«Большинство инвесторов до сих пор слабо понимают риски секьюритизационных бумаг»

Дискуссия институциональных инвесторов на рынке секьюритизации

Руководитель управления анализа и контроля рисков УК ТФГ Елена Майорова и руководитель управления рынков капитала ИФК «Солид» Андрей Буш обсудили в рамках дискуссии для «Энциклопедии российской секьюритизации – 2018», стоит ли ждать изменений в структуре инвесторов на рынке секьюритизации и как можно привлечь больше институционалов в этот сегмент, в чем преимущества и недостатки «фабричных» сделок по сравнению с классической секьюритизацией с точки зрения институционального инвестора, как можно повысить ликвидность рынка секьюритизационных инструментов и какие ключевые риски инвестиций в эти активы стоит учитывать на текущем этапе.

Как будет меняться инвесторская база на рынке секьюритизации в 2018 году?

Андрей Буш, руководитель управления рынков капитала, ИФК «Солид»

— Существенных изменений инвесторской базы в предстоящем году сложно ожидать. Полагаю, мы увидим выход на рынок некоторого количества новых игроков от банковской индустрии, которые на фоне снижающихся доходностей будут искать новые интересные инструменты. Другие институциональные инвесторы будут заинтересованы в долгосрочных проектных сделках. Новые сделки по секьюритизации с высокой долей вероятности будут смещаться в область неипотечных активов.

Елена Майорова

— Большинство инвесторов до сих пор слабо понимают риски таких бумаг. Из-за больших трудозатрат они не хотят выделять под это бюджет и свое время. Расчета ключевых показателей по пулу кредитов недостаточно, многие выпуски требуют в том числе глубокой юридической экспертизы. Например, по одному из выпусков в эмиссионную документацию был зашит колл-опцион, что несет в себе дополнительные процентные риски, однако эмитент не акцентировал на этом внимание. Такие прецеденты снижают уро-

вень доверия и вынуждают инвестора в том числе прибегать к глубокой юридической экспертизе, а, как правило, юристов, глубоко разбирающихся в тонкостях секьюритизации, среди инвесторов и того меньше. Поэтому соглашусь, что, несмотря на попытки сделать такие бумаги прозрачнее, инвесторская база в 2018 году вряд ли претерпит серьезные изменения. Максимум на рынке появится еще один более активный игрок, однако его объемы будут небольшими. Если на рынке помимо «Фабрики ИЦБ» все же начнут появляться новые классические выпуски, имеющие рейтинг АКРА, это может привлечь на рынок таких инвесторов, как страховые компании: с июля прошлого года размещение собственных средств и страховых резервов для них стало жестко регламентировано.

Что нужно, для того чтобы привлечь больше рыночных инвесторов в этот сегмент рынка? И как можно повысить его ликвидность?

Андрей Буш

— Ликвидность рынка секьюритизированных активов — довольно размытое понятие. В большинстве стран мира рынок таких бумаг, по оценкам специалистов, характеризуется умеренной ликвидностью. Тут надо смотреть на конкретные секторы рынка. Так, например, рынок агентских бумаг в США является высоколиквидным, а в противоположность ему ликвидность бумаг, выпущенных под залог коммерческой недвижимости, является весьма средней. Разные инвесторы — разные инструменты. При этом инвесторы склонны смотреть на более простые альтернативы, которые дают сопоставимые доходности при приемлемом уровне риска. Вряд ли инвесторы захотят тратить время и ресурсы на анализ сложных сделок. С учетом того, что в большинстве сделок секьюритизации амортизация бумаги является неизвестной величиной, ожидать всплеска торговой активности было бы преждевременным.

Елена Майорова

— Чтобы привлечь больше инвесторов в свои бумаги и повысить ликвидность инструмента, эмитентам нужно изменить свое сознание. Они должны стать более прозрачными. Многие скажут: «Да куда уж прозрачнее?» Однако по факту некоторые заемщики в сознательно своих интересах (к примеру, чтобы не платить премию за особенности сделки) не делятся с инвесторами некоторой существенной информацией. Точнее, она, как правило, тонет в море эмиссионной документации, и инвестору приходится задействовать большой объем ресурсов, чтобы рассмотреть каждый листик на этом могучем «дубе» и учесть все риски. Поэтому, помимо стандартных параметров пула: LTV, CPR, CDR, WA, WAC, NPL, YTM, Duration, Credit enhancement и других, необходимо акцентировать внимание инвестора на нестандартных условиях, например, на скрытых колл-опционах.

