«Объемов было мало, но 2018 год стал годом перемен»

Круглый стол организаторов сделок

Представители ведущих банков-организаторов, рейтинговых агентств и управляющих компаний обсудили в рамках круглого стола для «Энциклопедии секьюритизации — 2019», каким будет рынок в 2019 году после принятия Положения № 647-П, в чем преимущества однотраншевой и многотраншевой секьюритизации, нужен ли рынку маркетмейкер, каковы перспективы неипотечной секьюритизации и выпуска ИЦБ для населения, стоит ли ожидать ППС-сделки, а также какие изменения в регулировании рынок ожидает от Банка России.

Какие основные тренды ожидаются на российском рынке секьюритизации в 2019 году?

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

— Мы ожидаем продолжения относительно низкого интереса оригинаторов к сделкам ипотечной секьюритизации, что связано с довольно ограничивающими возможности осуществления сделок ППС-секьюритизации условиями, установленными регулятором; не все они выполнимы, по крайней мере без значительных усилий по перестройке банковских IT-систем и изменения банками условий ипотечных программ. Кроме того, сохраняется общая избыточная ликвидность в банковской системе, что снижает стимулы для банков привлекать новый долг с использованием секьюритизационных структур. Несмотря на это, мы ожидаем на рынке «пилотных» сделок ипотечной секьюритизации, соответствующих условиям ППС, и активизации оригинаторов иных типов активов, прежде всего портфелей лизинговых контрактов.

Денис Скрипкин, старший менеджер, управление секьюритизации, АО ВТБ Капитал

— Думаю, что прошлогодние тренды сохранятся. Рынок пока ищет себя, выстраиваются новые отношения между участниками. По объему и количеству сделок будет преобладать ипотека, но мы ожидаем увидеть и неипотечные сделки, прежде всего с традиционными активами, такими как кредиты

МСП, потребительские и автокредиты, но возможно и появление сделок с коммерческой недвижимостью, будущими потоками.

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

— В 2019 году я ожидаю увидеть три тренда, а именно расширение списка секьюритизируемых активов, увеличение спроса на секьюритизированные продукты со стороны розничных инвесторов и расширение участия банков в качестве инвесторов в секьюритизации.

Олег Корнилов, исполнительный директор по рынкам долгового капитала, Райффайзенбанк

— Наблюдаемая уже сейчас волатильность, а также повышение ключевой ставки в 2018 году будут способствовать обратному повышению средневзвешенных ставок по всем кредитным продуктам и, как следствие, сократят темпы досрочного погашения розничных портфелей. Это сделает инструмент секьюритизации привлекательным для институциональных инвесторов. Отмена правила по начислению резервов в размере 1250% для оригинаторов и снижение резервирования для старших траншей повысит интерес банков к инвестированию в обеспеченные выпуски.

Александра Веролайнен, управляющий директор, рейтинги структурированного финансирования, Эксперт РА

— Разворот ипотечных ставок и снижение чистой процентной маржи банков создает условия для ипотечной секьюритизации. Рост стоимости фондирования для банков будет стимулировать их интерес к продаже крупных ипотечных портфелей, сформированных в 2018 году, когда был достигнут рекорд по объему выдач и минимальному уровню ставок. Кроме того, рост ставок по ипотеке снизит досрочные погашения в пулах, что сделает более предсказуемой амортизацию ипотечных бумаг, а это должно повысить их инвестиционную привлекательность. Есть также понимание, что с ростом ставок по ипотеке появится спред, который будет интересен банкам при классической схеме сделки секьюритизации, где через младший транш оригинатор получает остаточную процентную маржу.

Помимо ипотечных сделок перспективной, на наш взгляд, является секьюритизация кредитов МСП в силу наличия государственной поддержки в лице Корпорации МСП.

Равиль Юсипов, заместитель генерального директора — руководитель управления фондовых операций, УК ТФГ

— Я ожидаю оживления как траншевой классической секьюритизации (где активами выступят ипотека, МСП, автокредиты, факторинг), так и «фабричных» сделок ДОМ.РФ. В качестве еще одного тренда, который зародится на рынке секьюритизации, вижу подготовку потенциальных сделок в области лизинга, энергетических договоров о предоставлении мощности (ДПМ), ЖКХ и ГЧП / концессий.

В 2018 году рынок пережил очевидный спад по объему и количеству новых размещений. Что явилось причиной? Каков ваш прогноз по ипотечным и неипотечным сделкам в 2019 году?

Олег Корнилов

— На наш взгляд, основная причина — высокая волатильность рынка и снижение потребности оригинаторов в фондировании за счет ускоренного рефинансирования существующих портфелей.

Снижение количества сделок также обусловлено наличием альтернатив в виде ОФЗ и корпоративных облигаций, которые предлагают высокую реальную доходность для УК, что сказывается на интересе последних к другим, менее ликвидным активам и требует наличия существенной премии по старшим траншам. Многие оригинаторы не готовы платить эту премию, они предпочитают продажу пулов

кредитов крупным инвесторам, при этом минуя этап секьюритизации.

Мы ожидаем, что количество сделок будет увеличиваться, в то же время прогноз по объемам рынка в целом давать довольно непросто, так как на рынок, безусловно, будет влиять множество факторов, в том числе внешние риски российской экономики.

Павел Васильев

— Причины несущественно изменились по сравнению с 2017 годом. Это прежде всего регулирование порядка формирования резервов оригинаторов в отношении младшего транша, удерживаемого на балансе, что не позволяет оригинаторам достигать «разгрузки капитала» в результате секьюритизации, а также высокий уровень ликвидности в банковской системе России, позволяющий банкам достаточно комфортно себя чувствовать с уже имеющимися финансовыми ресурсами и не испытывать нужды в привлечении рыночной ликвидности. Вместе с тем требования к ППС-секьюритизации, вступившие в силу в середине года, позволяют достичь более благоприятного резервирования. Это дает возможность надеяться на активизацию ипотечных секьюритизационных сделок для банков-оригинаторов (однако нельзя не отметить, что реализация условий ППС-секьюритизации накладывает достаточно серьезные требования на перестройку IT-систем банков, что тоже может потребовать времени и для некоторых участников рынка стать преградой для вывода на рынок сделок, соответствующих этим условиям).

