«Нужно перестать бояться призраков американского ипотечного кризиса»

«Круглый стол» организаторов сделок

Представители ведущих банков-организаторов и рейтинговых агентств обсудили в рамках «круглого стола» для «Энциклопедии российской секьюритизации — 2020», как добиться «прорыва» на рынке секьюритизации и привлечь новых инвесторов, поделились мнением о концентрации риска на одном эмитенте, представили прогнозы по динамике рынка в 2020 году и рассказали, чем DCM-команды занимаются в свободное от сделок время.

Какие основные тенденции будут определять рынок секьюритизации в 2020 году?

Дмитрий Дорофеев, старший менеджер отдела подготовки и структурирования проектов, управление секьюритизации, АО ВТБ Капитал

— Думаю, что тенденция на укрупнение и концентрацию рынка ипотеки продолжится как в части банков-оригинаторов, так и в части эмитентов ипотечных ценных бумаг (ИЦБ). Сюрпризов здесь ждать не приходится. Рынок агентских ИЦБ (я буду использовать именно такую терминологию, вместо «однотраншевых») продолжит рост. Думаю, мы увидим новые выпуски не только от нынешних банков — лидеров рынка, но и от новых оригинаторов.

Олег Корнилов, исполнительный директор по рынкам долгового капитала, Райффайзенбанк

— Рынок продолжит развиваться в рамках программ ДОМ.РФ и Корпорации МСП, мы также ожидаем увидеть многотраншевые ипотечные выпуски. С учетом новых регуляторных требований ЦБ РФ не исключаем интерес банков к секьюритизации потребительских кредитов. Также постепенно будет развиваться переупаковка активов для структурных продуктов, ориентированных на физических лиц.

Олег Карпеев, директор по развитию международного бизнеса, BCS Global Markets

— Основные сложности, стоящие на пути широкого распространения секью-

ритизации, еще остались, поэтому взрывного роста мы не ожидаем. Но верим, что наряду с уже привычными нам ипотечными сделками и знаковыми для 2019 года сделками по секьюритизации МСП мы увидим выпуски в области ГЧП, концессий и договоров о предоставлении мощности (ДПМ). Одна из сделок в области ДПМ уже закрыта в 2020 году.

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

— Необходимы новые идеи: новые виды активов для секьюритизации, новые оригинаторы «не банки». Я ожидаю развитие секьюритизации именно в этом направлении.

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

— Для рынка секьюритизации важна скорость включения кредитных рейтингов национальных рейтинговых агентств, содержащих постфикс «.sf», в нормативные документы, регулирующие вложения крупнейших институциональных инвесторов в обязательства структурированного финансирования. Расширение инвесторской базы через изменение нормативных требований было бы воспринято как знак, демонстрирующий заинтересованность регулятора в развитии рынка секьюритизации и рынка облигаций в целом.

Стимулом к ипотечной секьюритизации является рост ипотечных портфелей на фоне снижения их маржинальности. Вместе с инициативами по ужесточению коэффициентов риска по ипотечным кредитам в зависимости от ПДН и LTV, создающими нагрузку на капитал, такая конъюнктура должна стимулировать банки более активно работать со своим ипотечным портфелем, в том числе используя секьюритизацию.

Пока не решен вопрос расширения доступа институциональных инвесторов к инструментам многотраншевой секьюритизации, банкам могут быть более интересны размещения ипотечных ценных бумаг со своего баланса. Вариант выпуска обеспеченной облигации может быть привлекателен с точки зрения возможности удлинить долг и улучшить профиль долгосрочной ликвидности, а также с позиции экономии затрат на организацию и сопровождение сделки.

В качестве перспективных направлений рынка помимо ипотеки можно назвать размещение облигаций, обеспеченных правами требования в рамках ГЧП и кредитами МСП, и структурных облигаций.

Что должно случиться, чтобы в 2020 году произошел «прорыв» рынка секьюритизации и мы увидели много новых размещений? Каков ваш прогноз по объему и количеству сделок?