Елена Майорова,
руководитель управления анализа и контроля рисков, УК ТФГ

Каковы сегодня основные факторы инвестиционной привлекательности инструментов секьюритизации для рыночных инвесторов?

Елена Майорова

— Для нас основным фактором инвестиционной привлекательности по-прежнему остается надежность инструмента. Инвестор получает защищенный инструмент, обособленный от рисков банка-оригинатора, с запасом обеспеченный реальным покрытием и стабильным денежным потоком. Такой ин-

струмент практически избавляет нас от кредитного риска, дает конкурентную доходность и BBB-имя в портфель. Секьюритизационные бумаги не раз доказали свою надежность, мы не единожды были свидетелями четкого срабатывания механизмов защиты инвестора, в том числе быстрого и качественного перехода обслуживания к резервному сервисеру.

Андрей Буш

— На наш взгляд, можно отметить существенную премию к инструментам с аналогичным кредитным качеством. Премия остается за счет низкой ликвидности, это дает возможность долгосрочным инвесторам зарабатывать дополнительный спред по доходности.

Какие ключевые риски инвестиций в инструменты секьюритизации вы бы выделили на текущем этапе? К примеру, в результате резкого роста темпов досрочного погашения в условиях падающих ставок насколько сильно возрастают процентные риски по бумагам?

Елена Майорова

— Ухудшение финансового состояния или банкротство банков-оригинаторов, преждевременная реализация колл-опционов, наличие скрытых колл-опционов, взрывной рост темпов досрочного погашения (CPR может достигать 40%), ускоренная амортизация — все это высокие процентные риски.

В обычных условиях кредиты, входящие в состав ипотечного покрытия, распределены по разным регионам в бумагах неодинаково, в том числе экономические различия между регионами приводили к разной скорости досрочного погашения, поскольку люди погашали кредиты за счет собственных доходов. Падение процентных ставок привело к тотальному рефинансированию и, как следствие, к ускоренной амортизации пулов. С другой стороны, способному к сбережениям заемщику держать ипотечный кредит в текущих условиях также стало невыгодно: инфляция значительно ниже среднего процента по ипотечным кредитам, в то время как несколькими годами ранее она прекрасно «съедала» ставку. Все это привело к реализации повышенного процентного риска и сокращению ожидаемой доходности.

Андрей Буш

— Соглашусь с тем, что наличие процентных рисков, если говорить об ипотечных активах, обусловлено в первую очередь скоростью досрочного погашения бумаг и ценой приобретения. На протяжении достаточно долгого периода ставки по ипотеке сильно не менялись, а возможность рефинансирования была минимальной. У банков попросту не было соответствующих программ рефинансирования. Следствием была связанная с макроэкономикой и динамикой конкретного портфеля скорость досрочных погашений и дефолтов. В настоящий момент мы входим в период потенциально высокого роста скорости досрочных погашений, уровень которых может значительно повысить амортизации торгуемых и будущих бумаг. Существенное ускорение амортизации укорачивает бумаги. Потенциальное снижение доходности от амортизации бумаг может сильно проявляться только в том случае, если инвестор приобретает бумаги выше номинала. При покупке по номиналу возникают риск реинвестирования и сокращение дюрации. В этой связи при новых размещениях классические ипотечные бумаги не несут процентного риска, так как размещаются по номиналу. Основной процентный риск свойственен однотраншевым бумагам, вторичные размещения которых проходят выше номинальной стоимости из-за особенностей фиксации прибыли оригинатором.

По отношению к иным активам пока сложно ожидать серьезного влияния описанных факторов.

Каких инструментов вам как инвестору на этом рынке не хватает на текущем этапе? Насколько серьезной проблемой, к примеру, является отсутствие новых классических выпусков ИЦБ на рынке?

Андрей Буш

— Интерес к классическим сделкам секьюритизации по-прежнему остается довольно значительным. При этом отсутствие этих сделок, на мой взгляд, скорее временное явление, связанное с переходным периодом и изменениями в законодательстве. Полагаю, в обозримом будущем мы увидим рост количества и объемов размещений.

Елена Майорова

— Не хватает ипотечных выпусков, секьюритизируемых самими банками. Классика все-таки должна оставаться на рынке, чтобы у инвестора был выбор. Предложение только «фабричных» выпусков обуславливает рост концентрации рисков на АИЖК. Его монопольное положение в отрасли явно не способствует развитию конкуренции и снижению расходов по сделкам для банков-оригинаторов.