Сергей Кадук

— В 2018 году рынок ждал определенности от ЦБ по нормативам резервирования. Наконец было принято Положение № 647-П, которое открыло отличные перспективы для секьюритизации в 2019 году.

Мой прогноз по ипотечным сделкам на 2019 год с учетом потенциала к росту ставок не очень позитивный, так как рост ставок может съесть избыточный спред. Но для остальных видов активов — потребительских кредитов, автокредитов, лизинга — стоит ожидать прорыва. В этих активах экономика секьюритизации будет работать.

Денис Скрипкин

— Я бы не стал говорить, что рынок в 2018 году пережил спад, было проведено 7 сделок общим объемом 146.3 млрд рублей, то есть наблюдался рост по сравнению с 2017 годом, когда общий объем сделок составил 124.3 млрд рублей. Скорее, объем перераспределился в пользу однотраншевых бумаг с поручительством ДОМ.РФ. Можно ожидать, что в ближайшей перспективе однотраншевые выпуски будут превалировать, но в средне- и долгосрочной перспективе каждый инструмент займет адекватную нишу. Неипотечные сделки пока эпизодические, такой «промышленный» масштаб, как в ипотеке, мы в ближайшее время вряд ли увидим, но в целом данный сектор также будет постепенно развиваться.

Равиль Юсипов

— Спад интереса со стороны оригинаторов произошел по причине падения кредитных ставок и наличия стабильной ситуации на денежном рынке. Банкам просто было невыгодно массово продавать пулы кредитов вплоть до конца 2018 года. Однако на рынке произошли знаменательные сделки. Примерами являются сделки ИА Металлинвест-2 и ИА БСПБ 2: это первые два выпуска ипотечных облигаций с российскими рейтингами от АКРА на уровне суверенного. Выпуск СФО ТКБ МСП 1 — это первая секьюритизация кредитов МСП с рейтингом от АКРА. Выпуск СФО Социальная инфраструктура 1 принес две новации: первая обособленная секьюритизация ГЧП и рейтинг от АКРА. Объемов было мало, но 2018 год стал годом перемен.

Александра Веролайнен

— В последние годы заметно снижение рыночных размещений по сравнению с 2014 годом. В 2018 году, как и годом ранее, состоялись всего две классические ипотечные сделки. Причины «заморозки» последних лет лежат в переходном периоде от международных рейтинговых агентств к национальным, банковском регулировании, ограничивающем инвестиции в инструменты секьюритизации, снижении

поддержки рынка классической секьюритизации со стороны государственного института развития в жилищной сфере. Также, несомненно, в 2018 году сделкам мешала общая нервозность на российском облигационном рынке вследствие обострения санкций и разворота тренда по ставкам во втором полугодии. При улучшении общей конъюнктуры можно ожидать большего количества ипотечных сделок в 2019 году.

Особо хотелось бы отметить сделки секьюритизации кредитов МСП, состоявшиеся в 2018 году, в частности дебютный выпуск секьюритизации с платформы МСП Банка. Сделка проводилась с предоставлением поручительства Корпорации МСП и под портфель небольших банков. Государственную поддержку этого сегмента рынка считаем значимым фактором его дальнейшего роста.

В 2018 году ЦБ наконец отменил автоматический коэффициент риска 1250% для младших траншей ИЦБ. Какую реакцию рынка на это событие вы ожидаете в 2019 году?

Сергей Кадук

— Расчет давления на капитал по новому постановлению дает 15% — это лучше, чем для облигаций «Фабрики ИЦБ» (20%) или обычных бондов (100%). Благодаря низкому давлению на капитал банки-инвесторы смогут довольствоваться более низкой маржой, что, в свою очередь, сделает секьюритизацию экономически эффективной для банков-оригинаторов.

До Положения № 647-П рынок не имел стимулов для выпусков секьюритизации, поэтому я ожидаю позитивную реакцию рынка в 2019 году.

Денис Скрипкин

— Я не думаю, что рынок бурно отреагирует на это событие. Коэффициент 1250% по младшим облигациям не был препятствием для сделок, участники рынка выработали решения, позволявшие даже в тех условиях сохранить экономику сделки на приемлемом для оригинатора уровне. Внешне в сделках вновь могут появиться младшие транши в виде облигаций, но основным драйвером была и будет общая экономическая эффективность. Если проведение сделки будет выгодно банку-оригинатору, прежде всего с точки зрения фондирования, то соответствующие сделки будут реализованы вне зависимости от конкретной формы того или иного структурного элемента.

Павел Васильев

— Рынок и в прошлом, после введения данной нормы, достаточно быстро выработал меры, которые фактически сделали этот, по своей сути пресекательный коэффициент на практике не применявшимся: вместо младшего транша облигаций использовались иные инструменты — субординированные займы, гарантии и поручительства, которые взвешивались с повышенным коэффициентом риска, но все же далеким от уровня в 1250%. Поэтому отмена указанного коэффициента риска для младших траншей, на наш взгляд, революционных изменений на «секьюритизационом поле» за собой не повлечет.