Дмитрий Дорофеев

— Текущее регулирование, при котором объем инвестиций пенсионных накоплений в ИЦБ (как агентские, так и не-агентские) ограничен 10% активов под управлением фонда, станет сдерживающим фактором развития рынка. Ситуацию также усугубит скорое расширение регулирования и на пенсионные резервы.

Снятие данного ограничения позволит говорить о «прорыве» рынка секьюритизации. Надеемся, что регулятор примет во внимание доводы участников рынка и изменит свою позицию в этом вопросе. Тем не менее даже в таких условиях рынок ИЦБ продолжит взрывной рост, и меня не удивит его удвоение в 2020 году!

Олег Корнилов

— По-прежнему существуют сдерживающие регуляторные и экономические факторы, по объему и количеству будет преобладать ипотека. Рассчитываю, что мы увидим сделки в сегменте МСП и потребительских кредитов. В целом, по мере снижения ставок и нормализации темпов досрочного погашения кредитов потребность в рефинансировании банков будет возрастать, инвесторы будут готовы смотреть на новые классы активов. Ожидания по «справедливому» спреду секьюритизиро-

ванных облигаций между оригинаторами и инвесторами будут близки как никогда.

Александра Веролайнен

— В 2020 году можно ждать оживления рынка секьюритизации. Восстановление рынка будет зависеть от скорости принятия решений о включении рейтингов национальных рейтинговых агентств, имеющих постфикс «.sf», в нормативные акты Банка России, регулирующие инвестиции институциональных инвесторов в обязательства структурированного финансирования. Расширение инвесторской базы позволит снизить премии по выпускам и сделает сделки более экономически целесообразными. В условиях сужающихся спредов вслед за падением ставок инструменты секьюритизации, которые при своем высоком кредитном качестве предлагаются рынку с премией, будут иметь особый интерес у инвесторов. При этом важно, чтобы нормативные изменения коснулись не только ипотечных ценных бумаг, но и альтернативных инструментов структурированного финансирования, например выпусков под портфели кредитов МСП или права требования в рамках ГЧП.

Олег Карпеев

— Не думаю, что мы можем прогнозировать какой-то прорыв в анализируемом сегменте. В условиях нисходящего тренда по ставкам оригинаторы неохотно расстаются с высокодоходными портфелями, а если и расстаются, то через прямую продажу. В то же время мы уверены, что число сделок должно вырасти, в первую очередь за счет неипотечных сделок.

В 2019 году была утверждена «дорожная карта» по развитию рынка ИЦБ, в рамках которой предполагается привлечь на рынок пенсионные деньги и средства госкорпораций, обсуждается возможность допуска к покупке ИЦБ иностранных инвесторов. Насколько реально появление на рынке таких инвесторов? Как это повлияет на рынок?

Александра Веролайнен

— Значимые нормотворческие изменения и инициативы в 2019 году в области структурированного финансирования были в основном связаны с расширением инвестиционной привлекательности ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ, например был снижен риск на бумаги в целях применения № 511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска», озвучены инициативы по расширению инвестиционной базы за счет государственных средств — остатков средств на едином счете федерального бюджета, средств пенсионных накоплений ПФР, временно свободных средств государственной корпорации, государственной компании и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих. Предложенные в «дорожной карте» меры должны позволить реализовать намеченные амбициозные цели по объемам. По оценкам ДОМ.РФ, к 2024 году объем выпусков однотраншевых бумаг может составить 7 трлн рублей. Такой прогноз строился, исходя из целей национального проекта по развитию ипотечного и жилищного рынка.

Для полноценного и гармоничного развития российского рынка секьюритизации важно дополнить уже принятые инициативы в отношении ИЦБ ДОМ.РФ расширением возможностей вложений институциональных инвесторов в иные инструменты структурированного финансирования. Многотраншевые выпуски при должном качестве структурирования являются не менее надежными, чем однотраншевые ипотечные облигации с поручительством ДОМ.РФ. Тот факт, что банк-оригинатор выкупает младший транш на свой баланс и участвует в риске, привлекает должное внимание к качеству привлекает, предлагаемого инвесторам, при формировании сделки.

Сергей Кадук

— Насколько я понимаю, ЦБ РФ придерживается осторожного подхода к любым сделкам секьюритизации, включая и ипотечные.

