«Главное для оригинатора — стабильность регуляторного окружения»

Круглый стол оригинаторов сделок

Крупные оригинаторы сделок на российском рынке и аудиторско-консалтинговые компании обсудили в рамках круглого стола для «Энциклопедии российской секьюритизации — 2019», какие перспективы открывает Положение № 647-П, каковы планы по размещениям у оригинаторов на 2019 год, какой формат сделки секьюритизации привлекательнее, какую роль играют рейтинговые агентства и есть ли налоговые последствия для оригинаторов при секьюритизации неипотечных активов.

В 2018 году ЦБ наконец отменил автоматический коэффициент риска 1250% для младших траншей ИЦБ. Как вы оцениваете это событие с позиции оригинатора?

Леонид Бельченко, начальник отдела долгового финансирования, Абсолют Банк

— Ипотечные облигации выпускаются на срок от 5 лет, и главное для оригинатора — это стабильность регуляторного окружения. Новое Положение Банка России № 647-П, очевидно, сыграет позитивную роль — на рынке появились понятные правила игры. Несмотря на то что определенные пункты еще требуют доработки (в частности, сложность с расчетом коэффициента риска для банков-инвесторов, трудности с выкупом дефолтных кредитов), мы расцениваем эти нововведения позитивно и надеемся на отсутствие существенных изменений в документе в среднесрочной перспективе. Рынок секьюритизации несколько лет находился под большим стрессом, и для его развития важно, чтобы у участников была уверенность в завтрашнем дне.

Селим Агарзаев, заместитель председателя правления — начальник казначейства, Металлинвестбанк

— Возможность использования субординированных кредитов для целей кредитной поддержки старших траншей ИЦБ снизила актуальность данного решения ЦБ. Тем не менее использование в будущих сделках младших траншей без «запретительного» веса более удобно для оригинатора и послужит развитию рынка.

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

— В целом, это позитивное изменение, которое четко определяет расчет коэффициентов риска для оригинатора и инвесторов,

а также позволяет структурировать сделки по понятным правилам.

Виктор Киселев, директор департамента структурного финансирования, МСП Банк

— Вступление в силу нового Положения ЦБ № 647-П об оценке кредитного риска по сделкам секьюритизации — это, безусловно, положительное событие для рынка. Двумя ключевыми моментами в новом регулировании являются снятие неопределенности по применению повышенного коэффициента риска 1250% по младшим траншам для банков-оригинаторов и внедрение регулятивной формулы для расчета коэффициента риска для инвесторов.

Понятие ППС–секьюритизации было утверждено ЦБ в 2018 году. Насколько выполнимы ее 16 условий, какие риски и обязательства это несет для оригинаторов? Вы планируете ППС–сделки в ближайшее время?

Виктор Киселев

— Понятие ППС-секьюритизации внедрено в Базель III и позволяет снизить коэффициент риска даже ниже, чем предусмотрено регулятивной формулой. В то же время бремя доказательства, что сделка соответствует всем критериям, лежит на оригинаторе. Так же как и возможные штрафные санкции за нарушение критериев.

Сама по себе регулятивная формула уже позволяет снизить коэффициенты риска для банков-инвесторов по сделкам «классической секьюритизации» до 15%. Это значительное снижение по сравнению с большинством ценных бумаг на рынке. Не думаю, что российские инвесторы могут проявить такую чувствительность к нагрузке на капитал, которую теоретически позволяет достичь ППС-секьюритизация. Так что сомневаюсь, что в ближайшее время потенциальные преимущества ППС-секьюритизации перевесят сложности приведения сделки в соответствие с критериями и доказательства этого соответствия.

Селим Агарзаев

— ППС-секьюритизация предъявляет чрезвычайно жесткие требования к ипотечным базовым активам, которые могут быть включены в сделку. Возможно, банки, получившие право использовать IRB-подход, смогут реализовать первую ППС-сделку. Мы не планируем подобные сделки в ближайшем будущем. Узость базы инвесторов и их специфика не мотивируют оригинаторов идти по пути ППС-секьюритизации.

Леонид Бельченко

— Команда Абсолют Банка работает над созданием продуктов, которые могут быть интересны инвесторам, в том числе мы оцениваем возможность проведения ППС-секьюритизации. Нам интересно понять размер премии, которую будет готов платить рынок за облигации, выпущенные через такую структуру, и соотнести ее с дополнительными расходами оригинатора, поэтому мы ждем первого выпуска, по результатам которого будем принимать решение.

Артем Захаров

— В этой структуре пока еще очень много неизвестных моментов, поэтому говорить о планах на такие сделки преждевременно.

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?

