Сергей ФЕДОТОВ,
начальник отдела
мониторинга и отчетности,
управление секьюритизации,
АО ВТБ Капитал

Куда смотрит вектор развития национального рынка секьюритизации?

С тех пор как сборник «Энциклопедия российской секьюритизации» стал ежегодным, появилась возможность регулярно возвращаться к выпускам прошлых лет, чтобы составить представление, в каком направлении и под влиянием каких факторов развивается рынок. Так изучают годичные кольца древесины и определяют влияние климатических и экологических условий на качество и величину годового прироста.

Сборник интересен набором прогнозов на предстоящий год. Инвестору важно знать, когда и в какие структуры инвестировать, рейтинговому агентству — какие методологии совершенствовать и какие создавать, сотруднику инфраструктуры — на чем акцентировать внимание и где искать работу. Возьмем в руки прошлогодний выпуск. Какие-то прогнозы удивительно точны: иные авторы как в воду глядели. Другие совсем не оправдали ожиданий даже в части предсказания макроэкономических показателей. Третьи прогнозировали не слишком позитивный рост рынка секьюритизации, поскольку полагали, что рост ставок может нивелировать избыточный спред. Такой прогноз оказался верным, но по иной причине: ставки как раз падали, ключевая ставка пересматривалась за год пять раз, всегда в сторону понижения. Прогнозов много, это своего рода профессиональное соревнование экспертов. Это интересно.

Еще один плюс «Энциклопедии»: отвечая на вопросы любого из «круглых столов», никто из привлеченных экспертов не знает прогнозов других. Сравнить результаты можно только в опубликованном тексте.

Если говорить о результатах 2018 года, то в сфере ипотечной секьюритизации было реализовано семь сделок общим объемом 146.3 млрд рублей, из них пять объемом 136.4 млрд рублей (93%) реализовано с использованием платформы «Фабрика ИЦБ» ДОМ.РФ и две на сумму 9.9 млрд рублей (7%) — в псевдокласси-

ческом однотраншевом формате образца 2017 года с младшей кредитной поддержкой без участия ДОМ.РФ.

В прошлогоднем выпуске «Энциклопедии» эксперты заметили, что 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[1]. Отмечалось также, что отчеты расчетного агента по сделкам «Фабрики» неинформативны. Подходы к структурированию и оценке рисков в «фабричной» модели остаются непрозрачными для рынка, представление аналитических данных по закладным[2] организовано в сложной для понимания форме, доступной для анализа только самым квалифицированным инвесторам. В отношении выпусков с переменным купоном высказывались соображения, что они создают значительные трудности при расчете доходности для инвестора[3]. Подобные рассуждения, по всей видимости, послужили отправной точкой в подготовке отчета Аналитического кредитного рейтингового агентства от 18 июля 2019 года «Как избежать ипотечного кризиса в России», а также исследования АКРА от 2 августа 2019 года «Оптимизированная многотраншевая секьюритизация», являющегося расширенной версией отчета. В отчете, а также иных исследованиях[4] отмечается, что программа «Фабрика ИЦБ» ДОМ.РФ не является инновационным механизмом выпуска ипотечных ценных бумаг. Аналогичные модели использовались до кризиса в США. Отмечается, что «искусственно созданные ДОМ.РФ в обход рыночных механизмов регуляторные «туннели» изолируют институт развития от конкуренции и способствуют монополизации рынка». Речь идет, в частности, о регулятивных преимуществах при расчете нагрузки на капитал кредитных организаций при вложениях в облигации с ипотечным покрытием, обеспеченные поручительством единого института развития[5].

Вне зависимости от подобных рассуждений объем выпуска ипотечных облигаций в 2019 году более чем вдвое превзошел результат 2018 года, при этом все сделки выполнены с использованием платформы ДОМ.РФ. Но главным результатом стало размещение большей части выпусков или даже всего объема отдельных выпусков среди рыночных инвесторов. Значительно увеличились ликвидность и емкость рынка. Именно такие пожелания высказывали большинство экспертов в своих выступлениях и публикациях в прошедшие годы. Первоначально «Фабрика ИЦБ» предусматривала обмен оригинатором портфеля требований, передаваемых в ипотечное покрытие, на более ликвидные и менее капиталоемкие облигации. В части структуры сделок исходная модель также постепенно меняется: в 2019 году появились облигации с фиксированным купоном и облигации с фиксированным профилем амортизации. Так постепенно «Фабрика ИЦБ» становится платформой ДОМ.РФ — главным инструментом реализации государственных задач.