Регулятору очень не нравятся сделки, являющиеся «обязательствами третьих лиц». Это очевидный нонсенс. Что надежнее: выпуск, обеспеченный обязательствами 2000 ипотечных заемщиков с залогом квартир, или обязательства какого-нибудь корпоративного эмитента без ковенантов и залогов?

Я вижу догматизм и нежелание детально разбираться в рисках секьюритизации. Много попыток было сделано, чтобы объяснить, что в России мы даже близко не можем получить ничего похожего на американский ипотечный кризис хотя бы из-за наличия ограничения в 80% по показателю «Кредит/Залог». Ипотечные бумаги в силу распределения риска и наличия залога сегодня надежнее голубых фишек.

Пока регулятор не разрешит НПФ руководствоваться рейтингом выпуска и оценивать риски конкретной сделки, а не автоматически считать любую сделку секьюритизации инвестицией повышенного риска, никакого развития не будет.

Дмитрий Дорофеев

— Бесспорным преимуществом агентской модели развития рынка ИЦБ является увеличение объемов отдельных выпусков, а также их ликвидности (конечно, есть и риски — о них ниже). При высочайшем кредитном качестве такие ИЦБ просто не могут не привлечь внимание инвесторов в ОФЗ, благо объемы отдельных выпусков ИЦБ и ОФЗ уже сравнимы. Я уверен, что в самое ближайшее время мы увидим переток средств иностранных инвесторов с рынка гособлигаций в рынок ИЦБ. Это приведет к дальнейшему увеличению ликвидности рынка ИЦБ и сужению спредов к ОФЗ. ВТБ постарается внести свой вклад в развитие этого направления.

Олег Корнилов

— Рынок должен стать более ликвидным. Это поможет банкам наращивать объемы выдачи, перераспределять риски. Однако для эффективного функционирования рынка помимо инструмента с поручительством ДОМ.РФ инвесторам также должны быть доступны классические многотраншевые выпуски.

В прогнозе по иностранным инвесторам мы пока сдержанно оптимистичны. На текущий момент активность иностранных инвесторов сконцентрирована в ОФЗ, даже на рынке облигаций plain vanilla их участие не сильно заметно.

Олег Карпеев

— Как показывает практика, от идеи до ее воплощения в реальность может проходить много времени и на выходе мы получаем совсем не то, что ожидали на входе. В теории появление на рынке новых крупных игроков — это, несомненно, положительный момент для всех. Но значительное влияние на их активность будет оказывать наличие компетенций по анализу и оценке инструментов для инвестирования, а с этим могут возникнуть проблемы.

После отмены автоматического коэффициента риска 1250% для младших траншей ИЦБ ожидались новые сделки многотраншевой секьюритизации, однако в 2019 году «активизации» рынка не случилось. Многотраншевые сделки ИЦБ без скидок на транзакционные расходы еще имеют экономическую целесообразность? Или рынок приспособился к однотраншевым сделкам ДОМ.РФ?

Сергей Кадук

— Конечно, они имеют целесообразность. Рынок секьюритизации стагнирует, так как банки избыточно ликвидны вследствие низкой экономической активности в стране. Нет необходимости использовать сложные инструменты привлечения средств, когда есть депозиты.

Если же оценивать затраты на сделку, то я не вижу, чтобы однотраншевая секьюритизация являлась более дешевой, чем многотраншевая. Не надо забывать, что, участвуя в сделке «ДОМ.РФ Ипотечный

агент», банк-оригинатор должен ежегодно платить минимум 1%, чаще 2%, а также за поручительство ДОМ.РФ. В многотраншевой секьюритизации таких расходов нет, в пересчете на срок выпуска затраты составляют около 0.4% от объема.

Олег Карпеев

— На мой взгляд, проблема 1250% не была основополагающей для рынка, оригинаторы научились работать с ней через субординированные займы и поручительства. Поэтому заметного влияния на рынок отмена этой нормы не оказала. Мы верим в будущее многотраншевых сделок, но внешняя конъюнктура в виде ожидания падения ставок не позволяет рассчитывать на их значительное количество.

