаемых бумаг. На объеме и маркет-мейкинг будет себя окупать.

Как вы оцениваете первые итоги запуска «Фабрики ИЦБ» для российского рынка? Почему почти не удалось привлечь в программу рыночных инвесторов?

Денис Скрипкин

— Для такого сложного и амбициозного проекта первые итоги вполне успешные: за 2017 год было реализовано сделок более чем на 100 млрд руб. Инструмент продемонстрировал свою жизнеспособность, но нуждается в некоторой модификации для более полного удовлетворения ожиданий участников рынка. Как показало рыночное размещение облигаций «Фабрики», обеспеченных кредитным портфелем ВТБ24, есть определенные сложности с привлечением широкого круга инвесторов, как субъективные, так и объективные, связанные с нормативными документами и регулированием. Группа ВТБ планирует активно участвовать в проекте АИЖК и в 2018 году, при этом наша цель — продать в рынок максимально возможный объем облигаций. Для этого мы совместно с АИЖК

планируем проводить ряд мероприятий, направленных как на продвижение данного продукта среди инвесторов, так и на устранение определенных «шероховатостей» в регулировании.

Олег Корнилов

— У инвестора, купившего «фабричную» бумагу, возникает ряд неопределенностей. Необходимо проводить отдельную работу с инвесторами по ознакомлению с подобного рода инструментом. Помимо необходимости оценки риска досрочного погашения инвестор сталкивается с проблемой расчета купона, так как он не фиксированный, а плавающий. Колебания купона в большей степени обуславливаются не увеличением расходов на обслуживание портфеля, а снижением доходности самого портфеля. Это может быть вызвано повышенным спросом на рефинансирование кредитов по причине снижения ключевой и кредитных ставок.

Сергей Кадук

— Эксперты с самого начала говорили о структурных проблемах выпусков «Фабрики», но, к сожалению, не были услышаны. Единственным выпуском «Фабрики», который размещался в рынок, был выпуск с ипотекой ВТБ24. Инвесторов удалось привлечь благодаря наличию процентного свопа из переменной ставки в фиксированную. Своп — это по сути младший транш, абсорбирующий риски инвесторов. Без свопа инвестор получил бы инструмент с неопределенной доходностью и неопределенной дюрацией. Поэтому инвесторы опасаются приобретать бумаги «Фабрики» с премией к номиналу, тем более когда идет массовое рефинансирование ипотечных кредитов.

Артем Дубинский

— С технической точки зрения можно констатировать, что проект успешно запущен. В прошлом году в рамках «Фабрики» прошло пять сделок на сумму 109 млрд руб. — это 87% от общего объема выпусков ипотечных ценных бумаг в 2017 году. Сделки с ВТБ и Сбербанком придали политического веса этому проекту.

При этом, с точки зрения инвестора, бумага не совсем понятна по сравнению с траншевыми выпусками. Некоторые инвесторы опасаются концентрации риска в АИЖК.

Сравнивая параметры «фабричных» ИЦБ и ОФЗ, инвесторы, как правило, отдают предпочтение активу с более просчитываемыми риском и доходностью, а также большей истории. Будет любопытно посмотреть на дальнейшую судьбу этого инструмента, особенно учитывая последние инициативы Банка России.

Павел Васильев

— Интерес инвесторов к бумагам, выпущенным в рамках «Фабрики», относительно невысок. Однако причина, на наш взгляд, не в самой программе, а в целом в недостаточном интересе инвесторов к секьюритизированным ценным бумагам.

Кроме того, ряд особенностей и ситуация на рынке привели к тому, что практически весь объем облигаций, выпускаемых с использованием «Фабрики», выкупали обратно оригинаторы, передавшие портфель ипотечному агенту. В числе таких особенностей:

- наличие сниженного, по сравнению с классической секьюритизацией, риск-резервирования для облигаций, использующих гарантию АИЖК в качестве дополнительного обеспечения;
- пониженная налоговая ставка (15% по ипотечным облигациям против 20% для актива на балансе);
- общая избыточная ликвидность для банковского сектора и снижающаяся за период действия программы «Фабрики ИЦБ» стоимость ее привлечения. То есть банки могли обоснованно ожидать снижения стоимости заимствования на долговом рынке в будущем, а значит, привлекать более дорогую ликвидность путем размещения бумаг в рынок в условиях невозможности быстрого наращивания активов было для них неоправданным;
- тренд снижения ставок также создает стимулы для рефинансирования ипотечных кредитов заемщиками (в том числе — у нынешних кредиторов), а вносить изменения в действующие ипотечные кредиты в условиях, когда обеспеченные ими облигации принадлежат большому числу рыночных участников, затруднительно с операционной точки зрения.