Большим вкладом в развитие рынка в прошлом году явился разработанный ДОМ.РФ и одобренный Банком России единый для рынка стандарт ипотечного кредитования[6], включая документацию для стандартной сделки секьюритизации[7]. Еще более масштабным документом стал План мероприятий (дорожная карта) по

[1] «Круглый стол» организаторов сделок. «Энциклопедия российской секьюритизации – 2019», стр. 23–25.

[2] «Данные по закладным», https://mbsfactory.ahml.ru/raskrytie-informatsii/dannye-po-zakladnym/#1470125970152-80a4e1d7-cdc0.

[3] Ксения Полякова. Неипотечная секьюритизация: анализ ключевых тенденций. «Энциклопедия российской секьюритизации – 2019», стр. 85.

[4] Например, Андрей Литвинцев. Американские рынки секьюритизации в 2018 году. «Энциклопедия российской секьюритизации – 2019», стр. 42–48.

[5] Введены Указанием Банка России от 20.10.2016 № 4166-У «О внесении изменений в Инструкцию Банка России от 3 декабря 2012 года № 139-И "Об обязательных нормативах банков"».

[6] https://стандарт.дом.рф/.

[7] Стандарт вводится с оговоркой, что присоединение к нему возможно в полном объеме: частичное присоединение или присоединение с оговорками невозможно.

развитию рынка ипотечных ценных бумаг[1]. Он не оставляет сомнений, что рынок будет развиваться по заданному ДОМ.РФ сценарию или, по крайней мере, этот сценарий будет доминировать. Пункты 4–8 данного документа предполагают повышение ликвидности облигаций с поручительством единого института развития в жилищной сфере за счет широкого круга источников. Здесь говорится об одобренных на уровне правительства планах изменения режима инвестирования в ипотечные ценные бумаги ДОМ.РФ средств расширенного инвестиционного портфеля ГУК, пенсионных накоплений, временно свободных средств госкорпораций и госкомпаний, остатков средств на едином счете федерального бюджета, накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих. Помимо изменения конкурентной среды секьюритизационная модель ДОМ.РФ привела к преобразованию существующей инфраструктуры рынка, признаки которого проявились в последние полтора-два года.

Вернемся к итогам 2019 года. Это шесть сделок общим объемом 296.9 млрд рублей, все шесть (100%) реализованы с использованием платформы ДОМ.РФ. К сожалению, нет ни одного выпуска в классическом многотраншевом или псевдоклассическом однотраншевом формате. О причинах такого положения вещей, об условиях и механизмах, которые сделают ландшафт инвестора ярче и разнообразнее, будет сказано ниже. Очень важно присутствие на рынке разных инструментов, разных возможностей. Это сделает его более конкурентным, более развитым, ликвидным и емким. Такое направление развития рынка возможно и желательно; приложим усилия к тому, чтобы оно было задано.

[1] № 8598п-П13 от 20 сентября 2019 г. Разработан во исполнение подпункта «б» пункта 6 Указа Президента Российской Федерации от 7 мая 2018 г. № 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года» и пункта 10 протокола заседания президиума Совета при Президенте Российской Федерации по стратегическому развитию и национальным проектам от 28 января 2019 г. № 1 и утвержден Первым заместителем Председателя Правительства Российской Федерации — Министром финансов Российской Федерации А. Г. Силуановым.

ПОЧЕМУ СЛОЖИЛОСЬ ТАК, А НЕ ИНАЧЕ? ЧТО ОПРЕДЕЛЯЕТ ВЕКТОР РАЗВИТИЯ?

Вернемся на несколько лет назад. В исследовании АКРА говорится о многотраншевой модели — как справедливо отмечено, хорошо зарекомендовавшей себя в России в течение более чем десяти лет. Расцвет ее пришелся на 2012–2014 годы и был во многом обусловлен поддержкой институтов развития в виде:

- программ АИЖК по приобретению облигаций с ипотечным покрытием (завершены в 2014 году);
- программы инвестиций ВЭБ в проекты строительства доступного жилья и ипотеку (2010–2014 годы);
- программы АИЖК по приобретению закладных.

