«Основная проблема — отсутствие стабильности в регулировании»

Круглый стол оригинаторов сделок

Крупнейшие оригинаторы сделок на российском рынке секьюритизации обсудили в рамках круглого стола, каковы ключевые факторы роста рынка рефинансирования ипотечных кредитов, какие драйверы позволят секьюритизации активнее развиваться в 2018 году, в чем заключаются основные плюсы и минусы классических и «фабричных сделок», как можно решить проблему узкого круга инвесторов и сделать регулирование рынка более предсказуемым.

Каковы, по–вашему, ключевые факторы роста рынка рефинансирования ипотечных кредитов? Есть ли у него драйверы, которые позволят секьюритизации активнее развиваться в 2018 году?

Руслан Исеев, председатель правления, Банк Жилищного Финансирования

— Основными драйверами рынка ипотечной секьюритизации в 2018 году, на мой взгляд, станут продолжение функционирования программы АИЖК «Фабрика ИЦБ», возможное смягчение позиции ЦБ РФ в области регулирования многотраншевых сделок секьюритизации, введение понятия «простой прозрачной секьюритизации» и смягчение ранее введенных запретительных коэффициентов к достаточности капитала, а также сохранение действующих и внедрение новых механизмов повышения ликвидности ИЦБ.

Антон Рябов, директор по развитию розничного бизнеса, банк «Возрождение»

— Главными драйверами роста рынка секьюритизации в 2018 году могут быть прежде всего накопленные в период с 2015-го по 2017 год портфели ипотечных кредитов и стабильный интерес населения к ипотечным продуктам на фоне снижающихся ставок, что может вызвать потребность в рефинансировании и секьюритизации портфеля для снижения нагрузки на капитал, фондирования новых выдач и так далее.

Сергей Михайлов, директор инвестиционно-торгового департамента, Абсолют Банк

— Мы считаем, что в 2018 году будет реализовано заметно больше сделок,

чем в 2017-м: существует значительный отложенный спрос на новые сделки со стороны как инвесторов, так и оригинаторов, накопивших большие ипотечные портфели. Рейтинговые агентства утвердили методологию структурного финансирования, появились и прошли сделки с новыми инструментами, в частности в рамках «Фабрики ИЦБ» АИЖК. Прошли изменения нормативных документов со стороны ЦБ, а также был опубликован проект регулирования расчета риска по сделкам секьюритизации, снимающий с оригинаторов фактически запретительные коэффициенты взвешивания по облигациям младших траншей. Были финализированы отношения со спецдепозитариями.

Артем Захаров, заместитель директора — начальник отдела рынков капитала и структурированного финансирования, дирекция по работе с финансовыми институтами, банк «Санкт-Петербург»

— На мой взгляд, рынок облигаций с ипотечным покрытием недостаточно развит с точки зрения количества инвесторов. Привлечение новых инвесторов могло бы стать существенным положительным фактором. Этому может способствовать, в частности, тот факт, что Банк России ограничил включение в Ломбардный список новых бумаг. В то же время облигации с ипотечным покрытием по-прежнему могут быть включены в Ломбард.

Какие основные проблемы развития рынка секьюритизации ипотеки и альтернативных классов активов в России вы бы выделили в первую очередь — с точки зрения оригинатора?

Сергей Михайлов

— Основная проблема — отсутствие стабильности в регулировании. Средняя длина наших сделок — пять лет. При планировании сделок нам и инвесторам важно понимать, что за этот срок не произойдет существенных негативных изменений. Кроме того, есть проблема с инвесторами, пул средних и мелких инвесторов просто отсутствует, количество крупных игроков ограничено.

Антон Рябов

— Основными препятствиями в развитии рынка секьюритизации ипотеки мы считаем длительные сроки организации сделок, уровень издержек, связанных с организацией и сопровождением сделок, отсутствие интереса у широкого круга инвесторов к такому инструменту, как ипотечные ценные бумаги. Да, сроки можно сократить путем выстраивания «конвейера». А экономика сделки в целом удовлетворительная, но при текущем уровне издержек экономически нецелесообразно секьюритизировать, например, небольшие портфели.