Классические сделки vs «фабричные» сделки. Каковы, по–вашему, основные плюсы и минусы обеих структур с точки зрения инвесторов и организаторов?

Артем Дубинский

— Главный плюс классической сделки заключается в прогнозируемости поведения и доходности бумаги для всех сторон. Главный плюс «фабричной» сделки — меньшее количество контрагентов и скорость выпуска.

Кроме того, нужно отметить следующие преимущества классических выпусков для банка: сохраняется процентная маржа в виде дохода по младшему траншу, а также полная независимость от внешней инфраструктуры — банк свободен в выборе контрагентов. К минусам можно отнести значительные расходы при подготовке сделки, фондирование младшего транша, кредитные риски.

В «фабричных» сделках плюсами являются отсутствие младших траншей, отсутствие кредитного риска в связи с поручительством АИЖК, экономия на сделке, коэффициент риска бумаги 20%. К минусам можно отнести следующее: отсутствие промежуточного финансирования, зависимость от условий и инфраструктуры АИЖК, непрозрачное ценообразование.

Павел Васильев

— Рынок секьюритизации переживает переходный этап изменения регуляторных требований. Инвесторы могут столкнуться с проблемами учета старых выпусков, несмотря на их реальное относительно высокое качество и надежность. Выпускать долгосрочные бумаги, опираясь на исторически сложившиеся платформы с рейтингованием выпусков, уже нельзя. Первыми из зоны неопределенности вышли сделки «Фабрики ИЦБ». В 2016 году завершилось внедрение регуляторных требований к однотраншевым бумагам. Какое-то время выпуски бумаг этого класса будут доминировать. Остальные будут ждать завершения процесса внедрения регулирования.

Олег Корнилов

— В традиционной схеме оригинатор получает рефинансирование портфеля, плату за его обслуживание и дополнительный доход в виде excess spread. Однако сделка требует дополнительных расходов на услуги участников (юридические и налоговые консультанты, рейтинговые агентства).

В «Фабрике ИЦБ» у инициатора сделки появляется возможность разгрузки капитала за счет замены актива с более высоким коэффициентом риска на актив с пониженным риск-весом в 20%, одновременно он передает кредитный риск АИЖК и получает возможность последующего фондирования через РЕПО с Банком России. При этом за банком сохранятся процентный риск и ограничения по нормативу Н6. В случае продажи бумаги оригинатор лишается excess spread.

Денис Скрипкин

— Основные плюсы классических сделок — широкие возможности для кастомизации структуры сделки под потребности конкретного оригинатора, либо инвестора. При этом расходы на организацию сделки достаточно высокие и сроки ее реализации — длительные. «Фабрика ИЦБ» в идеале должна выглядеть как «коробочный» продукт, стандартизированный с минимальными издержками и сроками реализации. Но такой продукт предъявляет жесткие требования к операционным процессам и IT-системе оригинатора.

Банк России заявлял, что планирует оставить в Ломбардном списке только ОФЗ и госбумаги. Как это может сказаться на развитии секьюритизации и «Фабрики ИЦБ», в частности?

Денис Скрипкин

— Вхождение бумаг в Ломбардный список важно для инвесторов-банков, но для активного участия банков на этом рынке гораздо бóльшим препятствием является положение 511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска», согласно которому инструменты

секьюритизации признаются со средним риском и ниже только при наличии рейтинга от международного рейтингового агентства, то есть облигации «Фабрики» взвешиваются с коэффициентом 1250% при отнесении их к торговому портфелю. Стратегически мы видим основными инвесторами на этом рынке пенсионные фонды и страховщиков жизни, для которых «ломбардность» инструмента не очень важна. Кроме того, альтернативой Ломбардному списку ЦБ может стать допуск ипотечных ценных бумаг к операциям РЕПО с Центральным контрагентом.