Программы взаимно дополняли друг друга, оказывая рынку существенную поддержку: для участия в программах оригинаторам необходимо было не только соответствовать строгим критериям, но и победить в конкурсе. Программы открыли путь к секьюритизации большому количеству кредитных организаций, секьюритизация стала массовым продуктом. Отмечались и случаи участия одного института развития в программе другого (ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2011-1»).

С 2015 года все эти программы свернуты, новых не предлагается. **Это первый фактор.**

Указанием Банка России от 30 ноября 2015 года № 3855-У[2] введен код обозначения 8750 в перечень расшифровок при расчете обязательных нормативов и, соответственно, коэффициент 1250%, применяемый к вложениям в «облигации младшего транша». Это означает, что с даты вступления документа в силу удерживаемые оригинаторами позиции, принимающие первые риски убытка по обеспечению, вычитаются из капитала кредитной организации — оригинатора при расчете норматива достаточности капитала и тем самым снижают возможность наращивания кре-

[2] Указание Банка России от 30 ноября 2015 г. № 3855-У «О внесении изменений в Инструкцию Банка России от 3 декабря 2012 года № 139-И "Об обязательных нормативах банков"».

дитования. Это актуально для средних по размеру кредитных организаций и очень важно для небольших.

В результате с 1 января 2016 года все сделки, запланированные к размещению после этой даты, либо поменяли структуру, либо не состоялись. **Это второй фактор.**

В продолжение этой темы любопытен статус прогноза[1] издателей «Энциклопедии», которые выразили надежду, что в 2019 году стагнирующий рынок может перейти в активную фазу: в 2018 году вступило в силу Положение Банка России № 647-П[2], которое установило понятные правила игры для оригинаторов и открыло перспективы для возвращения сделок многотраншевой секьюритизации. Наш коллектив принимал активное участие в подготовке Банком России норм этого Положения, и принятие этого документа, разумеется, стало событием 2018 года. Но все же ряд вопросов и комментариев остался в тексте документа без ответа. Например, не разрешен вопрос о критериях субординации перечисленных в Положении видов рисковых позиций, а также о принципах расчета отдельных рисковых позиций, которые могут классифицироваться как условные обязательства. Таким образом, рассчитывая кредитный риск в сделке, где рисковых позиций больше двух (а так бывает почти всегда), разные специалисты получат неодинаковые результаты. Вопрос в том, с каким расчетом согласится регулятор. Это важно для любой кредитной организации, удерживающей рисковые позиции. И **это третий фактор**, принимаемый во внимание с 2019 года.

Рейтинговая реформа, запущенная Федеральным законом № 222-ФЗ от 13 июля 2015 года [3], наложенная на естественную инерционность подготовки сделок секьюритизации, до последнего времени вызывала чувства неуверенности у оригинаторов и неопределенности у инвесторов. И сегодня ситуация такова, что в регулятивных целях в каких-то нормативных документах упоминаются рейтинги международных рейтинговых агентств, а в каких-то — национальных рейтинговых агентств по национальной рейтинговой шкале сектора структурированного финансирования для Российской Федерации. При этом первые нормативные документы регулятора с упоминанием такой шкалы появились лишь осенью 2019 года. **Это четвертый фактор.**

Стоит также отметить своеобразную «феодализацию» ипотечного рынка[4]. К сожалению, по известным причинам число ипотечных кредиторов не растет, в особенности мы не наблюдаем увеличения количества на рынке таких игроков, которые задумываются о секьюритизации собственных активов. Это подробно обсуждалось в прошлом году[5]; сегодня задача создания дополнительных мер по стимулированию банков, не входящих в число лидеров отрасли, еще более актуальна. Применительно к рынку ипотечной секьюритизации «феодализация» выражается в совмещении инфраструктурных ролей, их концентрации и появлении участника, объединяющего едва ли не все роли. **Это пятый фактор.**

Ограничение на инвестирование в ИЦБ институциональными инвесторами. Это вторая по популярности тема 2019 года и **шестой фактор.** Как уже отмечалось выше, утвержденный правительством План мероприятий (дорожная карта) по развитию рынка ипотечных ценных бумаг как раз и предусматривает изменение режима инвестирования всех известных институциональных ресурсов в бумаги с поручительством единого института развития в жилищной сфере. Будет правильным распространить эти положения Плана мероприятий на классические облигации с ипо-

[1] Энциклопедия российской секьюритизации — 2019, стр. 5.