Артем Захаров

— Говоря о проблемах, я бы отметил постоянно меняющееся законодательство и требования контрагентов. В результате каждая сделка существенно отличается от предыдущей. Это влечет за собой увеличение затрат как с точки зрения денег, так и времени. Конечно, это в определенной степени издержки переходного периода… Мы надеемся, что в будущем все стандартизуется и расходы сократятся.

Руслан Исеев

— В первую очередь, мы надеемся на уже упоминавшееся смягчение позиции ЦБ РФ в части применения повышенных коэффициентов «риск/вес» на капитал для «своих» младших траншей. Это позволит реанимировать многотраншевые сделки, что безусловно будет способствовать росту объемов секьюритизации различных классов ипотечных кредитов и позволит структурировать выпуски под нужды различных категорий инвесторов.

Можно ли утверждать, что секьюритизация в полной мере выполняет свою роль по привлечению средств с открытого рынка?

Артем Захаров

— С точки зрения законодательства и формирования инфраструктуры за последнее время сделано очень много. Можно сказать, что на сегодняшний день с этой точки зрения все находится на приемлемом уровне. Чтобы секьюритизация могла полнее выполнять функцию по привлечению средств с открытого рынка, необходимо привлекать более широкий круг инвесторов. Повторюсь, сейчас их число на рынке очень ограничено. Необходима совместная работа всех участников рынка (оригинаторов, организаторов, рейтинговых агентств, АИЖК) для привлечения новых инвесторов. Нужны мероприятия, которые будут направлены на повышение экспертизы потенциального круга инверторов в вопросах оценки сложных инвестиционных продуктов, которыми являются ИЦБ.

Сергей Михайлов

— На наш взгляд, в текущих рыночных условиях это возможно только при изменении внутреннего подхода к планированию бизнеса, перестройке процессов, чтобы максимально автоматизировать и упростить процедуры на каждом этапе жизненного цикла кредитов — от выдачи до рефинансирования через секьюритизацию или продажу. Важную роль играют также внешние факторы. Изменения внешних факторов (а к ним мы относим изменения нормативной базы, изменения, касающиеся участников сделок, в частности рейтинговых агентств, спецдепозитариев) немедленно находят отражение в стоимости сделок и ухудшают экономику для оригинатора. При этом я сейчас не говорю о том, были эти изменения позитивными или наоборот.

Руслан Исеев

— Такую роль, связанную с привлечением средств с открытого рынка, исторически выполняло и продолжает в какой-то степени выполнять АИЖК. Однако в последнее время крупные банки также начинают предлагать «пакетные» решения, позволяющие небольшим оригинаторам эффективно накапливать и секьюритизировать пулы ипотечных кредитов. Особенно это актуально в части предоставления краткосрочного «промежуточного» финансирования на этапе накопления пула. Планы возрождения программ по предоставлению промежуточного финансирования рассматриваются и в АИЖК.

Антон Рябов

— Для банка «Возрождение», как для частного банка, привлечение фондирования как раз является одной из главных целей, которые достигаются при проведении сделок секьюритизации ипотечного портфеля. Действительно важно и полезно сформировать в банке некий «конвейер», по которому срок между выдачей ипотечного кредита и переупаковкой его в ипотечные ценные бумаги должен составлять минимальный приемлемый для банка срок — не более 3–4 месяцев с момента принятия соответствующего решения. Отмечу, что от сделки к сделке мы постепенно приближаемся к этому сроку. Это требует изменений условий продуктов, корректировки неких бизнес-процессов, связанных с выдачей и сопровождением ипотечных кредитов, и в целом принятия стратегии на секьюритизацию портфеля при определенном его вызревании, естественно, учитывая качество и объемы портфеля, оставшегося на балансе.