Павел Васильев

— Конечно, нельзя рассматривать это как позитивный фактор для развития рынка секьюритизации — это снижает возможность использования обеспеченных облигаций из портфелей инвесторов для привлечения краткосрочной ликвидности и увеличения «рычага» для повышения доходности инвестиций. Но логика такого решения регулятора понятна — ЦБ сокращает возможность использования механизмов предоставления ликвидности регулятора под инструменты, не являющиеся государственным долгом, и ориентирует инвесторов на использование сделок РЕПО между рыночными контрагентами.

Олег Корнилов

— Скорее всего, такие изменения повлекут за собой развитие инструмента РЕПО между крупными институциональными игроками рынка секьюритизации и оригинаторами, в том числе через Центрального контрагента. В условиях профицитной банковской системы и минимального использования РЕПО с ЦБ критерии ломбардности должны постепенно утрачивать свое влияние на процесс принятия решения о покупке ценных бумаг инвесторами.

Кроме того, уже сейчас МСП Банк, например, для содействия дальнейшему развитию рынка секьюритизированных облигаций предоставляет фондирование под эти бумаги через операции РЕПО на Московской бирже на срок от 1 дня до 3 месяцев.

Артем Дубинский

— Ломбардный список, как известно, имеет в себе две составляющие: престиж, когда ЦБ акцептовал надежность бумаги, и резервный источник ликвидности, когда срочно нужны деньги.

В случае реализации упомянутого вами заявления регулятора еще острее встанет вопрос о рыночных инвесторах в ИЦБ. Поскольку жилищная политика и связанное с ней жилищное ипотечное кредитования, а соответственно и секьюритизация, являются своего рода национальным проектом, то будет найдено взвешенное решение. Скорее всего, Банк России будет выкупать ИЦБ в соответствии с определенными критериями.

Сергей Кадук

— Ломбард ЦБ сейчас довольно дорог, и очень немногие банки в таких условиях заинтересованы в фондировании под ставку Ломбарда: дешевле фондироваться через депозиты.

Секьюритизация всегда может использоваться для залогового кредитования в ЦБ при кризисной ситуации. В этом отношении ничего не меняется.

В 2018 году на базе МСП Банка должен состояться запуск мультиоригинаторной платформы секьюритизации портфелей кредитов субъектам МСП. Каков, по вашим оценкам, круг потенциальных участников этой программы? В чем основные плюсы мультиоригинаторной сделки по сравнению с традиционной сделкой секьюритизации МСП?

Артем Дубинский

— На первом этапе двигать этот рынок будут госбанки, связанные с Внешэкономбанком. Некоторые частные коммерческие банки активно работают на рынке МСП. Разнообразие бизнес-практик действительно может быть нивелировано применением Единых стандартов кредитования субъектов МСП. В 2018 году можно ждать одной сделки по линии госбанка и одной

сделки от крупного коммерческого банка. При успешном рыночном размещении можно будет говорить о мультиоригинаторной платформе, но не раньше 2019 года.

Денис Скрипкин

— В принципе, мультиоригинаторная платформа может быть интересна мелким кредиторам, поскольку позволяет сэкономить на издержках за счет стандартизации продукта. Вопрос в том, насколько этим игрокам будет комфортно принимать риски друг на друга. Я не ожидаю, что мультиоригинаторная платформа МСП займет бóльшую долю рынка, все-таки крупные игроки предпочтут делать индивидуальные сделки, но вполне вероятно, что при определенных условиях данный инструмент также найдет определенный спрос.

Олег Корнилов

— В большинстве случаев мультиоригинаторные платформы нацелены, в первую очередь, на небольшие региональные банки и организации, которые не способны самостоятельно накопить достаточные для экономической целесообразности сделок секьюритизации портфели активов. Платформа МСП, скорее всего, не будет исключением.

Расходы по мультиоригинаторным сделкам, как правило, распределяются между оригинаторами сделки (какие-то в равных долях, как, например, расходы на управляющую и бухгалтерскую организации; какие-то — от доли портфеля каждого оригинатора в общем пуле, например, расходы на сервис). Это, безусловно, является одним из основных преимуществ мультиоригинаторных платформ для небольших оригинаторов, неспособных оплатить расходы по сделке в полном объеме самостоятельно.

С точки зрения нагрузки на капитал банков мультиоригинаторные сделки не должны отличаться от сделок классической секьюритизации.