Селим Агарзаев

— Это самый сложный вопрос. Проблему неразвитости российского рынка ипотечных облигаций не решит новый порядок оценки кредитного риска. Необходимы совместные усилия Московской биржи, ДОМ.РФ, ЦБ, торговых и информационных платформ (Bloomberg, Refinitiv, Cbonds) для появления

в РФ развитого рынка ипотечных облигаций. Меры должны включать развитие биржевого рынка РЕПО с ипотечными облигациями, поддержку программ маркетмейкинга, образовательную и информационную поддержку инвесторов и так далее.

Артем Захаров

— К сожалению, инвесторская база расширяется очень медленно. В случае, если нормативные акты Банка России позволят участвовать в сделках пенсионным фондам, то ожидаем увидеть их среди инвесторов.

Леонид Бельченко

— Мы не ожидаем существенных изменений в структуре инвесторов — в первую очередь интерес проявляют традиционные покупатели, которые рефинансируют вложения.

Для привлечения новых инвесторов, на наш взгляд, необходимо предложить рынку более простые для анализа структуры с предсказуемой доходностью и наконец внести изменения в Положение Банка России № 511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска», чтобы банки смогли держать ипотечные ценные бумаги в торговом портфеле.

Виктор Киселев

— Как раз введение Положения № 647-П, позволяющего банкам применять расчетные коэффициенты риска по инвестициям в сделки секьюритизации, как мы ожидаем, будет фактором, привлекающим банки к инвестированию в секьюритизацию. В принципе, мы уже видели интерес со стороны банков в конце 2019 года при размещении двух сделок секьюритизации кредитов МСП, и вызван он был в большой степени именно возможностью использовать пониженные коэффициенты риска.

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

Виктор Киселев

— Во-первых, однотраншевые сделки применяются только к одному виду активов — ипотечным кредитам и неприменимы к любым другим видам. Хорошо, что у оригинаторов ипотеки появился выбор между однотраншевыми сделками в рамках «Фабрики» ДОМ.РФ и рыночными сделками секьюритизации, позволяющими привлечь финансирование, а не только разгрузить капитал. Если удастся развить интерес инвесторов к однотраншевым сделкам, в том числе за счет выпусков с фиксированным купоном и, возможно, с фиксированными графиками погашения, то это расширит интерес к таким сделкам.

В то же время часть преимуществ сделок однотраншевой секьюритизации, а именно низкая нагрузка на капитал за счет пониженного коэффициента риска у поручителя ДОМ.РФ, уходит в связи с внедрением Положения № 647-П, позволяющего снизить нагрузку для инвесторов до 15% по сделкам «классической» секьюритизации.

На мой взгляд, в сегодняшних однотраншевых сделках нет каких-либо явных преимуществ по сравнению с классическими многотраншевыми. Инвесторы, приобретающие секьюритизированные облигации, умеют сами оценивать риск активов и структуру сделки, и для них поручительство ДОМ.РФ не является обязательным атрибутом. С другой стороны, такая особенность секьюритизированных выпусков, как неопределенный график погашения облигаций, остается общей и для однотраншевых, и для многотраншевых выпусков.

Артем Захаров

— Несомненным плюсом многотраншевых структур является их понятность для инвесторов. Однако надо заметить, что в последнее время и при структурировании однотраншевых сделок в рамках «Фабрики» ДОМ.РФ были выработаны механизмы, благодаря которым инвесторам стало проще анализировать данные бумаги, и, как следствие, интерес инвесторов к таким сделкам вырос.

Селим Агарзаев

— Свобода всегда лучше несвободы.

Многотраншевая секьюритизация для оригинатора имеет явные плюсы в виде потенциально более интересной экономики по качественному пулу (без учета стоимости капитала). Из минусов необходимо отметить остающуюся нагрузку на капитал и влияние уровня дефолтов и досрочного погашения на экономику сделки.

Однотраншевая секьюритизация в случае продажи облигаций инвесторам подразумевает полную продажу портфеля кредитов, что приводит к получению как ликвидности, так и капитала для продолжения и наращивания бизнеса. Минусы — это, во-первых, вопрос стоимости комиссии ДОМ.РФ по конкретному выпуску в силу отсутствия общепринятых стандартов (баллов) качества заемщиков. Вторым и главным минусом однотраншевых облигаций по-прежнему остается проблема продажи данных облигаций рыночным инвесторам. Существующие инвесторы требуют неадекватно высокую премию, несмотря на качество и пруденциальное стимулирование.

Леонид Бельченко

— По нашему мнению, сейчас наиболее интересной является многотраншевая секьюритизация. В конечном итоге вопрос выбора оценивается ставкой купона / доходностью при размещении.

В 2018 году анонсирована еще одна сделка секьюритизации кредитов МСП. Считаете ли вы кредиты МСП самым перспективным активом неипотечной секьюритизации? Есть ли у вас в планах секьюритизация каких–либо неипотечных активов?