Александра Веролайнен

— По нашим оценкам, будущие сделки секьюритизации будут структурироваться таким образом, чтобы иметь возможность рассчитывать коэффициенты риска в соответствии со стандартизированным подходом. Введение стандартизированного подхода, в соответствии с которым величина коэффициента риска по приобретаемой позиции зависит от индивидуальных характеристик сделки, безусловно, является позитивом для рынка. Снижение коэффициентов риска до предельных величин видится достижимым в первую очередь для оригинаторов, поскольку они изначально обладают более полной информацией о характеристиках пула. Эффект для рынка можно будет оценить только из практики применения инвесторами сниженных коэффициентов риска и

последующих результатов проверок Банком России таких инвестиций.

Равиль Юсипов

— Ожидаю только положительную реакцию. Банки всегда борются за капитал, эффективная утилизация капитала — это один из наиважнейших моментов в современном банковском мире. Проблема «1250» была существенной, но ее научились купировать. Главное, что может стимулировать оригинаторов к новым сделкам, — это рост ставок и недостаток капитала в банках.

Понятие ППС–секьюритизации было утверждено ЦБ в 2018 году. Насколько выполнимы ее 16 условий, какие риски и обязательства это несет для инвесторов и оригинаторов? Стоит ли ожидать ППС–выпуски в ближайшее время?

Павел Васильев

— Почти все условия должны быть выполнимы для банков, выдающих и обслуживающих ипотечные кредиты в существенных объемах не первый год. IT-системы таких (специализированных ипотечных или универсальных) кредитных организаций позволяют формировать необходимые для выполнения условий ППС-секьюритизации отчеты. Наиболее проблематичным представляется соблюдение (для некоторых ипотечных программ, представленных на рынке) требования соотношения годовых платежей по ипотечному кредиту к доходу заемщика на уровне не более 33%.

Мы ожидаем увидеть несколько ППС-выпусков на рынке в 2019 году.

Денис Скрипкин

— Представляется, что текущая редакция условий ППС достаточно агрессивна в части требований по раскрытию информации по активам и юридической документации. По части условий требуются дополнительные разъяснения регулятора, так что в ближайшей перспективе появление ППС-выпусков маловероятно. Но все определяется экономикой, если это будет по каким-либо причинам привлекательно для оригинаторов, сделки не заставят себя ждать.

Сергей Кадук

— Да, стоит ожидать попыток выпустить ППС-сделки, но их практическая реализация вызовет много трудностей. В первую очередь требует ответа вопрос, кто и как часто будет верифицировать, что все 16 условий выполнены.

Олег Корнилов

— Некоторые из заявленных критериев довольно неоднозначны, вероятнее всего потребуется консолидированное мнение участников рынка и разъяснения со стороны регулятора для унификации данного подхода. Чтобы проверить выполнимость подхода, нужен практический опыт.

Главный риск заключается в применении резервного подхода — коэффициента 1250% к облигациям любой очередности исполнения обязательств, в частности, при отсутствии ежемесячного раскрытия или обновления информации о качественных и количественных характеристиках портфеля, рисковых позициях, распределении платежей по сделке и так далее. ППС-выпуски имеют хорошую перспективу, но вряд ли мы увидим их в ближайшее время на рынке.

Равиль Юсипов

— ППС — важный, но все-таки нишевый инструментарий для текущего состояния рынка секьюритизации. Пока практика фидуциарной ответственности всех участников сделок требует наработки. Потенциальные инвесторы не готовы «идти» в сделки без внешних рейтингов по разным причинам: регулирование, нежелание, непонимание и так далее. Если

сделки ППС в 2019 году и появятся, то они будут клубными и закрытыми.

Александра Веролайнен

— Критерии ППС-секьюритизации довольно сложно выполнимы на практике. Требуется самостоятельное суждение инвесторов и оригинаторов о соответствии критериям без ясного принципа обеспечения верификации такой оценки и единообразия трактовок, также присутствует риск переквалификации этих вложений регулятором. Особо стоит отметить отсутствие возможности распространения преимуществ ППС-секьюритизации на револьверные сделки, что фактически ограничивает ее применение ипотечным рынком. Эффект введения ППС-секьюритизации для рынка можно будет оценить только из складывающейся практики.

Какой будет структура инвесторов в 2019 году? Рассчитываете ли вы на приток рыночных инвесторов и увеличение ликвидности вследствие вступления в силу нового порядка оценки кредитного риска?

Павел Васильев

— Ожидаем, что пенсионные фонды и управляющие компании останутся основными инвесторами на рынке ипотечных облигаций. При этом у пенсионных фондов существенно ограничены объемы притока новой ликвидности в силу продолжающейся «заморозки» накопительной части пенсии граждан, то есть для этих инвесторов речь будет идти скорее о реинвестировании денежных средств, полученных от погашения имеющихся в портфелях активов и изменения долей различных классов инвестиционных активов.

Интерес к рынку начинают проявлять и физические лица (особенно в условиях снижающейся процентной ставки по традиционным продуктам с фиксированной доходностью — банковским вкладам и облигациям), однако пока их доля на этом рынке остается весьма незначительной; связано это прежде всего с отсутствием стандартизированной информации по секьюритизационным сделкам, их сложностью и весьма ограниченной, по сравнению с «обычными» облигациями, ликвидностью этого рынка.

Олег Корнилов

— Мы ожидаем, что постепенно среди инвесторов кроме традиционных крупных УК будут появляться банки. Они позволят рынку сформировать ликвидность, что также привлечет на него дополнительных игроков и положительно скажется на ценообразовании выпусков. Новый порядок направлен на повышение интереса кредитных организаций к инвестированию в выпуски секьюритизации, однако возможность применения резервного подхода, допускающего значительное увеличение коэффициента риска в отношении приобретаемых облигаций старших траншей, может оказать существенное негативное влияние на положение инвесторов и снизить привлекательность таких бумаг. Потребуется разработка защитных механизмов, чтобы исключить коэффициент 1250%.

Кроме того, снижение ожидаемой скорости досрочного погашения, нормализация спредов по корпоративным облигациям и начало работы системы индивидуального пенсионного капитала должны способствовать повышению интереса к этому рынку со стороны УК и индивидуальных инвесторов.