Из преимуществ мультиоригинаторных сделок я бы отметил:

- возможность участвовать в секьюритизации мелким оригинаторам;
- снижение расходов по сделке для каждого оригинатора за счет распределения их между всеми оригинаторами, участвующими в сделке;
- отсутствие проблемы с поиском инвесторов: как правило, такие сделки проводятся в рамках программ крупнейших игроков рынка секьюритизации (например, АИЖК, МСП Банк), выступающих якорными инвесторами в такие бумаги. Это снимает с оригинаторов основной вопрос по сделке — поиск инвесторов.

Так как мультиоригинаторные сделки секьюритизации являются довольно трудным инструментом с точки зрения понимания инвесторов и рынка в целом, на данный момент такие сделки возможны только при наличии якорных инвесторов, таких как АИЖК и МСП Банк, соответственно объемы таких сделок будут напрямую зависеть от тех программ, которые эти организации смогут предложить рынку.

Будет ли развиваться рынок секьюритизации неипотечных активов в ближайшие годы или стоит признать, что этого сегмента в России нет и не будет?

Денис Скрипкин

— Безусловно, в среднесрочной перспективе этот сегмент развиваться будет, насколько активно в ближайшее время — зависит от многих факторов: наличия значительных портфелей базовых активов, интереса инвесторов, регулирования, общей ситуации в экономике. В настоящее время мы видим тот или иной прогресс по всем этим направлениям, так что, скорее всего, в 2018 году активность будет наблюдаться и в сегменте секьюритизации неипотечных активов.

Павел Васильев

— Рынок облигаций, обеспеченных неипотечными активами, будет расти. Однако вряд ли стоит ожидать, что в обозримом будущем объем таких сделок превысит выпуск ипотечных бумаг или даже приблизится к показателям рынка ИЦБ. До тех пор, пока на внутреннем рынке будет

сохраняться спрос на обеспеченные активами облигации, а ипотечные ЦБ будут предоставлять доходность, превышающую доходность по корпоративным облигациям эмитентов первого эшелона, — спрос на бумаги, обеспеченные иными активами, будет ограниченным.

Артем Дубинский

— Безусловно, развитию неипотечных классов активов будет уделяться все больше внимания, участники рынка будут искать новые классы и структуры. Мы, безусловно, будем наблюдать положительные сдвиги в этом направлении. Но полагаю, что развитие секьюритизации неипотечных классов активов будет не таким бурным, как хотелось бы. Это будет связано с приоритетами правительства и банковской системы. Сейчас у властей есть приоритетные заботы в части реформы долевого строительства, которое нужно финансировать по-новому, но без потери объемов. Поэтому объективно нужно в первую очередь развивать ипотечную секьюритизацию и вторичный оборот этих бумаг. Без серьезных успехов на основном направлении — ипотеке — неипотечная секьюритизация может какое-то время оставаться на уровне разговоров и внутрикорпоративных пилотов.

Думаю, в ближайшее время мы будем свидетелями единичных сделок секьюритизации автокредитов, объем выдачи которых начал расти и, возможно, потребительских кредитов. Для секьюритизации других видов активов сложившиеся в России рыночные условия не совсем подходящие. Инвесторы стараются минимизировать риски, вкладываясь в простые и надежные инструменты.

Есть ли основания полагать, что будет меняться пропорция в объемах между секьюритизацией ипотечных и неипотечных активов за счет развития неипотечной секьюритизации? Если да, то какие классы активов могут обеспечить этот рост?

Олег Корнилов

— Да, есть основания так полагать, и прежде всего это связано с падающими ставками по ипотеке. В 2018 году ожидается рост неипотечной секьюритизации. Среди активов можно выделить автокредиты, потребительские кредиты и МСП.

Павел Васильев

— Рост сделок секьюритизации неипотечных активов может быть значительным, однако прежде всего это будет результатом эффекта «низкой базы» — в настоящее время секьюритизация неипотечных активов не занимает сколь-нибудь значительной доли на рынке, соответственно даже относительно небольшое количество новых сделок с такими активами увеличит их общий объем в разы. При этом Сбербанк не ожидает кардинального изменения пропорции между объемами секьюритизации ипотечных и неипотечных активов в силу причин, о которых я уже упоминал ранее.

