«У многотраншевых ИЦБ есть будущее»

«Круглый стол» оригинаторов сделок

Крупнейшие оригинаторы сделок на российском рынке обсудили в рамках «круглого стола» для «Энциклопедии российской секьюритизации — 2020», когда на рынок вернутся многотраншевые сделки секьюритизации, как изменится структура инвесторов в 2020 году, имеет ли секьюритизация преимущества перед другими способами управления процентным риском, и поделились планами по новым сделкам в 2020 году.

Многотраншевые сделки ИЦБ без «скидок» на транзакционные расходы еще имеют экономическую целесообразность для оригинаторов? Или рынок приспособился к однотраншевым сделкам ДОМ.РФ?

Леонид Бельченко, начальник отдела долгового финансирования, Абсолют Банк

— ДОМ.РФ предложил хороший продукт, который привлек на рынок ипотечных ценных бумаг крупные государственные банки — для них выпуск классических ИЦБ на локальном рынке не имеет экономического смысла. Для банков второго и третьего эшелонов привлекательность классических ИЦБ с рейтингом сохраняется за счет потенциально лучшей экономики сделки и возможности более гибкого проектирования структуры «под себя». Однако неопределенность регулирования и возросшие операционные издержки на подготовку выпуска практически «убили» этот рынок.

Евгений Бардадим, руководитель управления долгового финансирования, Азиатско-Тихоокеанский банк

— Сделки целесообразны, если присутствует инвестор, заинтересованный в приобретении старшего транша и не требующий более высокой доходности. Однако в силу регуляторных норм инвесторам однотраншевые выпуски ДОМ.РФ сегодня более привлекательны с точки зрения RW (коэффициент риска при расчете нормативов).

Селим Агарзаев, заместитель председателя правления — начальник казначейства, Металлинвестбанк

— У многотраншевых ИЦБ, безусловно, есть будущее. Однотраншевые сделки ДОМ.РФ предназначены для классических качественных ипотечных ссуд. По мере развития ипотечного рынка и накопления портфеля «нестандартной» ипотеки (дома,

крупные кредиты, залоговая ипотека, ипотека «слабым» заемщикам и т. д.), оценка потерь по которой затруднительна, на рынке появятся многотраншевые сделки.

Представитель АО «ДОМ.РФ»

— В 2019 году были размещены 7 выпусков ИЦБ ДОМ.РФ на сумму более 295 млрд руб., значительная часть облигаций была размещена рыночным инвесторам. Ипотечное покрытие однотраншевых ИЦБ ДОМ.РФ формируется из закладных, обладающих определенными ДОМ.РФ характеристиками. Для ипотечных кредиторов, продуктовая линейка которых не соответствует критериям, применяемым ДОМ.РФ, а также для оригинаторов, не заинтересованных в полной передаче кредитного и процентного рисков в рынок, интересна многотраншевая секьюритизация.

В 2019 году на рынке размещались только однотраншевые ИЦБ по программе ДОМ.РФ. С позиции оригинатора, является отсутствие конкуренции со стороны многотраншевых сделок здоровым состоянием рынка? Может рынок жить с монополией госагентства?

Евгений Дячкин, руководитель Департамента ипотечного и автобизнеса, Банк ВТБ (ПАО)

— Программа секьюритизации ипотечных кредитов с поручительством ДОМ.РФ отличается высоким качеством и инвестиционной привлекательностью, что позволило завоевать господствующее положение на рынке и получить государственную поддержку, в том числе в преференциях для оригинаторов по нормативам достаточности собственных средств (капитала). Вместе с тем не следует преувеличивать роль ключевого участника ДОМ.РФ, так как в полной мере в текущей ситуации нет достаточных стимулов для повышения эффективности, снижения ценовых параметров сделок ввиду отсутствия конкуренции. Кроме того, программа ДОМ.РФ рассчитана в большей степени на крупных игроков, что не позволяет использовать данный инструмент оригинаторами со сравнительно небольшим портфелем ипотечных кредитов.