Олег Корнилов

— Экономическая целесообразность заключается не только в транзакционных расходах на сделку — необходимо оценивать инструмент в целом. Ценовым преимуществом классической структуры, например, является наличие избыточного спреда, фиксированной ставки. Если проведение сделки в совокупности выгодно банку — она будет реализована независимо от структурных элементов.

Александра Веролайнен

— В 2019 году состоялись сделки ипотечной секьюритизации только в рамках программы однотраншевых выпусков с поручительством ДОМ.РФ. Общий объем выпусков составил около 300 млрд рублей. Основной объем этих сделок проведен под ипотечный портфель ВТБ. К сожалению, в 2019 году не произошло ни одной классической ипотечной многотраншевой сделки секьюритизации, а также существенного роста участников этого рынка как со стороны оригинаторов, так и со стороны инвесторов.

При принятии решения Банком России о расширении возможностей инвестиций институциональных инвесторов в ипотечные ценные бумаги и применении кредитных рейтингов национальных рейтинговых агентств для таких инструментов можно ожидать возвращения на рынок многотраншевых сделок. Они по объему, безусловно, продолжат уступать выпускам ИА ДОМ.РФ, но их наличие само по себе является залогом гармоничного и устойчивого развития рынка ипотечной секьюритизации, обеспеченного многообразием доступных для инвесторов инструментов и бенчмарков.

В 2019 году на рынке размещались только однотраншевые ИЦБ по программе ДОМ.РФ. Отсутствие конкуренции со стороны многотраншевых сделок является «здоровым» состоянием? Какие риски это несет для дальнейшего развития рынка?

Дмитрий Дорофеев

— Я думаю, следует объединить ответы на этот и предыдущий вопрос. Правильнее было бы использовать термины «агентские» и «не-агентские» ИЦБ, а не разделять ИЦБ на «однотраншевые» и «многотраншевые». Главное различие между облигациями заключается именно в наличии или отсутствии гарантии со стороны ДОМ.РФ, а не в количестве траншей!

Доминирование агентских выпусков в последние два года абсолютно объяснимо и понятно и в этом смысле «здорово». Государство в лице агентства ДОМ.РФ сделало выбор в направлении развития рынка ИЦБ — я подробнее остановлюсь на преимуществах и рисках такого выбора в ответе на следующий вопрос. Думаю, что при сохранении текущего регулирования шансы на появление новых не-агентских выпусков есть, но их доля в общем объеме рынка будет и в дальнейшем невелика.

Олег Корнилов

— Конкуренция всегда необходима рынку, ее нужно поддерживать со всех сторон.

Сейчас активная работа ведется преимущественно в отношении государственных программ, что потенциально способствует накоплению рисков: концентрации на одном эмитенте, нагрузке на государственный бюджет. Впрочем, при текущих объемах вероятность возникновения рисков невысока.

Олег Карпеев

— Продолжая ответ на предыдущий вопрос, отмечу, что для рынка важен интерес к сделкам не только со стороны инвестора, но и со стороны банка-оригинатора. В настоящий момент мы не видим запроса на сделки именно со стороны последних. При этом многотраншевые сделки, конечно же, должны быть более востребованы.

Сергей Кадук

— Основной риск заключается в том, что инвесторы вообще забудут о существовании таких инструментов. Как они уже забыли, что есть балансовая секьюритизация. Из-за отсутствия сделок специалисты, способные организовать выпуски, уйдут в другие сферы. Российский рынок вернется в 2005 год.

Александра Веролайнен

— Равная представленность выпусков обеих моделей важна для устойчивого развития рынка ипотеки. Возможность выбора между двумя типами сделок расширила бы количество участников рынка как на стороне инвесторов, так и на стороне банков-оригинаторов. Введение стимулирующих мер в отношении инвестиций в ИЦБ как класс инструментов, который применяется во многих странах, видится важным фактором развития российского ипотечного рынка и рынка облигаций.

Вы согласны с мнением, что существует опасность концентрации рисков на одном эмитенте? При каких объемах рынка концентрация может стать действительно опасной?

Дмитрий Дорофеев

— Исследование рейтингового агентства поднимает сложный вопрос, и ответ на него тоже не может быть однозначным, а стремление дать простой и односложный ответ формата «Эта модель верна, а эта — пагубна» только вредит и осложняет понимание проблемы.