Какие форматы фондирования ипотечных сделок вы считаете наиболее перспективными в текущих условиях и почему?

Артем Захаров

Фактически на рынке сейчас представлены два формата: сделки с рейтингом и сделки «Фабрики ИЦБ». Сделки с рейтингом уже являются достаточно стандартным и рыночным инструментом, хотя и сложным, но понятным инвестору. К текущей структуре «Фабрики ИЦБ» инвесторы относятся несколько сдержанно. Бумага «Фабрики ИЦБ» — это так называемый флоатер, то есть бумага,

у которой не определены срок погашения и ставка. Инвесторы не готовы к такого рода инструменту. На мой взгляд, ему требуется дополнительная настройка, чтобы эти бумаги стали более понятными рынку.

Сергей Михайлов

— Выбор формата сделки — многофакторное упражнение. Каждый из оригинаторов эти факторы учитывает. Для нас более важен не формат организации сделки, а формат выхода на рынок. Размещение, несомненно, должно быть рыночным.

Антон Рябов

— В текущих условиях мы считаем перспективными как сделки классической секьюритизации (при соответствующем структурировании сделки, когда минимизировано негативное влияние на нормативы и капитал), так и сделки, проводимые через «Фабрику ИЦБ» АИЖК.

Руслан Исеев

— Различные инструменты применимы для различных категорий ипотечных кредитов. Пулы, соответствующие стандартам АИЖК, при определенных условиях более эффективно секьюритизировать через «Фабрику ИЦБ». Пулы с иными параметрами — возможно, через многотраншевые сделки. Все зависит от характеристик конкретных пулов. И от регулирования, конечно.

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

Сергей Михайлов

— Для нас основными элементами принятия решения о новой сделке с активами являются итоговая стоимость выпуска (all-in), влияние на обязательные нормативы, а также скорость проведения сделок. Решение о каждой новой сделке принимается исходя из этих вводных. Пока мы видим, что основные инвесторы в первую очередь интересуются классическими структурами с несколькими траншами и фиксированным купоном, что позитивно влияет на стоимость этих инструментов для оригинатора. Кроме того, в споре классических сделок с «фабричными» для инвестора важен лимит на инструменты АИЖК, который у многих уже занят.

Антон Рябов

— С точки зрения оригинатора плюсы и минусы обеих структур вытекают непосредственно из целей, стоящих перед банком при выборе той или иной схемы секьюритизации. При классической схеме — это замораживание собственных средств, направленных на формирование резервного фонда, покупку младшего транша или выдачу младшего кредита с возможным негативным влиянием на капитал и тому подобное, но привлечение фондирования для новых выдач и разгрузка капитала с сохранением части процентных доходов по портфелю. При «фабричных» сделках — разгрузка капитала, снижение налоговой ставки по переупакованным в ИЦБ ипотечным кредитам, но отсутствие возможности привлечь ликвидность без потери процентного дохода по кредитам.

Руслан Исеев

— Основные плюсы «фабричной» сделки в том, что оригинатор полностью передает кредитный риск, получает возможность выбора: держать фабричные облигации на балансе или продавать их, и несет низкие затраты на этапе сделки. К примеру, классическая сделка объемом 5 млрд руб. предполагает разовые затраты на уровне 30–35 млн руб. При «фабричной» сделке оригинатор практически не несет разовых затрат, однако эти затраты «зашиты» в стоимость поручительства АИЖК. Что выгоднее, зависит от параметров конкретного пула, уровня ликвидности оригинатора и его аппетита к риску.

В то же время преимущества классической сделки — более гибкие требования

к пулу кредитов. Например, у «фабричных» пулов достаточно жесткие требования к кредитной истории (иногда избыточно жесткие, на наш взгляд) и явно избыточные требования к перепланировкам. Причем несоответствие этим требованиям не может быть компенсировано иными параметрами (например, пониженным LTV или повышенной ставкой). Возможный плюс классической сделки — более привлекательная экономика, но это зависит от конкретного пула. Мы считаем, что для наших пулов в 2017 году «фабричные» сделки были более привлекательными.