Рынок секьюритизации должен иметь альтернативы, многотраншевые сделки секьюритизации при должной проработке структуры могут и должны создать здоровую конкуренцию однотраншевым сделкам ДОМ.РФ.

Представитель АО «ДОМ.РФ»

— ДОМ.РФ не монополизирует рынок секьюритизации, а предпринимает значительные усилия по его развитию. Вероятно, в 2019 году многотраншевые выпуски отсутствовали в связи с их экономической нецелесообразностью для оригинаторов. Участникам рынка было выгоднее использовать другие источники фондирования первичной выдачи ипотечных кредитов. Развитие рынка секьюритизации за счет новых выпусков ИЦБ ДОМ.РФ увеличивает качество экспертизы инвесторов и снижает требования к доходности ИЦБ, что в конечном счете дает импульс для развития всех видов секьюритизации.

Евгений Бардадим

— Слабая конкуренция не может быть здоровым состоянием рынка, если такое положение дел сохраняется продолжительное время. Монополизм, за исключением трудоемких и энергоемких секторов экономики, новых направлений и проектов с длинным сроком окупаемости, со временем приводит к упущенным возможностям большинства игроков. Однако я бы не стал называть агентство монополией. Однотраншевые бумаги имеют свои преимущества в текущих условиях, просто для активного роста рынка в будущем потребуются альтернативные инструменты.

Селим Агарзаев

— Многотраншевые ИЦБ, как простые инструменты для структурирования сделок, всегда будут учитываться оригинаторами. На данном этапе развития рынка однотраншевые сделки ДОМ.РФ играют положительную роль. Они поддерживают конкуренцию на

рынке ипотечных кредитов и дают возможность развиваться не только крупным участникам с низкой стоимостью долгосрочных пассивов, но и небольшим банкам.

Леонид Бельченко

— Мы приветствуем усилия ДОМ.РФ по развитию рынка секьюритизации. Объем выпущенных ипотечных облигаций в 2019 году стал рекордным за всю историю секьюритизации в России. Значительная часть облигаций попала на рынок и разошлась по институциональным фондам и частным инвесторам. Возросший объем рынка делает рентабельным обучение специалистов, которые оценивают специфические риски амортизируемых ценных бумаг на стороне покупателей; это развивает весь рынок в целом.

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. Как изменится структура инвесторов в 2020 году? Привлекаемые компании помогут повысить ликвидность рынка?

Селим Агарзаев

— Реализация «дорожной карты» должна значительно расширить круг инвесторов. В силу регуляторного стимулирования через низкий RWA однотраншевые ИЦБ должны заинтересовать банки. Как следствие, рынок ИЦБ может стать вторым, после рынка ОФЗ, по ликвидности и количеству участников. Это приведет к снижению спредов ИЦБ к ОФЗ, повышению стимулов банков к секьюритизации и снижению ставок для конечных заемщиков.

Евгений Бардадим

— Не думаю, что эффект от упомянутых мер будет существенным. В данный момент у многих игроков нет уверенности в том, что Положение 647-П, которое ввело понятие ППС-секьюритизации и должно предоставить таким сделкам регуляторные послабления, действительно может существенно повысить эффективность проектов как для оригинатора, так и для инвестора. В таких условиях одно только расширение круга допущенных к участию в размещении инвесторов не сможет ощутимо повысить спрос на бумаги.

Евгений Дячкин

— Безусловно, инициативы, реализованные в рамках «дорожной карты», увеличат ликвидность ипотечных облигаций за счет расширения возможности инвестирования пенсионных денег. При этом, учитывая существенные объемы выпускаемых облигаций в последние годы и сохраняющиеся законодательные ограничения на объемы вложений в ипотечные облигации со стороны пенсионных фондов, инвестирование данных организаций будет не столь значительным для рынка секьюритизации в целом. В 2020 году основной объем инвестиций в ипотечные облигации ожидаем от банков. Кроме того, рассчитываем на повышение привлекательности ИЦБ и спроса со стороны частных инвесторов.