Денис Скрипкин

— Все будет зависеть от рыночной конъюнктуры и сравнительной доходности альтернативных инструментов. Доходность секьюритизационных бумаг ограничена доходностью базового актива, который мог быть сформирован при иных внешних условиях. С другой стороны, вложения в структурированные инструменты требуют наличия соответствующей квалификации персонала инвестора, создания аналитического инструментария, что сопровождается дополнительными затратами, которые инвестор переносит на требуемую доходность. Если не случится значительных стрессов, то существующая инвесторская база будет постепенно расти по мере увеличения объемов рынка.

Сергей Кадук

— С учетом Постановления № 647-П мы сможем предлагать секьюритизационные выпуски банкам-инвесторам, поэтому я ожидаю серьезного прорыва в этом направлении. Кроме того, частные инвесторы начинают играть все большую роль на облигационном рынке, наблюдается тренд на увеличение их доли в размещениях.

Равиль Юсипов

— Последнее размещение ИА БСПб 2 показало, что круг инвесторов расширился. Уже можно насчитать 7–8 профессиональных участников (помимо институтов развития), которые готовы участвовать в разных выпусках на постоянной основе. Стали даже появляться инвесторы — физические лица. На рынке сформировался твердый костяк инвесторов, но новые игроки всегда приветствуются.

Александра Веролайнен

— На наш взгляд, не видно оснований для изменения структуры инвесторов в выпуски в рамках сделок секьюритизации. Приток новых инвесторов и увеличение ликвидности как результат новаций Положения № 647-П произойдет скорее в 2020 году, когда будет накоплена практика его применения.

Часто упоминается, что рынку секьюритизации нужен провайдер ликвидности, маркетмейкер. Существует ли на рынке институт, который должен официально взять на себя эту функцию, почему его до сих пор нет? Какие препятствия стоят на его пути?

Сергей Кадук

— Отсутствие маркетмейкера — важная проблема. Источником ее является низкий объем секьюритизационных выпусков, что делает экономически неэффективным для банков иметь в штате аналитика для выставления ежедневных котировок на основе меняющегося портфеля. Прайсинг секьюритизаций является трудозатратной задачей, требующей понимания структуры выпуска, наличия моделей, прогнозов по скоростям досрочных погашений, дефолтам и так далее.

Для ипотечного рынка функцию маркетмейкера берет на себя, но в крайне ограниченных объемах, ДОМ.РФ. Рынку мог бы помочь и регулятор, если бы секьюритизационные выпуски с высоким рейтингом автоматически включались в Ломбардный список. Рынку секьюритизаций нужно набрать объем — без поддержки ЦБ и государственных институтов развития это сделать сложно.

Денис Скрипкин

— АО ВТБ Капитал совместно с ДОМ.РФ выполняет функции маркетмейкера по ряду выпусков ипотечных ценных бумаг. Так что такой институт де-факто уже существует. Официально навязать кому-то эту функцию будет сложно и нецелесообразно. Все должна диктовать экономика. Основным риском для маркетмейкера является то, что при ухудшении ситуации на рынке он рискует получить на свой баланс значительный неликвидный актив. В идеале маркетмейкеров должно быть несколько, чтобы снизить этот риск, как, собственно, и происходит на рынке ИЦБ.

Олег Корнилов

— На наш взгляд, маркетмейкер вряд ли позволит сформировать необходимую ликвидность. Необходимо создать условия, при которых нормативная нагрузка на секьюритизированные бумаги будет не хуже, чем на стандартные корпоративные облигации (plain vanilla), и тогда рынок получит существенный толчок для развития.

Равиль Юсипов

— По своей сути секьюритизация — это все-таки инструмент «до погашения», особенно та, в которой базовым активом не является пул однородных ссуд. По ипо-

течным ценным бумагам всегда есть котировки ДОМ.РФ. Некоторые игроки в любое время готовы поставить bid или offer на рынке. Я считаю, что неправильно будет силой (законом) уполномочить кого-то исполнять функцию маркетмейкера. Главное — создать условия (например, включение в Ломбардный список, РЕПО с ЦК и т. д.) и повысить уровень образования на рынке, тогда игроки сами начнут котировать бумаги.

Александр Веролайнен

— Логичным было бы принятие таких функций на себя институтом развития в жилищной сфере. Тем не менее стратегия ДОМ.РФ. предполагает развитие рынка через другие инструменты.

После запуска ОФЗ–н набирает популярность размещение облигаций для населения. Есть ли перспективы выпуска ипотечных облигаций для населения? Что будет мотивировать население покупать облигации? Слово «ипотечные» несет в себе негативный оттенок, что должны сделать государственные и негосударственные институты в части развития финансовой грамотности населения?

Павел Васильев

— В нашей практике «ипотечность» ценных бумаг не влекла негативного их восприятия инвесторами — физическими лицами. Однако до сих пор традиционно физические лица не приобретали ипотечные облигации в сколь-нибудь значительном объеме. Снижение прежде довольно высоких номинальных ставок по классическим банковским продуктам — вкладам привело к перетоку значительной части вкладов населения на рынок облигаций как — первоначально — в ОФЗ, так и в корпоративные облигации. Последняя тенденция стала заметной именно в 2018 году. Будучи более сложными по своей структуре и «тяжелыми» с точки зрения юридической документации, ипотечные облигации стоят дальше в очереди тех объектов инвестиций, на которые обращает внимание население.

Ограниченная ликвидность инструментов также не добавляет привлекательности (хотя можно отметить, что рост интереса физических лиц к ипотечным облигациям как объекту инвестиций как раз и приведет к повышению ликвидности в этом сегменте).