Сергей Кадук

— Альтернативные классы активов будут выходить на рынок: в первую очередь это автокредиты, потребительские кредиты и ГЧП. Лизинг, факторинг, МСП будут в меньшей степени задействованы в сделках из-за сложностей в администрировании обеспечения. Возможно, мы также увидим выпуски CMBS.

Денис Скрипкин

— В ближайшей перспективе ипотечная секьюритизация останется доминирующим инструментом, но неипотечные сделки мы, безусловно, увидим. Среди наиболее перспективных сегментов можно упомянуть автокредиты, кредиты МСП и коммерческую недвижимость.

Артем Дубинский

— Вряд ли мы увидим в 2018 году серьезные изменения в части увеличения доли секьюритизации неипотечных активов. Скорее, наоборот, за счет роста секьюритизации ипотеки доля других активов будет в целом снижаться.

На российском рынке по–прежнему проходят отдельные сделки балансовой секьюритизации. Могут ли они получить более широкое распространение? Каковы ключевые особенности таких сделок с точки зрения регулятора, оригинатора, инвестора?

Денис Скрипкин

— В Европе covered bonds — это отдельный значительный сегмент облигационного рынка. Насколько этот инструмент будет востребован российскими банками, будет в первую очередь зависеть от позиции рейтинговых агентств и регулирования данного инструмента. В Европе балансовые ипотечные облигации, как правило, имеют рейтинг на уровне «ААА», даже если выпускаются банками со значительно более низким рейтингом. В России до сих пор было достаточно сложно превысить корпоративный рейтинг оригинатора более чем на один рейтинговый уровень (notch), в то время как внебалансовая секьюритизация позволяла выпускать инструменты на 5–6 уровней выше. Соответственно на отечественном рынке данный инструмент был нишевым, доступным только для банков с суверенным уровнем рейтинга. При этом следует отметить, что данный инструмент интересен для оригинатора простотой и дешевизной выпуска, для инвестора — своей идентичностью с корпоративными бондами по структуре выплат.

Сергей Кадук

— Для инвестора это очень удобный и надежный инструмент. Облигации ведут себя как обычные банковские бонды, при этом имеют выделенное обеспечение. В 2012 году балансовая секьюритизация банка «ДельтаКредит» получила рейтинг на одну ступень выше, чем рейтинг банка. Думаю, что для других банков, помимо «ДельтаКредита», подобные выпуски могли бы быть интересны, так как они дешевле секьюритизации через ипотечного агента. Инвесторов же могут привлечь наличие выделенного обеспечения и понятный график амортизации.

Павел Васильев

— В силу ряда причин, о которых я уже говорил, пока балансовая секьюритизация для сделок с ипотечными активами в рамках «Фабрики ИЦБ» является более привлекательной для оригинаторов. По мере замедления темпов общего снижения рыночных ставок и увеличения конкуренции за ликвидность мы ожидаем повышения доли секьюритизационных сделок, предлагаемых сторонним инвесторам.

Основной особенностью таких сделок (со всех точек зрения) является, по сути, неизменность сути риск-профиля активов на балансе оригинатора при изменении формата владения активом — что создает определенные удобства (потенциальная ликвидность облигаций, снижение требований по риск-взвешиванию, налоговые льготы), но и требует затрат на создание поддержание инфраструктуры сделки, а также изменения процессов операционной поддержки и IT-требований на отрезке «оригинатор — эмитент».

Артем Дубинский

— Это отличные сделки для банка с именем, хорошим общим рейтингом и качеством. Для инвестора такие облигации интересны только в случае безупречной репутации оригинатора и кредитного усиления от материнской компании. Отсутствие ипотечного агента упрощает и ускоряет сделку. Доход для оригинатора может быть несколько выше, но инвестор может потребовать премию за риск кредитора. По мере концентрации ипотечного рынка и активного участия в нем очень крупных и надежных банков балансовая секьюритизация может получить второе дыхание.

Олег Корнилов

— Применение балансовой секьюритизации обусловлено исключительно целями инициатора.

Из плюсов можно выделить: сокращение времени на подготовку сделки (от 3 до 4 месяцев), снижение затрат

на организацию, отсутствие необходимости создавать SPV.

К недостаткам следует отнести невозможность отделить риски по бумагам от рисков банка, так как не происходит продажи портфеля на SPV, а также более низкий рейтинг таких бумаг по сравнению с рейтингом аналогичных бумаг, выпущенных с SPV.