Как вы оцениваете первые итоги запуска «Фабрики ИЦБ» для российского рынка с точки зрения оригинатора? Почему практически не удалось привлечь в программу рыночных инвесторов?

Антон Рябов

— Мы позитивно оцениваем роль АИЖК в развитии рынка секьюритизации. В закрытых «фабричных» сделках основной задачей оригинаторов, вероятно, была именно переупаковка ипотечного портфеля в ИЦБ. То есть размещение бумаг среди рыночных инвесторов не являлось главной целью сделок секьюритизации.

Руслан Исеев

— Я оцениваю итоги запуска «Фабрики» положительно. Банк Жилищного Финансирования успешно закрыл три такие сделки и планирует подобные сделки в 2018 году. Ряд крупных банков также воспользовались данной программой. Вопрос привлечения рыночных инвесторов — это следующий этап. Его успешность будет полностью зависеть от внедрения эффективных механизмов обеспечения ликвидности ИЦБ для инвесторов, например, РЕПО, институт маркет-мейкерства и тому подобное. Для нас как оригинаторов наличие широкой инвесторской базы очень важно — это рождает конкуренцию и может сделать условия сделок более привлекательными.

Сергей Михайлов

— Появление нового инструмента для нас всегда положительное событие. Ипотечные ценные бумаги являются по своей сути сложным инструментом. Многие инвесторы предпочитают не возиться с изучением такого типа сделок, могу предположить, что часть инвесторов вовсе не обладает достаточными компетенциями.

Как будет меняться инвесторская база на рынке в 2018 году? Что нужно, для того чтобы привлечь больше рыночных инвесторов в этот сегмент и как можно повысить его ликвидность? Будет ли расти интерес инвесторов к ИЦБ на фоне снижения ключевой ставки, снижения ставок по ипотеке и повышающегося CPR?

Артем Захаров

— Очень хочется надеяться на расширение инвесторской базы. Ведь уровень доходности по ИЦБ будет зависеть от рыночной ситуации и запросов потенциальных инвесторов. При сохранении тенденции снижения ключевой ставки ЦБ мы ожидаем, что рыночные ставки в среднесрочной перспективе тоже будут снижаться.

Для расширения инвесторской базы необходимы мероприятия, направленные на повышение экспертизы потенциального круга инверторов в вопросах оценки сложных инвестиционных продуктов, которыми являются ИЦБ.

Сергей Михайлов

— Ипотечные ценные бумаги уникальны по своей сути. Рейтинги на уровне страно-

вых и высокий уровень доходности должны привлечь к ним новых инвесторов.

Руслан Исеев

— Для инвесторов важна (при прочих равных) ликвидность. О возможных механизмах обеспечения ликвидности ИЦБ я уже упоминал. Снижение ставок должно повысить привлекательность ИЦБ в глазах инвесторов. Повышение CPR — наоборот…

Антон Рябов

— В текущих условиях понижения ставок по ипотеке, активного рефинансирования действующих ипотечных кредитов и повышающегося CPR мы считаем увеличение роста интереса инвесторов к ипотечным ценным бумагам маловероятным до момента окончания активной фазы по снижению банками ставок по ипотечным кредитам и эмиссии новых выпусков ИЦБ.

В I квартале 2018 года вступит в силу новый подход ЦБР к расчету кредитного риска по сделкам секьюритизации. ЦБ уже проводил оценку регулирующего влияния этого положения на рынок. Какие возможности и проблемы применение этого положения создает для оригинаторов? В какую сторону новый подход сдвигает экономику сделки для оригинатора?