Нам хотелось бы видеть на рынке сделки секьюритизации и неипотечных активов: автокредитов, кредитов малому и среднему предпринимательству. Весьма успешным был выпуск, обеспеченный денежным потоком потребительских кредитов. Несмотря на специфику оценки рисков обеспечения и в целом самих сделок, в них были зашиты весьма интересные механизмы защиты инвестора — внушительный список триггеров, реализация которых запускает механизмы обычной и ускоренной амортизации. Действие этих триггеров нам опять же удалось протестировать.

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

Елена Майорова

— Если говорить о последних размещениях, то одно из них точно можно признать успешным. Мы как рыночный инвестор поучаствовали достаточно большим объемом. Насколько я знаю, были и другие рыночные игроки, только в меньшем объеме. Была проведена работа над ошибками первых выпусков, инвесторам предложили фиксированный купон. В прошлых выпусках были предусмотрены плавающие купоны, что усложняло расчеты. Кроме того, инвесторам не рассказывали о преимуществах данного инструмента в достаточной мере, плюс был весьма агрессивный прайсинг с узким спредом к ОФЗ.

Андрей Буш

— Мы действительно видели сделку ВТБ, которая в значительном объеме была размещена среди рыночных инвесторов. В этой связи я не могу сказать, что не удалось привлечь инвесторов в «Фабрику ИЦБ». Инвесторам необходимы понятные ориентиры, а также понимание, как они будут считать процентный риск. В данном случае модификация «фабричной» бумаги через фиксацию купона дала положительный результат.

Секьюритизация ипотеки: классические сделки vs «фабричные» сделки. Каковы, по–вашему, основные плюсы и минусы обеих структур с точки зрения инвесторов?

Елена Майорова

— Среди минусов классических выпусков я бы выделила возможное наличие скрытых колл-опционов или других условий, которые эмитенты могут зашить в эмиссионную документацию и не сообщить инвесторам.

Еще один риск — проблемы слабых банков-оригинаторов, что может привести к смене резервного сервисера и к росту уровня дефолтов в пуле (выпуски ИТБ, Татфондбанка). Что касается «фабричных» выпусков, то больше всего минусов было в первых выпусках «Фабрики»: плавающие купоны, агрессивный прайсинг, узкий спред к ОФЗ, мало информации. Обязательное поручительство АИЖК в «фабричных» сделках увеличивает концентрацию риска на группу АИЖК, тогда как в классических выпусках наличие отдельного рейтинга позволяет установить обособленный лимит.

Андрей Буш

— Классические сделки имеют неоспоримые преимущества: это фиксированный купон и размещение по номиналу при наличии транширования. Основной риск — это качество ипотечного портфеля, находящегося в обеспечении бумаг. Фактор неопределенности — это дюрация бумаги и скорость досрочного погашения. В свою очередь в «фабричных» бумагах инвестор сталкивается с неопределенностью по двум показателям — купон и дюрация, а также принимает весь риск увеличения досрочного погашения при покупке бумаг выше номинальной стоимости. Я бы также отметил, что «фабричные» бумаги — это в том числе экстраполяция риска поручителя, так как бумага является однотраншевой и переобеспечения инвестор не имеет.

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?

Елена Майорова

— Я не вижу особых проблем, связанных с рейтингованием выпусков. Возможно, для эмитента — это дополнительное время и затраты, но не для инвестора, дефицит которых как раз и наблюдается на российском рынке. На мой взгляд, полный отказ от получения рейтинга не будет способствовать более активному развитию рынка. При наличии рейтинга инвестор, не имеющей глубокой экспертизы в таких бумагах, может, как минимум, погрузиться в инструмент, изучив отчет рейтингового агентства, и оценить риски сделки через рейтинг. При отсутствии рейтингов бумага будет еще больше оседать на аффилированных оригинатором балансах.