На текущий момент эта опция доступна для банков с исключительно высоким кредитным рейтингом, что сильно ограничивает число потенциальных оригинаторов, а с учетом затрат и текущих уровней доходности по необеспеченным банковским бумагам, а также премии за неликвидность, балансовая секьюритизация становится практически не интересной потенциальным эмитентам.

Внедрение ППС–секьюритизации в России: все за и против. Несет ли эта структура потенциально более высокие риски для всех участников сделки? Насколько она применима в России?

Павел Васильев

— Целью ППС-секьюритизация является снижение зависимости от рейтинговых агентств и препятствование доступу на рынок ненадежных оригинаторов, сделки которых стали основным источником потерь в кризис 2008–2009 годов. В результате «за бортом» остались рейтинговые агентства с отлаженной методологией и технологией анализа и оценки рисков сделки. Новой платформы при этом создано не было. Оценка соответствия той или иной сделки критериям ППС отдается «на откуп» самим инвесторам. При этом важно отметить, что Банк России оставляет за собой право в любой момент поставить под сомнение ППС-квалификацию конкретного выпуска.

Важно понимать, что ППС-сделки сопряжены с высокими операционными рисками. В отличие от классических сделок, где главным риском являлся кредитный риск портфеля, в ППС-сделках, например, несвоевременное раскрытие информации может привести к значительному ухудшению риск-веса бумаги в портфеле инвестора.

Кроме того, необходимо обратить внимание, что простая имплементация рекомендаций Базеля в России, без учета особенностей нашего рынка, может привести к негативным последствиям, в силу его относительно слабого развития. Может так оказаться, что все российские участники попадут в категорию ненадежных оригинаторов. Та часть инвесторов, что продолжает работать в России, будет вынуждена инвестировать в зарубежные ППС-бумаги, развивая и финансируя тем самым внешний, а не внутренний рынок.

Олег Корнилов

— Критерии «простой прозрачной и сопоставимой секьюритизации» разработаны в целях помощи заинтересованным сторонам сделки провести более точную оценку рисков и привлекательности инструмента в сравнении с другими инвестиционными продуктами. При этом на участников ложатся большая нагрузка в части предоставляемой информации и ответственность, которую будет нести сервисер/спонсор за проведение сделки в соответствии с критериями ППС.

О возможностях применения ППС-секьюритизации в России можно будет судить тогда, когда будет реализована дебютная сделка в соответствии с новым положением.

Сергей Кадук

— Требования ППС-секьюритизации сложно, если вообще выполнимы. Мы вряд ли увидим ППС-выпуски в ближайшие годы. Практика ППС-выпусков еще только формируется в мире.

Артем Дубинский

— ППС является частью Базеля III и содержит в себе развитие опыта управления рисками. Можно предположить, что в России ППС хорошо бы подошла к выпуску многотраншевых бумаг для секьюритизации однородных активов. В этом случае оценка рисков могла бы стать несколько проще. Но ППС будет интересна при большом количестве выпусков, когда инвесторам нужен инструмент простого сравнения ценных бумах.

Структура сделана специально, чтобы не нести высоких рисков, но сработает ППС при выполнении ряда условий. В частности — обеспечения единообразной практики андеррайтинга.

ППС имеет хорошую перспективу, но ее внедрение требует определенных усилий. Кстати, стандартизация кредитования МСБ может быть фундаментом для развития ППС-секьюритизации.

Денис Скрипкин

— В принципе, это может быть интересно всем участникам, поскольку стандарты ППС являются еще одним инструментом подтверждения надежности сделки в дополнение к анализу рейтингового агентства, либо поручительству института развития. Главный вопрос в том, кто будет подтверждать соответствие той или иной сделки стандартам, и насколько участники рынка будут доверять этому подтверждающему институту. С другой стороны, одним из преимуществ секьюритизации является возможность «тонкой настройки» сделки под конкретные нужды инвестора или оригинатора, а ППС-секьюритизация — это еще один вид «коробочного» продукта, который может быть не совсем удобен для конкретного банка.

Каких решений в отношении секьюритизации рынок в первую очередь ждет от регулятора в 2018 году? Станет ли, согласно вашим ожиданиям, более комфортной регуляторная среда для участников рынка секьюритизации в России?