Артем Захаров

— Надеемся на то, что новый подход окажет положительное влияние на рынок. Однако окончательные выводы можно будет делать после того, как обновленные правила вступят в силу.

Сергей Михайлов

— Мы позитивно смотрим на новое регулирование — несмотря на наличие некоторых замечаний, оно дает определенность в траектории развития регулирования и снимает опасения банков-оригинаторов в применении повышенных коэффициентов риска к младшим траншам. Тем не менее мы бы хотели, чтобы при очередном изменении регулирования инвесторы могли бы пользоваться рейтингами, присвоенными национальными рейтинговыми агентствами при оценке коэффициента взвешивания риска.

Антон Рябов

— Применение положения «О порядке расчета банками величины кредитного риска по сделкам секьюритизации», возможно, повлечет за собой необходимость переформатирования структуры действующих сделок для сохранения экономического эффекта от секьюритизации. Последствия от применения положения в данный момент оцениваются.

Руслан Исеев

— Мы как оригинатор очень ждем вступления в силу этого подхода! Это позволит, как я уже говорил, вернуть на рынок многотраншевые сделки.

Какие ключевые проблемы, связанные с рейтингованием выпусков ИЦБ российскими и международными рейтинговыми агентствами, вы бы выделили? Согласны ли вы с тем, что необходимо постепенное снижение зависимости от рейтинговых агентств, чтобы обеспечить более активное развитие рынка?

Сергей Михайлов

— На наш взгляд, инструментарий и экспертиза, которыми обладают рейтинговые агентства, крайне важны для развития рынка секьюритизации. Модели оценки риска траншей секьюритизации, заложенные в основу Базеля III, обладая рядом достоинств, не могут покрыть все

структурные элементы, повышающие или понижающие кредитное качество каждой отдельной сделки секьюритизации.

Антон Рябов

— Ключевой проблемой, связанной с рейтингованием выпусков, мы считаем непосредственно издержки ипотечного агента (в итоге — банка) на получение и поддержание рейтинга. С точки зрения оригинатора любые изменения, приводящие к снижению стоимости организации сделок секьюритизации, являются позитивными, если они не сужают круг потенциальных инвесторов и интерес к инструменту.

Руслан Исеев

— Рейтингование ИЦБ актуально для многотраншевых сделок. Ранее подобную роль выполняло АИЖК, но сейчас оно фокусируется только на «Фабрике ИЦБ». Я думаю, что при возвращении многотраншевых сделок роль рейтинговых агентств (в особенности АКРА), наоборот, вырастет.

Артем Захаров

На сегодняшний день основной проблемой является отсутствие выбора среди рейтинговых агентств, то есть фактическое отсутствие конкуренции.

Каких инструментов вам как оригинатору не хватает на рынке в текущих условиях?

Сергей Михайлов

— У нас есть весь необходимый набор. Возможно, стоило бы добавить инструменты по фиксации процентных платежей в сделки в рамках «Фабрики ИЦБ» АИЖК.

Руслан Исеев

— Ждем вступления в силу изменений в подходе ЦБ к расчету кредитного риска и, как следствие, возвращения многотраншевых сделок.

В 2018 году на базе МСП Банка должна быть запущена мультиоригинаторная платформа секьюритизации портфелей кредитов субъектам МСП. Каков, по вашим оценкам, круг потенциальных участников рынка секьюритизации МСП на базе мультиоригинаторной платформы? Какие потенциальные выгоды получают банки от участия в проекте, например, с точки зрения расходов на сделку и нагрузки на капитал? В чем основные плюсы мультиоригинаторной сделки по сравнению с традиционной сделкой секьюритизации МСП?