Представляется, что появление выпусков ипотечных ценных бумаг, соответствующих критериям ППС-секьюритизации, позволит сделать эти бумаги более понятными для индивидуальных инвесторов, а в случае продолжения цикла снижения доходности «ванильных» инструментов даст инвесторам хорошую возможность альтернативных вложений своих денег.

Денис Скрипкин

— Я не думаю, что слово «ипотечные» как-то сильно повлияет на желание частного инвестора покупать эти бумаги. Как показывает опыт, состоятельные клиенты довольно активно вкладываются в структурные инструменты, если их устраивает доходность. Безусловно, классические ипотечные бумаги несут дополнительный риск досрочных погашений, который трудно оценить неквалифицированному инвестору. Но если структурно этот риск минимизировать и предложить клиентам ставку выше, чем они смогут заработать на сравнимых инструментах, то данный продукт может стать интересным и для массового потребителя.

Сергей Кадук

— Я не вижу никакого негатива в слове «ипотечные». Наоборот, «ипотечные» — значит, надежные!

Для неквалифицированных инвесторов ипотечная бумага должна иметь четкую амортизационную структуру. Фиксированная амортизация в ипотечном выпуске — это почти корпоративный бонд, но более дорогой для эмитента. ВТБ в рамках

«Фабрики ИЦБ» сейчас готовит подобный выпуск: экономического смысла для банка в этом нет, итогом будет привлечение средств на 1–1.5% дороже, чем через обычный бонд. Но для развития рынка и, в частности, привлечения розничных инвесторов — это хороший шаг.

Олег Корнилов

— На наш взгляд, рынок секьюритизированных бумаг пока не очень интересен для физических лиц (из-за длинной дюрации и неликвидности). В то же время мы видим всё увеличивающуюся активность инвесторов на рынке корпоративных облигаций, что постепенно, по мере приобретения опыта инвесторами, подготовит почву для притока средств и на рынок обеспеченного долга как более высокодоходного и надежного.

Равиль Юсипов

— В моем понимании, если уж страховые компании и крупные банки успешно размещают среди физических лиц ИСЖ, структурные ноты и субординированные облигации, то ипотечные бумаги вообще никого не испугают: они несут значительную премию к корпоративным облигациям и ОФЗ. Тут важно другое — комиссия продавца. Агрессивные техники продаж со стороны страховых компаний и инвестиционных подразделений банков позволяют платить высокие комиссионные, и именно они являются основным драйвером продаж подобных продуктов. Коэффициенты обратной конверсии физических лиц в подобные продукты низки, и рынок начинает это переосмысливать. Дайте время, и народные ипотечные облигации будут уходить, как горячие пирожки, но регулятивно надо создать одинаковые условия комиссионных выплат для инвестиционных продуктов.

Александра Веролайнен

— Ипотечные облигации, несмотря на высокое кредитное качество, сравнимое с ОФЗ, не обладают фиксированным графиком амортизации и имеют более сложный механизм определения справедливой стоимости. По этим причинам есть сложности в расширении практики инвестирования в ипотечные бумаги среди профессионального сообщества, не говоря уже о населении. Кроме того, ипотечные ценные бумаги — это долгосрочный инвестиционный инструмент, что также делает его менее привлекательным в глазах частного инвестора.

С момента запуска программы однотраншевой секьюритизации прошло уже два года. Что предпочтительнее для инвесторов: однотраншевая или многотраншевая секьюритизация? Сформулируйте плюсы и минусы обеих программ.

Сергей Кадук

— Однотраншевые облигации в мировой практике секьюритизации занимают весьма малый объем. Это совсем не мейнстрим. Почему? Потому что однотраншевая секьюритизация не создает прибавочного продукта.

Суммарная стоимость траншей в многотраншевой сделке за счет продажи конкретного риска конкретным инвесторам выше, чем стоимость портфеля плюс расходы на выпуск. Экономика работает!

Однотраншевая сделка — это по сути продажа необработанного материала — ипотечного портфеля — инвесторам. Без «костыля» в виде регулятивного разрешения от ЦБ взвешивать инвестиции в бумаги «Фабрики ИЦБ» под 20% прибавочного продукта не создавалось бы вовсе. Второй «костыль» — это процентный своп из «флоатера» в фиксированную ставку, позволяющий привлечь инвесторов, которые совершенно не готовы брать инструмент «Фабрики ИЦБ» с плавающей ставкой. Я очень сомневаюсь, что для ВТБ экономика выпуска бумаг в «Фабрике ИЦБ» с учетом свопа положительна. После выхода Положения № 647-П действие первого «костыля» прекращается: старшие транши многотраншевых секьюритизаций теперь можно взвешивать под 15%. Так что перспективы «Фабрики ИЦБ» совсем не радужные.

В российской практике многотраншевые выпуски — это обычно двухтраншевые структуры, они продолжат развиваться.

Павел Васильев

— Оба формата имеют право на существование. Для однотраншевой секьюритизации важна максимальная стандартизация ипотечных кредитов, входящих в пул, и соответствие их достаточно жестким критериям ДОМ.РФ — в отношении как объекта недвижимости, так и индивидуальных условий, предъявляемых к заемщику, его финансовому положению и кредитной истории. Многотраншевая секьюритизация позволяет более гибко подходить к пулам и достигать хорошего кредитного качества старшего транша за счет использования не только соотношения между старшим и младшим траншами, но и дополнительно используемых инструментов улучшения кредитного качества выпускаемых облигаций.

Нельзя также забывать о регуляторном стимуле для облигаций, выпускаемых в рамках однотраншевой секьюритизации под поручительство института развития, в виде взвешивания по риску с весом 20%. С точки зрения экономики для оригинатора, необходимо оценить целесообразность и размер взимаемого за поручительство вознаграждения против дополнительных расходов на присвоение кредитного рейтинга, необходимого в многотраншевой секьюритизации для обеспечения возможности инвестирования средств пенсионных резервов и накоплений.