В основе исследования лежит опыт ипотечных агентств США. Созданные накануне и после Второй мировой войны, они были призваны расширить круг домохозяйств — собственников жилья. Обязательства и облигации агентств не покрывались гарантией правительства США, но такая гарантия подразумевалась. То же относилось и к ипотечным облигациям, обеспеченным гарантией агентств, — инвесторы предполагали, что Минфин США в случае дефолта гарантирует выплату. Выполнили агентства задачу расширения увеличения доли домохозяйств — владельцев жилья? Думаю, все, кто знаком с соответствующей статистикой, согласятся, что имеется не только корреляция, но и явная причинно-следственная связь между увеличением роли агентств на рынке ИЦБ и ростом доли собственников жилья.

Какова была цена, которую общество заплатило за это? Во время ипотечного кризиса правительство действительно национализировало агентства и фактически спасло инвесторов от дефолта! Произошла социализация риска дефолта по ИЦБ, когда случилось перераспределение достатка от налогоплательщиков — арендаторов жилья в пользу налогоплательщиков — собственников жилья. Это факт, и оценка его с точки зрения простого выбора «плохо — хорошо» без ответа на вопрос, кому плохо и кому хорошо, не имеет смысла. Выбор модели развития ипотечного рынка является вопросом общественно-политическим, вопросом консенсуса, который в демократическом обществе решается в результате выборов.

Интересно, что созданная в США модель сохранилась почти в неизменном состоянии на протяжении многих десятилетий и пережила многократную смену администраций и состава конгресса. Подобный выбор модели развития ипотечного рынка без четкого пони-

мания не только целей, которые предполагается достичь, но и цены, которую общество/налогоплательщики должны будут заплатить, не является оптимальным. Обозначенной ДОМ.РФ целью развития ипотечного рынка по американской модели является создание широкого ликвидного рынка ИЦБ, следствием которого должно стать снижение стоимости ипотеки для заемщиков, а в конечном счете — расширение домовладения. Уже сейчас можно сказать, что существенный прогресс в достижении данной цели есть — стоит только взглянуть на взрывной рост объемов выпуска ИЦБ, увеличение их ликвидности и снижение спредов к ОФЗ, а также рост объемов выдачи ипотеки.

Приведет ли такое развитие к неминуемому кризису по аналогии с кризисом 2008 года при определенном объеме рынка? Риск, бесспорно, есть, но если регулятор и участники рынка сделают соответствующие выводы из уроков кризиса, прежде всего в части сохранения качества андеррайтинга (которое, на мой взгляд, пока имеет место), то печальный исход вовсе не предрешен. Объем рынка здесь не является решающим фактором. Самое главное, чтобы честная дискуссия на эту тему продолжалась и не была окрашена только политическими взглядами и коммерческими интересами ее участников.

Сергей Кадук

— Нашумевшее исследование рейтингового агентства поднимает два очень важных вопроса. Правильно ли ДОМ.РФ и ЦБ РФ оценивают риски однотраншевой секьюритизации? Является ли однотраншевая секьюритизация достаточным механизмом для реализации «Стратегии развития ипотечного жилищного кредитования в РФ»?

В ответе на первый вопрос мы видим предостережение о нежелательности концентрации рисков на государстве, основанное на опыте американских агентств Fannie Mae и Freddie Mac. Во время кризиса перестают работать нормальные статистические распределения, поэтому реальные потери государства могут значительно превышать любые оценки, построенные на исторических данных.

Отвечая на второй вопрос, рейтинговое агентство также убеждает, что однотраншевая секьюритизация не даст необходимого уровня рефинансирования для достижения целей, сформулированных в «Стратегии». Поэтому требуется поддержка всех видов рефинансирования, включая и многотраншевые выпуски.

Олег Корнилов

— Согласны, при значительных объемах указанные риски могут реализоваться. В то же время низкая база и высокая потребность в обновлении жилищного фонда будут способствовать дальнейшему росту рынка. Кроме того, снижение процентных ставок существенно снижает стоимость обслуживания ипотеки.