Виктор Киселев

— В 2018 году МСП Банк организовал две сделки секьюритизации кредитов МСП, одна из них — секьюритизация кредитов МСП Транскапиталбанка, вторая — секьюритизация собственного портфеля. На 2019 год есть планы по реализации еще двух сделок.

Селим Агарзаев

— С точки зрения оригинатора, секьюритизация кредитов МСП выглядит интересной идеей. Причина — кредитами МСП занимаются практически все банки, соответственно, в активах почти любого банка присутствуют в значительном объеме эти базовые активы. Возможно, с развитием ипотечной секьюритизации и снижением спреда этих облигаций к ОФЗ мы задумаемся о неипотечных сделках. Но это вопрос будущего.

Артем Захаров

— Секьюритизация МСП, бесспорно, является очень перспективным направлением. Четких планов на неипотечную секьюритизацию у нас пока нет, но мы изучаем такие возможности.

Леонид Бельченко

— Абсолют Банк прорабатывает сделку секьюритизации автокредитов дочернего банка. В настоящий момент анализируются спрос и возможная доходность этого инструмента.

Относительно секьюритизации других неипотечных активов: банки накопили крупные портфели розничных необеспеченных кредитов, поэтому можно сказать, что секьюритизация таких кредитов — перспективный инструмент.

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

Артем Захаров

— Для оригинатора важнейшим вопросом остается расширение инвесторской базы. Для этого необходима возможность инвестировать пенсионные деньги в структурные облигации с рейтингом ru.sf

и, возможно, нужно рассмотреть создание более привлекательных условий для покупки таких облигаций банками. Несмотря на наивысший рейтинг данных бумаг, их покупка банкам не очень выгодна из-за высокой нагрузки на капитал.

Леонид Бельченко

— Мы ожидаем изменений в части стандартизации ипотечного процесса, его цифровизации. Также необходима реализация ряда инициатив, направленных на регулирование строительного рынка.

Селим Агарзаев

— Необходимы изменение подхода ЦБ к ипотечным облигациям в рамках Положения № 511-П, а также разъяснение позиции ЦБ по нагрузке на капитал при консолидации ипотечного агента.

Виктор Киселев

— Сейчас нужен некоторый период стабильности в регулировании, чтобы и оригинаторы, и инвесторы привыкли и приспособились к действующей регуляторной среде.

Вы планируете конкретные сделки в 2019 году? Если да, то какой будет структура сделки и объемы размещения?

Селим Агарзаев

— Решение о конкретной сделке мы примем в ближайшие несколько месяцев, оценив влияние новой сделки на капитал банка, а также уровень рыночных безрисковых ставок и ожидаемые спреды по ипотечным облигациям.

Артем Захаров

— В настоящее время банк рассматривает возможность проведения ипотечной секьюритизации объемом 5–10 млрд руб.

Виктор Киселев

— Да, мы планируем сделки секьюритизации кредитов МСП в 2019 году с объемами размещения не менее 10 млрд рублей.

Леонид Бельченко

— Мы видим большой аппетит инвесторов к ипотечным ценным бумагам и готовимся реализовать как минимум одну сделку классической ипотечной секьюритизации в этом году.

Какое влияние на рынок секьюритизации оказывают рейтинговые агентства в текущей ситуации?

Артем Захаров

— Рейтинговые агентства обеспечивают удобную инфраструктуру для структурирования сделок, делая их понятными и прозрачными как для оригинатора, так и для инвесторов. С точки зрения инвесторов, рейтинговое агентство обеспечивает предоставление всеми оригинаторами качественной, должным образом выверенной и стандартизированной информации, на которую инвесторы могут полагаться при принятии своих решений. Кроме того, взаимодействие с рейтинговым агентством ведет к пересмотру и оптимизации процессов и технологий у банков-оригинаторов.

Виктор Киселев

— Рейтинговые агентства — важная составляющая рынка секьюритизации. Участие рейтингового агентства в сделке оказывает влияние на сроки подготовки сделки, на ее структуру, на мнение инвесторов о качестве сделки. Поэтому очень важна квалификация рейтинговых агентств и наличие выбора среди агентств для оригинаторов и организаторов.

Селим Агарзаев

— Рейтинговые агентства кроме того, что их оценка используется в пруденциальных целях при инвестировании средств регулируемых инвесторов, дают рынку качественный обзор и анализ рисков каждого конкретного выпуска, они помогают инвестору сократить время, необходимое для индивидуального

анализа, и лучше понять риски эмиссии. Несмотря на тренд, направленный на снижение зависимости банковской системы от рейтингов независимых агентств, невозможно представить рынок секьюритизированных облигаций, не использующих внешние рейтинги. Надеюсь, что новая редакция Положения № 511-П учтет необходимость развития этого важного для банковской системы направления и разрешит использование рейтингов российских рейтинговых агентств при расчете рыночного риска.