Кроме того, если вы хотите привлечь инвестиции от такого инвестора, как, например, страховые компании, снизить зависимость от рейтинговых агентств не получится, по крайней мере от российских точно. Сегодня большинство законодательных актов содержат требование о наличии рейтинга российских рейтинговых агентств. Например, в прошлом году были зарегламентированы страховые резервы и собственные средства страховых компаний. В положения 4297-У и 4298-У были внесены требования обязательного наличия рейтинга АКРА или «Эксперт РА» у эмитента, а при отсутствии рейтинга у эмитента — у поручителя или непосредственно у самого выпуска. Поэтому чтобы привлечь значительный пласт инвесторов, классическим выпускам секьюритизации, если такие еще когда-либо будут на рынке, нужно будет получать рейтинг АКРА (на текущий момент только это агентство имеет одобренную в ЦБ методику оценки данного вида активов). Чтобы не потерять в том числе и пенсионные резервы как инвестиции в рынок секьюритизации, рейтинги получать будет необходимо. ЦБ РФ анонсировал изменения в Правила размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов. Пока это только проект, но я не сомневаюсь, что скоро он будет утвержден в качестве обязательного документа, в котором инвестирование средств пенсионных резервов в активы ограничивается обязательным наличием соответствующего рейтинга.

Внедрение ППС–секьюритизации в России: все за и против. Несет ли эта структура потенциально более высокие риски для инвестора, с вашей точки зрения?

Андрей Буш

— Если не погружаться в детальный анализ существенных признаков ППС-секьюритизации, то для ипотечных бумаг практически полностью выполняются все требования к такого рода сделкам. Банк России ведет работу по подготовке внедрения данных стандартов для российских бумаг. Основная проблема заключается в том, кто будет признавать наличие ППС-признаков и контролировать их соблюдение. Будет ли это регулятор или самостоятельно банк, или некая третья структура, имеющая лимит доверия от инвестиционного сообщества? При передаче этой функции банку-оригинатору, кто может гарантировать отсутствие недостоверной информации? Мы уже сталкивались с такими эпизодами в предыдущие годы.

Елена Майорова

— Если говорить о попытке сделать инструмент более прозрачным и доступным для инвестора, то я «за». Но когда речь заходит о том, что инвестору нужно самостоятельно проводить собственную оценку сделки на предмет соответствия критериям ППС в течение всего срока существования сделки, то скорее «против». Несмотря на обязанность оригинатора раскрывать большой объем информации, это опять же вынуждает инвесторов держать целый штат сотрудников, который будет перерабатывать информацию на регулярной основе, просчитывать показатели, проверять соответствие самих кредитов и возможное нарушение критериев. Если какие-либо данные раскрытия не выходят в срок, это снова вынуждает инвестора тратить дополнительный ресурс, чтобы получить информацию. В стандартных сделках проверку на соответствие установленным критериям делают управляющая компания и организатор. Инвестору не требуется осуществлять больших трудозатрат, максимум проверить, входят ли показатели в установленные границы.

С другой стороны, приведение сделок к единым стандартам позволит инвесторам тратить меньше времени на анализ и будет способствовать ускорению процедуры размещения самих выпусков.

Банки — организаторы сделок секьюритизации каждый год с сожалением отмечают, что круг квалифицированных инвесторов, которые умеют работать с этими бумагами, по–прежнему остается очень узким. Какие проблемы, связанные с моделированием этого риска, вы как инвестор выделили бы в первую очередь (например, отсутствие консолидированной статистики по ипотечным агентам в открытом доступе)?

Андрей Буш

— Как раз по ипотечным агентам статистические данные есть в достаточном объеме и в условно консолидированной форме. Существуют ежемесячные обзоры института развития, необходимая информация по структуре обеспечения в удобном для анализа формате размещена на сайтах агентов. В данном случае стоит опять вернуться к вопросу наличия у самих инвесторов желания наращивать соответствующие компетенции.

Елена Майорова

— Соглашусь с тем, что основной проблемой является нежелание инвесторов потратить ресурс и разобраться в особенностях этих бумаг. Консолидированная статистика и аналитические расчеты АИЖК по разным ипотечным агентам со встроенными калькуляторами доходности сильно помогли бы инвесторам разобраться в таком сложном классе ценных бумаг.

У каких сегментов рынка секьюритизации есть потенциал роста в ближайшие годы с точки зрения инвесторского спроса: автокредиты, МСП, лизинг? Есть ли факторы, которые объективно тормозят рост отдельных сегментов?

Елена Майорова

— Потенциал роста у данных сегментов рынка определенно есть. Помимо ИЦБ мы принимали активное участие в выпусках секьюритизации автокредитов, потребительских кредитов и кредитов МСП. С большим интересом поучаствовали бы в новых выпусках, однако на рынке нет предложения.

Андрей Буш

— С учетом опыта развития рынка ипотечных ценных бумаг, выход на рынок секьюритизации МСП института развития имеет все шансы оживить этот сектор и дать дополнительный импульс к увеличению объемов выпуска бумаг, обеспеченных кредитами малому и среднему бизнесу.