Леонид Бельченко

— «Аллергия» на секьюритизацию, возникшая после 2008 года, пропала. Интерес проявляют и традиционные инвесторы — управляющие компаний НПФ, которые ищут возможности для удлинения своих вложений, и банки, и даже физические лица.

Представитель АО «ДОМ.РФ»

— На текущий момент активными инвесторами на рынке секьюритизации являются банки, управляющие и страховые компании, НПФ. В 2019 году значительный интерес к ИЦБ проявили инвесторы — физические лица. Расширение круга инвесторов позволит снизить доходность ИЦБ, увеличит их ликвидность и сделает секьюритизацию более выгодным инструментом для оригинаторов. Ожидается, что после исполнения мероприятий, изложенных в «дорожной карте», присутствие небанковских инвесторов на рынке значительно возрастет.

Какое преимущество секьюритизация имеет перед другими способами управления процентным риском? Какие препятствия стоят перед оригинаторами, почему мало новых сделок?

Евгений Бардадим

— Сделки секьюритизации исключительно как инструмент по снижению процентного риска для оригинаторов являются сложными и трудоемкими в применении.

Существует много факторов, в текущий момент влияющих на эффективность сделок. На мой взгляд, более целесообразным может быть рефинансирование длинных активов с фиксированным доходом при стабилизации или плавном росте рыночных ставок, а не при резком снижении последних. Именно в таких условиях отказ от сделок секьюритизации вызывает огромные альтернативные издержки для оригинатора.

Сделка может принести дополнительный доход после реинвестирования средств, полученных от размещения старших выпусков облигаций, в новые аналогичные активы с более высокой доходностью. Выгода при прочих равных может быть также получена при реинвестировании средств в другие кредитные продукты, более привлекательные, например, с точки зрения показателя RAROC (Risk-adjusted return on capital, или рентабельность капитала, скорректированная на риск), что повысит эффективность аллокации капитала. Но это все имеет смысл только при условии приемлемого RW по «младшему» инструменту кредитной поддержки, традиционно удерживаемому самим оригинатором.

Поэтому мы снова возвращаемся к Положению 647-П. К сожалению, одним из возможных препятствий в данный момент являются сомнения многих участников в том, что требования данного положения могут быть выполнены без существенного ущерба для экономической эффективности проекта. В частности, в п. 15 условий, определяющих понятие ППС-секьюритизации, упомянуто максимальное значение средневзвешенного RW (вес риска) для базовых активов — не более 40%. Далеко не все кредитные организации в России могут применить такой вес даже для эталонных ипотечных кредитов. К тому же, если проводить аналогию с европейским регулированием (Regulation (EU) 2017/2401 of the European Parliament and of the Council of 12 December 2017), то окажется, что требование об уровне RW содержится как в Положении 647-П, так и в европейском варианте, но при этом в европейском аналоге квалификационные требования к характеристикам самих базовых активов, на наш взгляд, более лояльные.

Не совсем понятно, целесообразно ли на данном этапе вводить более жесткие ограничения для развивающегося российского рынка. Возможно, регулятор тем самым стремится снизить риски в долгосрочной перспективе. Несмотря на это, насколько нам известно, в следующем году несколькими банками планируется запуск многотраншевых сделок. Надеемся, что практические примеры снимут все сомнения и рынок оживет через 1–2 года.

Представитель АО «ДОМ.РФ»

— Учитывая, что фондирование банков в основном осуществляется за счет депозитов, значительно более коротких, чем ипотечные кредиты, при наращивании объемов ипотечного кредитования банки сталкиваются с ограничениями и по капиталу, и по балансовому риску. Часто секьюритизация является единственным выходом, позволяющим нормализовать процентный риск банковской книги и обеспечить дальнейшее увеличение объемов кредитования. Секьюритизация позволяет мультиплицировать основную, кредитную функцию банков без принятия избыточных рисков. Но не все банки, которым необходима или экономически выгодна секьюритизация, готовы к ней. Например, препятствиями для проведения сделки могут быть недостаточный объем портфеля соответствующего кредитного качества, недостаточно развитые технологии обслуживания кредитов, включая работу с просроченной задолженностью, отсутствие необходимых данных в ИТ-системах банка.