Александра Веролайнен

— Диверсификация — один из наиболее эффективных методов управления рисками. Рынок ИЦБ не является исключением. Поскольку однотраншевая модель подразумевает закрытие кредитного риска через поручительство государственного института развития, концентрация становится опасной при значительном превышении объемов выпусков над суммами, которые государство имеет возможность оперативно направить на выплаты по поручительству при потенциальном серьезном кризисе.

Осуществлялись ли попытки разместить ППС–выпуски? Появятся ли сделки в ближайшее время или в текущих условиях рынка их ожидать бессмысленно?

Александра Веролайнен

— Появление ППС-выпусков возможно при оживлении рынка многотраншевой ипотечной секьюритизации. Тем не менее банки-оригинаторы отмечают сложность соблюдения всех критериев ППС-секьюритизации, установленных Положением № 647-П. От участников сделки требуется немало усилий и затрат для подготовки и раскрытия всей необходимой информации, причем не только на этапе структурирования и размещения выпуска, но и в течение всего периода обращения бумаг. Кроме того, остается открытым во-

прос, кто должен контролировать и подтверждать факт соответствия сделки критериям ППС-секьюритизации.

Олег Карпеев

— Разговоры о появлении на рынке ППС-секьюритизации ведутся уже не один год, но подобных сделок мы так и не увидели. Не в последнюю очередь это связано со значительным количеством вопросов, которые остались не закрытыми в регуляторной базе. Мы не ожидаем ППС сделки в текущем году.

Олег Корнилов

— Представляется, что появление ППС-выпусков в ближайшее время на рынке маловероятно. Это достаточно нишевый инструмент в текущих рыночных условиях. Скорее мы ожидаем, что оригинаторы будут стараться продавать как старшие, так и младшие транши в рамках классических выпусков.

Сергей Кадук

— Сейчас рынок полностью стагнирует. В нормальной ситуации нет никаких проблем сделать ППС-выпуск при наличии запроса от оригинатора.

Дмитрий Дорофеев

— Думаю, выпуски ППС появятся в скором времени.

Сегодня оригинаторами ИЦБ являются в основном крупные банки. Может ли кредитная линия warehouse стать источником фондирования локальных сделок секьюритизации небольших банков? Готовы организаторы участвовать в таких сделках?

Олег Корнилов

— Да, может, и такие сделки уже есть. Warehouse — хороший инструмент для наращивания портфелей небольшими и средними банками.

Из очевидных плюсов для организаторов-кредиторов — финансирование через warehouse можно рассматривать вне лимитов, поскольку риски сделки в большей степени зависят от рисков портфеля. Финансирование является строго целевым — оно направляется исключительно на пополнение портфеля, что обеспечивает прозрачность в использовании средств. Согласно практике, банк-кредитор впоследствии становится банком — организатором сделки секьюритизации.

Сергей Кадук

— Warehouse должны предоставлять агентства развития: МСП Банк, ДОМ.РФ. Коммерческие банки давать кредитную линию warehouse конкурентам не должны.

Сегодня государственные агентства развития расширили свой мандат до коммерческих операций, они уже сами выдают розничные кредиты. Необходимо вернуться к логике рыночного развития экономики, когда государство стимулирует заемщика с помощью кредитной линии warehouse или субсидирует ставку, а частный бизнес работает с розницей. Пока же маятник идет в сторону дальнейшего огосударствления экономики.

Дмитрий Дорофеев

— Разумеется, экономический смысл в фондировании ипотечных кредитов вне баланса небольших банков есть. Думаю, что такие механизмы появятся.

Александра Веролайнен

— Любые методы поддержки сделок улучшают их привлекательность в глазах банков-оригинаторов, которые еще не имели опыта секьюритизации. Для небольших банков интересной является опция мультиоригинаторной платформы, которая позволяет разделить издержки выпуска между несколькими участниками. Она привлекательна также тем, что в таких сделках отсутствует консолидация СФО в периметр банка-оригинатора. Это позволяет улучшить показатель достаточности капитала банка также и по отчетности МСФО.