Денис Скрипкин

— Поскольку у разных инвесторов могут быть разные (а иногда противоположные) требования к инструментам инвестиций, однозначно сформулировать плюсы и минусы данных продуктов для всех довольно затруднительно.

Однотраншевые бумаги в текущем их виде — это стандартизованный, практически «коробочный» продукт (хотя и здесь уже существует определенная вариативность параметров облигаций), ориентированный на широкий круг инвесторов, которые еще не обладают глубокими экспертными знаниями в данном вопросе, но хотели бы попробовать себя на этом рынке с минимальными затратами и риском.

Многотраншевые бумаги представляют собой очень гибкий инструмент, позволяющий точно настроить параметры «риск — доходность» под нужды определенного класса инвесторов или даже конкретного инвестора, но для анализа таких структур требуется большой опыт и квалификация аналитиков и риск-менеджмента.

Олег Корнилов

— Многотраншевая секьюритизация наилучшим образом приспособлена к запросам инвесторов. Перераспределение денежных потоков от купона и номинала среди различных облигационных классов позволяет создавать долговые инструменты с самыми разными коэффициентами «доходность / дюрация».

Однотраншевая секьюритизация характеризуется простой, понятной структурой, более доступной для инвестиционного анализа (принимая во внимание конечный риск ДОМ.РФ), а также регулятивными льготами для банков-оригинаторов.

Александра Веролайнен

— «Фабричные» сделки формируют основной объем рынка ипотечной секьюритизации последние два года. В 2018 году состоялись 5 размещений «ДОМ.РФ Ипотечный агент» на общую сумму 137 млрд рублей против 109 млрд рублей в 2017 году. К преимуществам однотраншевой секьюритизации можно отнести высокую скорость и стандартизированность выпуска, отсутствие разовых крупных затрат со стороны оригинатора на выкуп младшего транша, суверенный уровень кредитного риска поручителя, сниженные коэффициенты риска по бумагам и тому подобное.

Однако концентрация однотраншевых сделок на портфелях государственных банков не позволяет говорить о том, что этот механизм стал проводником ликвидности для ипотечного рынка. Перекос в сторону «фабричных» сделок вызывает опасения, связанные с высокой концентрацией на одном объекте кредитного риска для инвесторов, а также с ограниченными возможностями для развития ликвидного рынка ипотечных ценных бумаг из-за однотраншевой специфики.

В рамках «фабричных» сделок с целью повышения их инвестиционной привле-

кательности появились выпуски с фиксированным купоном через механизм свопа, а также планируются размещения бумаг с фиксированной амортизацией. Своп с оригинатором в таких сделках по сути выполняет роль младшего транша. Вместе с тем получение процентной маржи по пулу оригинатором через продажу выкупленных при размещении облигаций по цене выше номинала снижает их привлекательность для инвесторов из-за усиления для них процентного риска таких вложений. Младший транш видится в этой связи более рыночным и эффективным инструментом как абсорбирования дефолтов, так и получения процентной маржи оригинатором.

В конечном счете выбор оригинатора в пользу однотраншевых или многотраншевых выпусков зависит от его экономических выгод от сделки, которые диктуются в том числе характеристиками пула. Низкий спред между средневзвешенной ставкой по пулу (за вычетом всех расходов) и купоном по облигациям мог создавать интерес к сделкам в рамках «фабрики» для негосударственных банков. Разворот ставок и расширение спреда должны вернуть интерес рынка к многотраншевым выпускам.

Равиль Юсипов

— Оба формата могут существовать. Но я глубоко убежден, что многотраншевая секьюритизация для рынка предпочтительнее. Главным недостатком однотраншевой секьюритизации, и в особенности «фабричных» сделок, является накопление риска на одном эмитенте. Многотраншевая секьюритизация помимо всех известных плюсов для инвестора (обособление, true sale, кредитное усиление) несет оригинаторам (банкам) и рынку очень важный положительный эффект. В процессе подготовки сделки секьюритизации банк видит все свои слабые операционные места, меняет технологическую платформу и выходит на совершенно другой уровень транспарентности, мышления и понимания банковского бизнеса. Ведь современные реалии требуют от банков перехода от классической формулы «риск на капитал» к новой парадигме — транзакционному банкингу.

Есть ли вероятность, что после отмены коэффициента риска 1250% вернется спрос на классические многотраншевые сделки? Почему и насколько вырастет объем новых размещений?

Павел Васильев

— Мы не ожидаем революционного увеличения количества многотраншевых секьюритизационных сделок в 2019 году, и отмена коэффициента риска в размере 1250% не изменит, на наш взгляд, эту тенденцию (рынок давно выработал способы удержания риска, близкие по экономике и риск-профилю покупке облигаций младшего транша, но не влекущих за собой столь обременительного резервирования). Однако рост многотраншевых сделок ожидается — наравне с ростом всего рынка ипотечных секьюритизаций.

Скорее, мы ожидали бы появления многотраншевых сделок, соответствующих условиям ППС-секьюритизации, как имеющих благоприятное регулирование с точки зрения нагрузки на капитал и потенциально более привлекательных для широкого круга инвесторов, что не может не привести к снижению доходности подобных ценных бумаг по сравнению с менее прозрачными и юридически «тяжелыми» выпусками.

Олег Корнилов

— Новое регулирование значительно повышает эффективность сделки для оригинатора и инвестора в старшие транши, позволяя выбрать наиболее результативный подход к расчету риска при структурировании. В этой связи мы ожидаем постепенное оживление рынка в целом, в том числе рост числа неипотечных сделок.

Денис Скрипкин

— Спрос на классические многотраншевые сделки не исчезал как со стороны оригинаторов, так и со стороны инвесторов. Объем новых размещений зависит от целого ряда факторов, не только от коэффициента риска. По мере стабилизации рынка,

адаптации его участников к новым правилам игры мы, безусловно, увидим новые размещения в этом сегменте.