Леонид Бельченко

— Стратегия управления процентным риском Абсолют Банка предполагает рефинансирование до половины годовых выдач через инструменты секьюритизации или продажи ипотечных портфелей. Эти инструменты нацелены на разные категории покупателей/инвесторов и хорошо дополняют друг друга при схожей рентабельности. Сделки продажи проходят сравнительно быстро, позволяют сразу зафиксировать прибыль от выданной ипотеки и снизить затраты на обслуживание портфеля. Секьюритизация же дает возможность развивать долгосрочные отношения с заемщиками, предлагая им всю линейку продуктов Банка.

Селим Агарзаев

— Секьюритизация, в особенности однотраншевая, позволяет закрыть не только процентный риск, но и риск ликвидности, кредитный риск, а также освободить использованный капитал и даже увеличить нормативный. По сути, это «честная» продажа пула активов с возможностью капитализации будущей прибыли. Препятствием на пути развития секьюритизации сегодня является структура российского финансового рынка — крупнейшие кредиторы на рынке ипотечных кредитов являются одновременно крупнейшими инвесторами долгового рынка. Это еще одна причина, почему так важно появление на рынке новых крупных институциональных инвесторов.

Сегодня оригинаторами ИЦБ являются в основном крупные госбанки. Может ли кредитная линия warehouse стать источником фондирования сделок секьюритизации небольших банков? У оригинаторов есть интерес к такому инструменту?

Представитель АО «ДОМ.РФ»

— Кредитная линия warehouse может быть источником для промежуточного финансирования, которое используется для накопления пула для последующей секьюритизации. Со стороны оригинаторов есть спрос на данный источник фондирования первичной выдачи, поэтому ДОМ.РФ рассматривает возможность разработки такого продукта для небольших оригинаторов.

Евгений Дячкин

— У нашего банка есть опыт выдачи кредитных линий небольшим финансовым организациям для проведения сделок секьюритизации. В последние годы данный инструмент не предлагается рынку, при этом есть предпосылки и идеи по возобновлению действия продукта.

Леонид Бельченко

— Структуры warehouse, которые нам предлагали потенциальные организаторы, не предполагали последующую секьюритизацию кредитов, участвующих в сделке (из-за ряда регуляторных ограничений, связанных со сложностью снятия залога). Фактически нам предлагали кредитование под залог, но с дополнительными издержками на SPV и рейтинг. Тем не менее правильно структурированные warehouse-структуры или прямое бридж-финансирование — это хорошие инструменты поддержания ликвидности в процессе подготовки сделок секьюритизации, но вряд ли их развитие сможет стать серьезным драйвером развития всего рынка.

Евгений Бардадим

— Уверен, что кредитная линия warehouse может выступить в качестве источника фондирования, но более эффективно было бы еще и помочь небольшим банкам снизить свои расходы, используя мультиоригинаторную платформу (МОП, несколько оригинаторов в одной сделке). МОП решает также проблему консолидации ипотечного агента и отсутствия высвобождения капитала на уровне группы. Инициировать и создать МОП, взять на себя часть расходов на инфраструктуру могли бы «локомотивы» ипотечного кредитования — крупные банки. Средние банки, обладающие достаточным профессиональным опытом, могли бы информировать оригинаторов о такой возможности, консультировать в части feasibility study и собственно находить клиентов организаторам

размещения. Организаторами могли бы быть те же инициаторы платформы, например. Кстати, здесь нельзя не упомянуть недавнюю инициативу крупных юридических консультантов, а также крупнейшего российского рейтингового агентства, которые уже предлагают участникам специальные условия сотрудничества. Поэтому тем оригинаторам, кто планирует запустить проекты в 2020 году, рекомендуем обратиться к ним или к организаторам и прояснить условия сотрудничества.

Селим Агарзаев

— Вряд ли сегодня данная мера способна привести к всплеску объемов секьюритизации. В банковской системе высокий уровень ликвидности и проблема формирования портфелей для секьюритизации лежит в области продаж и технологиях оформления ипотечных сделок.