Как повысить ликвидность рынка и привлечь новых инвесторов? Государство и институты развития способствуют повышению привлекательности ИЦБ? Каковы финансовые преимущества инвестирования в ИЦБ в рамках «дорожной карты»?

Александра Веролайнен

— Меры «дорожной карты» сосредоточены на развитии однотраншевой ипотечной секьюритизации. Целевые показатели по объемам российских ИЦБ могут быть выполнены благодаря предложенным мерам. Однако показателем развития рынка ипотечных ценных бумаг помимо конечной цели по снижению ставки по ипотеке должны быть не только цифры объемов эмиссий, но и индикаторы ликвидности, количество совершенных сделок и оригинаторов, количество и разнообразие инвесторов на первичном и вторичном рынке. Для достижения этих показателей необходимы как рыночные, так и регулятивные стимулы в отношении ИЦБ как класса облигаций в отношении как инвесторов, так и банков-оригинаторов.

Сергей Кадук

— Нужно перестать бояться призраков американского ипотечного кризиса. Сделка секьюритизации должна оцениваться НПФ и другими инвесторами как любой другой финансовый инструмент: на основании рейтингов, качества обеспечения, качества информации и так далее. Требуется определить список обычных, неизбыточных раскрытий существенных фактов для эмитента ИЦБ и переложить бремя ответственности на инвестора.

Регулятор должен оценивать методологии рейтинговых агентств, а проверив, доверять рейтингам.

Дмитрий Дорофеев

— Я уже высказал мнение выше, что ликвидация порога в 10% для пенсионных накоплений и резервов является основным сдерживающим фактором развития рынка ИЦБ. Его устранение стало бы толчком в дальнейшем развитии рынка.

Олег Корнилов

— Государство способствует повышению привлекательности ИЦБ исключительно в рамках программы. Для рыночного развития поддерживать нужно и инструменты классических сделок.

Преимущества в рамках «дорожной карты» заключаются в гарантии кредитного риска, двойном уровне обеспечения: за счет реального актива и за счет поручительства ДОМ.РФ.

Кроме того, наблюдаются попытки включения «фабричных» бумаг в класс высоколиквидных, что, безусловно, будет позитивно для инвесторов-банков.

Когда на рынке наконец сформируется сегмент неипотечной секьюритизации? Какие активы будут секьюритизироваться? С какими сложностями сталкиваются организаторы при структурировании сделок?

Олег Карпеев

— Формирование неипотечного сегмента — процесс не одного года. Прошедшие сделки МСП и их планы на будущее — это, несомненно, позитивный момент для рынка. Мы видим интерес к секьюритизации со стороны операторов концессий и ГЧП, видим в этом сегменте главный драйвер для рынка. Основную сложность на стороне организаторов мы видим в единичном характере сделок и, как следствие, больших затратах на структурирование и подготовку каждой из них.

Дмитрий Дорофеев

— Думаю, что секьюритизация коммерческой ипотеки, лизинговых платежей,

кредитов в рамках ГЧП, а также проектного финансирования рано или поздно появится на нашем рынке. Общей для секьюритизации любых активов является проблема сбора и обработки данных в нужных для рейтинговых агентств форматах.

Олег Корнилов

— Говорить, что в России не сформирован сегмент неипотечной секьюритизации, не совсем правильно. Рынок насчитывает значительное количество сделок с различными активами, с 2014 года действует соответствующая законодательная база, позволяющая секьюритизировать практически любые денежные требования. Государство активно поддерживает направление МСП, ожидаем, что сделки в этом сегменте будут.

Сложности могут быть разными и зависят от параметров актива — формы кредитов, видов обеспечения, уровня кредитной поддержки, качества портфелей и участвующей инфраструктуры, юридических и налоговых аспектов сделок, отсутствия инвесторской базы.

Сергей Кадук

— Совкомбанк выступил организатором выпуска «СФО Русол-1» — секьюритизации выручки двух солнечных электростанций (СЭС), обеспеченных договорами поставки мощности. Сделка была закрыта в феврале 2020 года.

Мы планируем в дальнейшем развивать направление неипотечной секьюритизации с целью сформировать отдельный сегмент рынка облигаций — сегмент секьюритизации ДПМ.