Олег Корнилов

— Прежде всего это принятие положения Банка России «О порядке расчета банками величины кредитного риска по сделкам секьюритизации» и как результат снятие ограничений, тормозящих развитие рынка секьюритизации в целом.

Артем Дубинский

— Рынок ждет справедливых коэффициентов по рискам для всех инструментов и более гибкого применения Базеля. В 2018 году вряд ли регуляторная среда станет полностью комфортной, но в отсутствии подвижек с увеличением числа рыночных инвесторов можно ждать послаблений. Ждем принятия проекта ЦБ «О порядке расчета банками величины кредитного риска по сделкам секьюритизации».

Денис Скрипкин

— Мы видим положительный тренд в отношении регулятора к данному сегменту рынка в последнее время, что приведет к повышению интереса к данным операциям со стороны как оригинаторов, так и инвесторов. От регулятора хотелось бы видеть более взвешенный и комплексный подход к внедрению новой нормативной базы для секьюритизационного рынка, поскольку в настоящее время в разных актах есть определенная несогласованность в регулировании такого сложного инструмента, как секьюритизационные сделки.

Павел Васильев

— Регуляторная среда для секьюритизационных сделок уже выравнивается и за последнее время стала значительно более комфортной для инвесторов и оригинаторов. Этому способствует и рейтинговое агентство АКРА, и усилия регулятора, который демонстрирует постоянное внимание к запросам участников рынка и отвечает на эти запросы, и продолжающаяся общая тенденция снижения рыночных ставок, что, во-первых, позволяет оригинаторам наращивать активы, доступные для использования в секьюритизационных сделках, а во-вторых, заставляет инвесторов искать объекты инвестиций, альтернативные традиционным госбумагам и облигациям эмитентов 1–2-го эшелонов.

Участники рынка возлагают немалые надежды на внедрение критериев ППС-секьюритизации в 2018 году. Это достаточно амбициозная задача, для реализации которой потребуются и координация действий рынка и регулятора, и приоритезация данной задачи внутри Банка России.

С 2018 года коэффициент риска по вложениям в старшие транши будет существенно снижен. Как это скажется на развитии всех форм и видов секьюритизации, которые практикуются в России?

Сергей Кадук

— Надеемся, что позитивно. Снижение коэффициента должно привлечь больше инвесторов из банковского сектора. Пока банки мало интересовались секьюритизационными выпусками.

Олег Корнилов

— Безусловно позитивно. Мы ожидаем оживления рынка секьюритизации в целом, роста числа неипотечных сделок.

Денис Скрипкин

— Это, безусловно, повысит интерес определенного сегмента инвесторов к данным инструментам, но, как я уже говорил ранее, для успешного развития рынка важен комплексный подход к регулированию, в частности, внедрению положений Базельских соглашений.

Артем Дубинский

— Действительно, согласно проекту положения Банка России «О порядке расчета банками величины кредитного риска по сделкам секьюритизации», у банков появится возможность снижения расчетного значения коэффициента риска до минимального уровня 15%. Коэффициент риска 1250% будет применяться только при отсутствии информации о качестве секьюритизируемых активов и структуре сделки.

Отрадно видеть, что регулятор заинтересован в развитии секьюритизированных финансовых инструментов и четко определяет зависимость коэффициента риска от качества базового актива.

Если проект будет принят, то его основная цель, связанная с развитием рынка секьюритизации любых финансовых активов (ипотечных кредитов, автокредитов, потребительских кредитов и др.) путем оптимизации и стандартизации процедур, механизма секьюритизации, создания централизованной системы раскрытия информации, безусловно, придаст импульс развитию рынка.

Любые подобные нововведения облегчают жизнь оригинатору и снижают в итоге стоимость привлечения. Положительное влияние очевидно, но нужно иметь в виду, что риски по младшим траншам по-прежнему будут оцениваться с повышенным коэффициентом.

Павел Васильев

— Банковское сообщество возлагает большие надежды на внедрение ППС. Этот новый подход к оценке и структурированию сделок требует решения ряда вопросов по снижению операционных рисков. В текущей редакции проект стандартов ППС-секьюритизации больше ориентирован на классическую ипотечную секьюритизацию. Для развития секьюритизации неипотечных активов с использованием аналогичных подходов потребуется доработка документа.