Сергей Кадук

— Да, я ожидаю роста размещений классической секьюритизации. Объемы сложно предсказать, так как это зависит от многих факторов, в том числе макроэкономических и политических.

Александра Веролайнен

— В условиях жесткого коэффициента по младшему траншу на рынке появилась практика структурирования однотраншевых сделок с избыточным обеспечением в виде субординированного кредита от банка-оригинатора. Такое структурирование позволяло обходить запретительный коэффициент 1250% по младшему траншу, однако этот способ не лишен возможности переквалификации регулятором. Отмена коэффициента 1250% по младшему траншу должна снять эту проблему для банков-оригинаторов и вернуть классические многотраншевые выпуски на рынок.

Равиль Юсипов

— Конечно, вероятность есть. Это уже происходит: успешные размещения декабря СФО ТКБ МСП 1 и ИА БСПб 2 являются тому примером. Но проблема «1250» никогда не снижала спроса у инвесторов — она уменьшала экономику сделки для оригинатора, но для успешности рынка нужен баланс обеих сторон.

В 2018 году анонсирована еще одна сделка секьюритизации кредитов МСП. Ожидаете ли вы новые сделки в этом сегменте в 2019 году? Являются ли кредиты МСП самым перспективным активом неипотечной секьюритизации?

Денис Скрипкин

— Внимание государственных органов к данному сектору экономики, а также наличие специализированного института развития, готового выступать как инвестором, так и поручителем по бумагам, обеспеченным кредитами МСП, повышает привлекательность таких сделок для участников рынка. Негативным фактором может стать отсутствие такой стандартизации кредитного процесса и кредитной документации, которую мы видим в розничном кредитовании, ипотеке.

Павел Васильев

— Кредиты МСП — действительно очевидный, после ипотечных портфелей, объект для секьюритизации. При этом государство многое делает для стимулирования именно этого рынка, считая его локомотивом экономики, решающим зачастую не только экономические, но и социальные проблемы.

Сергей Кадук

— Размещения секьюритизаций МСП могут быть продолжены благодаря поддержке со стороны МСП Банка. При этом кредит МСП — не самый простой актив для секьюритизации, кроме того, ограничено количество банков, имеющих достаточный портфель и хорошую IT-систему для реализации сделки. Вряд ли мы увидим более 2–3 сделок МСП в 2019 году.

Равиль Юсипов

— Да, ожидаю. Сделки СФО ПСБ МСБ 2015 и СФО МОС МСП 1 показывают, что малый и средний бизнес являются ответственными заемщиками. Риск в таких кредитах является счетной задачей, и он управляем. Для большинства предпринимателей свой бизнес является делом всей жизни, и люди борются за него до последнего. Развитие МСП является наиболее приоритетной задачей для нашей экономики, и я думаю, что здесь необходимо растить компетенции.

Александра Веролайнен

— Кредиты МСП могут рассматриваться как наиболее перспективный актив для секьюритизации, главным образом по причине наличия поддерживающей государственной структуры в виде МСП Банка и Корпорации МСП. Содействие рынку

может проводиться через прямое участие в сделках в качестве инвестора, выполнение роли резервного сервисера и / или расчетного агента, помощь в структурировании и организации выпусков и предоставление поручительства при размещениях с платформы МСП Банка. На наш взгляд, на дебютном выпуске был отработан механизм, который может масштабироваться в этом году.

Какие еще неипотечные активы можно секьюритизировать в России? Способствует ли Положение № 647–П новым неипотечным сделкам? Что мешает рынку секьюритизировать неипотечные активы?

Денис Скрипкин

— После принятия в декабре 2013 года Федерального закона № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», известного в профессиональной среде как «Закон о секьюритизации», по российскому праву можно секьюритизировать практически любые денежные требования, причем даже такие, которые возникнут в будущем из будущих обязательств. С точки зрения регулирования непроходимых препятствий для секьюритизации активов нет, Положение № 647-П позволяет банкам достичь пониженных коэффициентов риска при расчете нагрузки на капитал, что должно повысить их интерес к подобного рода инструментам.

Тормозящими факторами в данном случае являются отсутствие достаточного количества квалифицированных инвесторов, способных оценивать сложные структурные инструменты, а также дополнительные требования к банковским IT-системам, необходимым для обслуживания сделок секьюритизации, особенно сделок с револьверным периодом.

Олег Корнилов

— Новые сделки, безусловно, ожидаем в сегменте МСП, исходя из стратегической цели его развития и активной работы Федеральной корпорации по развитию малого и среднего предпринимательства.

Стандартизация процессов и универсальный подход к МСП-сделкам делает их более привлекательными по сравнению со сделками с иными неипотечными активами. Однако не стоит исключать потенциал сделок с другими активами, в первую очередь автокредитами и лизингом.

Сергей Кадук

— Я жду секьюритизаций в авто- и потребительском кредитовании. На мой взгляд, это наиболее понятные, после ипотечных, активы для инвесторов.

Павел Васильев

— Кроме секьюритизации кредитов МСП мы ожидаем выхода на рынок (или по крайней мере подготовки в достаточной степени) до конца 2019 года нескольких сделок секьюритизации портфелей лизинговых контрактов, однако эта сфера активов характеризуется более сложной структурой и сохраняющейся до сих пор неопределенностью налоговых аспектов сделки по обособлению активов от лизингодателя-оригинатора.

Александра Веролайнен

— Кредиты МСП и автокредиты можно назвать наиболее перспективными активами для неипотечных сделок. Пулы кредитов МСП характеризуются меньшей однородностью и стандартизированностью денежных потоков в силу разнообразия условий ссуд и характеристик заемщиков, а также большей волатильностью уровня просроченной задолженности при изменении экономических условий. Но у этого рынка есть поддержка в лице Корпорации МСП, которая уже провела дебютную сделку в конце 2018 года на мультиоригинаторной основе с предоставлением поручительства.