Если оценивать этот выпуск как пример, то увидим, что сложностей было предостаточно, так как сделка стала абсолютно новой для рынка. Например, купон по облигациям привязан к ставке долгосрочных гособлигаций (ДГО), потому что выручка СЭС напрямую зависит от этой ставки. Для инвесторов это определенная проблема, ведь ДГО рассчитывается не биржей, а регулятором рынка электроэнергетики — Советом рынка. Подробнее я рассказываю о сделке в отдельной статье Энциклопедии.

Александра Веролайнен

— Сегмент неипотечной секьюритизации уже сформирован. Как минимум было проведено 5 выпусков секьюритизации кредитов МСП, и на рынке есть прецедент секьюритизации прав требований в рамках ГЧП-проектов. Эти два направления видятся наиболее перспективными сегментами. Важную роль в развитии секьюритизации кредитов МСП играет, безусловно, факт закрепления объемов планируемых сделок в национальном проекте по развитию и поддержке МСП. До 2024 года должно быть проведено сделок на общую сумму 93 млрд рублей. Тема ГЧП будет становиться все более популярной в силу постепенного выхода проектов, заключенных по 115-ФЗ и 224-ФЗ, на эксплуатационную стадию.

В сегменте МСП сложными задачами являются формирование качественного пула с высоким уровнем покрытия ликвидным обеспечением, готовность внутренних подразделений банка и IT к револьверному периоду. Кроме того, в последнее время растет доля выдач по программе льготного финансирования МСП по Постановлению Правительства № 1764. Однако пока отсутствует законодательная возможность передачи субсидий, получаемых банком, в качестве процентного дохода на СФО при уступке кредитов. Решение этого вопроса позволило бы расширить портфель кредитов МСП, доступных для секьюритизации.

В части ГЧП-сегмента высоки юридические риски. Еще не наработана достаточная правоприменительная практика, для того чтобы считать полностью защищенными интересы финансирующей стороны в случаях каких-либо отклонений проекта. Есть проблемы оценки правомерности уступок прав требований, антимонопольных рисков, последствий расторжения договоров, специфики бюджетного процесса публичного партнера, согласования налоговых оговорок, выбора наиболее оптимального пути движения денежных средств от публичного партнера к держателю облигаций и так далее. Тем не менее по мере накопления практики, в том числе и судебной, секьюритизация ГЧП будет набирать обороты.

Отдельное перспективное направление — структурные облигации. Одним из вариантов базового актива в таких сделках являются кредиты банков, как правило, негранулированные пулы (до 1–2 ссуд). При

уступке кредита на баланс СФО решается задача секьюритизации. При этом в отношении структурных облигаций отсутствует требование об удержании оригинатором 20%-ного риска (3309-У). Накопление практики составления и регистрации эмиссионной документации в отношении структурных облигаций будет драйвером активизации их использования в качестве инструмента секьюритизации.

Сделок секьюритизации в 2019 году было мало, чем занимается DCM–команда в условиях стагнации рынка?

Дмитрий Дорофеев

— Поиском новых сделок!

Олег Корнилов

— Как и всегда, наша команда сфокусирована на постоянном улучшении текущего функционала банка (расчетный агент, банк счета), а также на развитии новых продуктов — залогового счета, резервного сервиса по ипотечным сделкам и прочих. Думаю, многое из наработок мы увидим в ближайшие год-два.

Кроме того, мы достаточно активны на традиционных рынках DCM.

Сергей Кадук

— DCM-команда занимается обычными корпоративными выпусками, при этом мы не скучали и в секьюритизации: помимо СФО «РуСол1» мы успешно разместили в рынок выпуск «СФО СФИ» — секьюритизацию просроченной задолженности Совкомбанка.

Олег Карпеев

— Если абстрагироваться от секьюритизации, то облигационный рынок РФ в прошлом году был лучшим как минимум за последние 10 лет. Мы не замыкаемся на одном сегменте и активно работаем с plain vanilla. Поэтому для нашей команды прошедший год был очень успешным. В условиях уменьшения внешнеполитических угроз курс на снижение ставок наверняка будет продолжен, и это позволяет нам смотреть в будущее с оптимизмом.