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

Селим Агарзаев

— Не слышал о подобных попытках. На мой взгляд, сейчас это не является актуальным вопросом. Мы не планируем таких сделок и не ждем их от рынка.

Леонид Бельченко

— ППС-секьюритизация — специфический инструмент, который накладывает серьезные ограничения на выбор активов, участвующих в сделке. Не так много игроков из тех, кому интересна локальная классическая секьюритизация, смогут набрать достаточный портфель подходящих закладных. Преимущество в снижении нагрузки на капитал от сделки получают только инвесторы-банки, которые не являются основными покупателями на рынке ИЦБ. Все это, на наш взгляд, не сможет снизить стоимость привлечения соразмерно дополнительным затратам.

Представитель АО «ДОМ.РФ»

— В настоящее время законодательство содержит довольно много требований к ППС-секьюритизации, которые трудно реализовать на практике и выполнение которых невозможно гарантировать инвестору на протяжении всего срока жизни выпуска.

Евгений Бардадим

— Мы внимательно изучаем такую возможность и ожидаем постепенное восстановление рынка секьюритизации в 2021–2022 году.

Вы планируете конкретные сделки в 2020 году? Какими будут структура сделки и объемы размещения? Планируете ли вы секьюритизацию неипотечных активов? Какие активы можно секьюритизировать, что мешает?

Евгений Дячкин

— В 2020 году у банка масштабные планы по реализации сделок секьюритизации активов. Совместно с ДОМ.РФ планируется выпуск эталонной сделки по выпуску однотраншевых ИЦБ объемом не более 300 млрд руб. Кроме того, ВТБ намерен реализовать собственные пилотные многотраншевые сделки секьюритизации ипотечных/потребительских кредитов без поручительства единого института развития в жилищной сфере.

Селим Агарзаев

— Мы рассматриваем возможность проведения сделки по размещению

однотраншевых ИЦБ не ранее первой половины 2020 года. Говорить об объемах размещения преждевременно, имеется много факторов неопределенности, в первую очередь объем портфеля.

Секьюритизация неипотечных активов не является для нас приоритетным вопросом в 2020 году. Причины — отсутствие значительной потребности в ликвидности, также неясны влияние секьюритизации на достаточность капитала по группе, операционная нагрузка на банковскую отчетность по рискам (ВПОДК) из-за формального возникновения банковской группы с СФО. Дополнительным негативным фактором является сложная и затратная операционная структура, необходимая для секьюритизации кредитов МСП или факторинговых требований — сегментов, где банк потенциально имеет надлежащие для секьюритизации активы.

Евгений Бардадим

— Мы надеемся, что в 2020 году будет принято решение об эффективности собственных проектов в текущих условиях. У нас есть опыт в неипотечных сделках.

Могу на основе общей практики привести пример затруднений при работе с одним из видов активов. С сожалением должен признать, что в условиях, когда многие лизинговые компании стремятся разместить биржевые облигации, а рынок публичных заимствований малых и средних предприятий растет, сделки секьюритизации платежей по договорам могли бы быть интересной альтернативой, если бы не… НДС. Налог возникает при продаже предмета лизинга СФО. Мы не слышали об инициативах по внесению соответствующих законодательных изменений, но уверены, что это способствовало бы развитию рынка секьюритизации.

Леонид Бельченко

— Абсолют Банк планирует весной провести одну сделку классической секьюритизации ипотеки. Если увидим хороший спрос, то рассмотрим возможность проведения еще одной сделки в течение года. Нам бы хотелось провести секьюритизацию автокредитов, но, к сожалению, инвесторы настороженно относятся к неипотечным револьверным сделкам. Поэтому думаем, как сделать структуру более прогнозируемой для них.

Представитель АО «ДОМ.РФ»

— В 2020 году ДОМ.РФ планирует реализовать выпуски в рамках ранее подписанных меморандумов. Ожидаемый объем размещения — 300–500 млрд рублей. ДОМ.РФ в ближайшее время не планирует участвовать в неипотечной секьюритизации.