[2] Положение Банка России от 4 июля 2018 г. № 647-П «Об определении банками…»

[3] Федеральный закон от 13 июля 2015 г. № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Редерации».

[4] Термин введен С. Гордейко. Три ипотечные трансформации 2019 года и их влияние на секьюритизацию. «Энциклопедия российской секьюритизации» — 2019, стр. 53.

[5] А. Ю. Сучков Сможет ли вторичный ипотечный рынок поддержать рост рынка первичного? «Энциклопедия российской секьюритизации» — 2019», стр. 60.

течным покрытием, имеющие надлежащие уровни рейтингов национальных рейтинговых агентств. Повышение ликвидности таких облигаций также служит поставленной задаче увеличения количества семей, улучшающих свои жилищные условия.

Факторов достаточно. Теперь немного векторной арифметики для ответа на вопрос, выведенный в заголовок статьи. Это просто — правила векторного исчисления с середины XIX века мало изменились.

При сложении/вычитании вектора ДОМ.РФ с вектором классической секьюритизации (или просто — иной ипотечной секьюритизации) в 2017-м и в 2018 годах получим вектор, мало отличающийся от вектора ДОМ.РФ. При действиях с теми же векторами в 2019 году это будет просто вектор ДОМ.РФ. Исходя из планов на 2020 год[1], а также данных о сделках, которые завершатся размещением в 2020 году, прогноз на текущий год очень сильно напоминает результат 2018 года.

Что все-таки будет нового? Поскольку жилищное строительство не утратило приоритет, возможно, будет использовано по назначению изменение[2] в Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах», позволяющее увеличить долю требований, обеспеченных залогом прав требования участника долевого строительства, в ипотечном покрытии до 40%. И конечно, надежды возлагаются на регуляторные изменения, некоторые из которых значатся в повестке развития уже несколько лет. Речь идет:

- о пересмотре ограничений на инвестирование в ИЦБ средств пенсионных накоплений, пенсионных резервов, страховых резервов;
- о категоризации вложений в инструменты секьюритизации по уровню рейтинга, присвоенного национальными рейтинговыми агентствами выпуску, эмитенту или поручителю в целях расчета кредитными организациями рыночного риска;
- о расширении возможностей рефинансирования в Банке России под залог облигаций с ипотечным покрытием;
- о включении облигаций с ипотечным покрытием в состав высоколиквидных активов при расчете показателя краткосрочной ликвидности (Базель III)[3].

Вместе с тем не забываем, что секьюритизация — это многомерное пространство и в наступившем году векторы вырастут в других направлениях секьюритизации, в том числе секьюритизации социально и государственно значимых активов, таких как кредиты МСП и потребительские кредиты, тесно связанные с благосостоянием семей. У игроков на нашем рынке меньше опыта в этой сфере по сравнению с ипотекой, и здесь пока либо нет единых институтов развития, либо они не настолько сильны. Но они динамично развиваются, в том числе благодаря трансформации инфраструктуры рынка, о чем говорилось выше. Пространство для творчества есть.

Выражу надежду, что векторы неипотечных измерений секьюритизации подрастут и когда-нибудь сравняются с вектором ДОМ.РФ. Мы будем прилагать все усилия к развитию новых направлений, одновременно помогая ДОМ.РФ в реализации государственной программы и другим участникам рынка в осуществлении их индивидуальных планов.

---

[1] Например, Олюнин Д. Ю. «Банковская отрасль — 2020: прогнозы лидеров», РБК, 23.12.2019.

[2] Федеральный закон от 2 августа 2019 года № 261-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "Об ипотечных ценных бумагах" и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

[3] Положение Банка России от 30.05.2014 г. № 421-П «О порядке расчета показателя краткосрочной ликвидности (Базель III)».