Автокредиты нельзя назвать активно растущим рынком, но они могут формировать стандартизируемое и прогнозируемое с точки зрения денежного потока обеспечение. Кроме того, помимо достижимости критерия однородности такие сделки содержат достаточный избыточный спред, чтобы быть интересными для бан-

ков-оригинаторов. Наиболее ожидаемым считаем выход на рынок секьюритизации банков-монолайнеров автопроизводителей. Их доля за последние 5 лет удвоилась на российском рынке автокредитования. Тем не менее если в сделках секьюритизации кредитов малому и среднему бизнесу МСП Банк может служить якорным инвестором для запуска таких сделок, то для автокредитов вопрос инвесторской базы стоит более остро.

Равиль Юсипов

— Я считаю, что не только банки могут быть оригинаторами сделок. Сделки могут прийти со стороны энергетиков, коммерческой недвижимости, факторинга, лизинга, ГЧП / концессий. Уже наблюдается интерес в этой области, и люди начинают первые расчеты потенциальных сделок. Среди банковских наиболее вероятные активы — это автокредиты, МСП, потребительские кредиты, ГЧП / концессии.

Какие изменения в регулировании вы ожидаете от Банка России в 2019 году? Что еще необходимо для создания комфортной регуляторной среды?

Павел Васильев

— Ожидаем расширения возможностей для инвестирования средств институциональных инвесторов: пенсионных фондов и страховщиков в секьюритизированные ценные бумаги. Сегодняшние ограничения, в ситуации ограниченности доступных на рынке объектов для инвестиций, не стимулируют инвесторов проводить детальный анализ предлагаемых ценных бумаг, а оригинаторов — работать над улучшением структуры сделок, стремясь снизить риски для инвестора.

Более понятные правила для категоризации инвесторов по уровню их квалификации и требования к раскрытию рисков предлагаемых инвестиционных продуктов, планируемые регулятором уже в 2019 году, приведут к уменьшению количества предложений высокодоходных, но при этом высокорисковых инвестиций, что будет иметь благоприятный эффект для продажи менее маржинальных, но высококачественных с точки зрения рисков инвестора продуктов — в том числе облигаций, обеспеченных разнообразными типами активов.

Сергей Кадук

— Я, наверное, впервые за карьеру полностью доволен регулированием Банка России. Прошу ничего не менять хотя бы пять лет. Добавлю только, что для поддержки рынка секьюритизации необходим Ломбардный список как источник ликвидности. ЦБ сейчас прикрывает использование Ломбардного списка в принципе, но для выпусков секьюритизации по причине их ограниченной ликвидности РЕПО с ЦК не является полноценной заменой. Старшие транши, имеющие рейтинг на уровне суверенного, должны автоматически включаться в Ломбардный список.

Олег Корнилов

— Внедрение электронной закладной позволит сделать процесс оборота закладных более простым, включая процедуру передачи закладных для формирования ипотечного покрытия облигаций. Это сократит сроки и стоимость реализации ипотечных сделок. Изменения правил осуществления эмиссии ценных бумаг, вступающие в силу в 2020 году в части секьюритизации, позволят выпускать биржевые облигации с залоговым обеспечением, упростят порядок изменения сведений о банковских реквизитах залогового счета.

Денис Скрипкин

— Для участников рынка важна не только комфортная регуляторная среда, но и ее стабильность. Сейчас рынок находится в стадии адаптации, «переваривания» последних нормативных изменений, в частности Положения № 647-П. В целом законодательная база для проведения сделок секьюритизации широкого спектра активов в России существует, так что, по моему мнению, для рыночных игроков сейчас важно не ее постоянное улучшение, а скорее «тонкая настройка» и разъяснение регулятором своей позиции по некоторым дискуссионным моментам.

Равиль Юсипов

— В части регулирования деятельности НПФ, осуществляющих ОПС, в Положении № 580-П необходимо из п.1.1.2 выделить секьюритизацию как обособленный класс облигаций с отдельным лимитом и требованиями по минимальным рейтингам. В части учета для всех участников: оценочным центрам, чьи котировки используются для определения справедливой стоимости, необходимо перейти на рейтинги российских агентств. В части рейтингов нужно привести в соответствие со всеми законодательными актами банковской и пенсионной отраслей рейтинги структурированного финансирования.

Александра Веролайнен

— Наиболее важной видится отмена 10%-ного лимита в портфеле на инвестирование пенсионных накоплений НПФ в ипотечные ценные бумаги, которые подпадают под это ограничение в силу специфики амортизации. Кредитное качество таких бумаг соответствует требованиям к инвестициям НПФ. Кроме того, именно управляющие НПФ могут обладать достаточной экспертизой и ресурсами для оценки таких бумаг. Исключение для ипотечных ценных бумаг в регулировании инвестиций НПФ позволило бы расширить инвесторскую базу.

XVI Облигационный конгресс стран СНГ, Балтии и Кавказского региона

Батуми 13-14 июня 2019

Реклама

Организатор:

Cbonds congress

Генеральные партнеры:

ГАЗПРОМБАНК Банк ГПБ (АО)

SUBSIDIARY OF HALYK BANK KAZAKHSTAN HALYK FINANCE ДОЧЕРНЯЯ ОРГАНИЗАЦИЯ НАРОДНОГО БАНКА КАЗАХСТАНА

BCS GLOBAL MARKETS

Спонсор гала-ужина:

РЕГИОН ГРУППА КОМПАНИЙ

Официальные партнеры:

S&P Global Ratings

Ак Барс Банк

Спонсоры:

МОСКОВСКАЯ БИРЖА

AIX ASTANA INTERNATIONAL EXCHANGE

открытие БАНК