Виктор Киселев, директор департамента структурного финансирования, МСП Банк

— Потенциальные участники мультиоригинаторной платформы — это в основном небольшие и региональные банки, у которых нет крупных портфелей МСП-кредитов, чтобы реализовать сделку секьюритизации с собственным портфелем и которые заинтересованы в привлечении рыночного финансирования для расширения МСП-кредитования. При этом мы ожидаем, что банк-участник сможет в течение года создать портфель МСП-кредитов объемом не менее 1 млрд руб. На основе наших обсуждений проекта с банками, а также участия банков в разработке стандартов кредитования МСП для мультиоригинаторной платформы, мы оцениваем заинтересованную аудиторию на текущем этапе в 40–45 банков.

Выгоды от участия в мультиоригинаторной секьюритизации для банков за-

ключаются в возможности привлечь финансирование под залог МСП-кредитов даже при небольшом портфеле, начиная с малых объемов и постепенно увеличивать объем привлечения, соответственно — залогового обеспечения. Кроме того, это сокращение издержек по сравнению с реализацией отдельной традиционной сделки секьюритизации. При этом основные начальные расходы на запуск проекта берет на себя МСП банк, что также положительно влияет на экономику участия для каждого отдельного банка. Риск рыночного размещения и реализации сделки тоже берет на себя МСП Банк, гарантируя для банков-участников привлечение финансирования и размещение облигаций, обеспеченных общим портфелем МСП-кредитов. С точки зрения нагрузки на капитал никаких отличий по сравнению с традиционной секьюритизацией не будет.

Таким образом, два фактора — снижение объема участия каждого банка по сравнению с отдельной сделкой и разделение расходов — должны сделать секьюритизацию доступной более широкому кругу банков.

Каких ежегодных объемов секьюритизации МСП вы ожидаете с полноценным запуском мультиоригинаторной платформы? Есть ли реальный рыночный спрос на такие инструменты? Как вы планируете развивать инвесторскую базу?

Виктор Киселев

— В 2018 году мы планируем запуск платформы и реализацию первых сделок, их плановый объем — 7–10 млрд руб. Далее планируется расширять круг банков-участников и последовательно увеличивать объемы примерно до 30 млрд руб. и далее до 40 млрд руб. в последующие годы. Наши предварительные переговоры с инвесторами показывают, что спрос будет. В качестве инструмента расширения спроса планируется использовать поручительства института развития по облигациям старших траншей — а именно Корпорации МСП. Это должно облегчить для многих инвесторов процесс анализа и принятия решения по секьюритизированным выпускам облигаций.

Есть ли у вас в планах конкретные сделки в 2018 году? Если да, то о каких объемах идет речь? Каковы будут структура выпуска и особенности сделки?

Сергей Михайлов

— Наша банковская группа активно работает с ипотекой и автокредитами, именно на сделках с такими активами мы сосредоточимся в 2018 году. Выбор формы той или иной сделки, как уже отмечалось выше, будет осуществляться, когда конкретные проекты будут в работе.

Антон Рябов

— Пока у нас нет планов по проведению сделки в 2018 году, но ограничиваться пятью реализованными сделками мы явно не планируем. В 2017 году банк «Возрождение» разместил выпуск на 4.1 млрд руб. и даже получил награду Cbonds Awards как «Лучшая сделка первичного размещения на рынке секьюритизации». Приятно, что нам в очередной раз удалось собрать высокопрофессиональную команду и достичь поставленных целей!

Артем Захаров

— В 2018 году банк «Санкт-Петербург» планирует сделку секьюритизации ипотечного портфеля. Структура — рейтинг. Объем — около 5–10 млрд руб.

Есть ли перспективы развития у рынка секьюритизации ипотечных активов нежилого формата?

Руслан Исеев

— Перспективы есть, вне всякого сомнения. Особенно, с моей точки зрения, это касается секьюритизации арендных платежей. Мы таких сделок не планируем, поскольку фокусируемся на жилищной ипотеке.

Сергей Михайлов

При наличии однородных пулов активов возможна организация секьюритизации практически любого класса активов. Основной вопрос в деталях — например, при секьюритизации лизинга существует проблема, связанная с налогами.