Какие альтернативные варианты управления процентным риском существуют? Какие из них вы выбрали и почему? В чем их преимущество перед секьюритизацией?

Леонид Бельченко

— Команда нашего Банка работает над увеличением количества альтернативных инструментов рефинансирования портфеля. В прошлом году мы сфокусировались на разработке тендерной платформы по продаже портфелей и реализовали портфели ипотечных и автокредитов на сумму свыше 10 млрд руб. за 12 месяцев. Сделки продажи позволяют сразу зафиксировать финансовый результат и отразить его в P&L, они не подвержены рискам изменения регуляторных требований, кроме того, подготовка таких сделок занимает существенно меньше времени, чем сделок секьюритизации.

Селим Агарзаев

— Инструменты хеджирования рублевого процентного риска ограничены и почти все обладают серьезными недостатками. Свопы OIS хорошо отражают рынок, но их срочность составляет до 1 года. Свопы, привязанные к ставке Mosprime, обладают ограниченной ликвидностью на длинных сроках, кроме того, глобальный тренд направлен на ограничение использования опросных индикаторов. Фьючерсы на корзину ОФЗ сложно назвать ликвидными, к тому же они не учитывают спред ликвидности банка. Что касается опциональной составляющей процентного риска, вытекающей из неопределенной скорости досрочного погашения ипотечного портфеля, то инструменты такого рода и вовсе отсутствуют на российском рынке.

Поэтому в настоящее время наш банк ограничивает общий процентный риск банковской книги и управляет общим риском, не выделяя ипотечный портфель. Идеальным инструментом хеджирования процентного риска остается секьюритизация, но стоимость, которую необходимо за нее заплатить в виде премии к ОФЗ по купону и накладных расходов на инфраструктуру, ограничивает возможности использования секьюритизации.

Влекут ли за собой сделки секьюритизации неипотечных активов возникновение существенных налоговых последствий для оригинаторов? Требует ли действующее налоговое законодательство доработок с целью минимизации налоговых рисков в рамках сделок секьюритизации неипотечных активов?

Алексей Кузнецов, партнер, руководитель группы услуг по налогообложению компаниям финансового сектора в СНГ, Ernst&Young

— Неотъемлемым этапом планирования сделки секьюритизации является анализ налоговых последствий, возникающих для всех участников сделки, что позволяет заранее проанализировать и предсказать будущую налоговую нагрузку оригинатора, эмитента, а также оценить привлекательность инвестиций с налоговой точки зрения для российских и зарубежных инвесторов.

Так, в рамках секьюритизации активов, подлежащих обложению НДС, при продаже

активов необходимо оценить налоговую нагрузку оригинатора (особенно в случаях, когда оригинатором является первоначальный владелец активов). Например, сумма входящего НДС у оригинатора может быть недостаточной для «покрытия» его налоговых обязательств при единовременной реализации аккумулированного портфеля, подлежащего обложению НДС, что может привести к временной налоговой неэффективности. Кроме того, отдельного внимания заслуживает оценка деятельности СФО с точки зрения НДС (освобождение доходов предусмотрено только в отношении налога на прибыль), в частности, возможность зачета сумм входящего НДС, уплаченного при покупке секьюритизированных активов, против сумм исходящего НДС с платежей. Для получения возможности зачета необходимо подготовить базу для обоснования связи расходов, по которым возникла сумма входящего НДС, с облагаемой НДС деятельностью.

С учетом отсутствия значительного количества сделок секьюритизации вне ипотечного рынка у российских налоговых органов могут возникнуть дополнительные вопросы к подобного рода сделкам, в том числе с точки зрения их экономической целесообразности. Так, в свете изменений в налоговом законодательстве — введении концепции злоупотребления правом — пристальному вниманию со стороны налогового органа могут подвергнуться как сами участники сделки (их репутация, ресурсы, квалификация сотрудников и прочее), так и обоснованность установленных цен при сделке.

В отсутствие широкой практики применения текущих норм налогового законодательства к неипотечным активам при структурировании отдельных сделок может также потребоваться обсуждение отдельных вопросов с Министерством финансов и ФНС.

В целях обеспечения привлекательности такого инструмента привлечения финансирования, как секьюритизация неипотечных активов, в отдельных случаях может потребоваться проработка и доработка существующих законодательных норм в области налогообложения в силу возможной налоговой неэффективности для участников сделки.

Отдельного внимания заслуживают случаи, когда в рамках сделок секьюритизации планируется использовать структурные облигации, выпускаемые СФО. В этой связи необходимо доработать действующее налоговое законодательство в силу отсутствия каких-либо предметных положений в отношении структурных облигаций.