Леонид БЕЛЬЧЕНКО,
младший директор, Рейтинги структурированного финансирования, «Эксперт РА»

Александра ВЕРОЛАЙНЕН,
управляющий директор, Рейтинги структурированного финансирования, «Эксперт РА»

Сделки секьюритизации в коронакризис: проверка на прочность

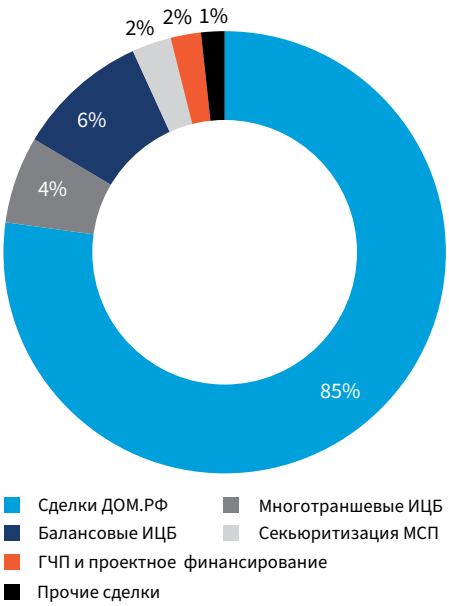
Коронакризис стал вызовом для кредитного качества портфелей по сделкам секьюритизации. Однако заложенная кредитная поддержка и обратные выкупы позволили эффективно абсорбировать проблемную задолженность. Программы реструктуризации дали заемщикам время для восстановления платежной дисциплины и позволили избежать резкого роста дефолтов. Окончание льготного периода по формированию резервов в 2021 году будет стимулировать банки к проведению сделок секьюритизации, в том числе и проблемной задолженности. Накопление статистики по выходу из реструктуризаций и увеличение публичного раскрытия информации по сделкам позволит более точно оценивать кредитные риски будущих сделок.

ПОКАЗАТЬ ТО, ЧТО СКРЫТО

В 2020 году мир столкнулся с уникальным по своей природе кризисом, который затронул все сферы деятельности, в том числе и рынок инструментов обеспеченного долгового финансирования. Коронакризис оказал влияние как на уже существующие выпуски, так и на структурирование новых сделок.

Агентство провело анализ изменения состояния залоговых портфелей по выпускам секьюритизации, которые обращались на Московской бирже в 2020 году, на основании внутренних и публичных данных. По состоянию на конец 2020 года на рынке обращалось свыше 700 млрд рублей облигаций, выпущенных в рамках сделок секьюритизации, в том числе ипотечные (включая балансовые) облигации на сумму 675 млрд рублей и облигации, выпущенные в рамках неипотечной секьюритизации, — около 31 млрд рублей (Рисунок 1). Большая часть выпусков облигаций была размещена в рамках программ секьюритизации институтов развития, ДОМ.РФ и Корпорации МСП, на долю которых совокупно приходится около 90% общего объема бумаг в обращении.

Рисунок 1. Большую часть рынка секьюритизации занимают облигации, выпущенные в рамках программ институтов развития



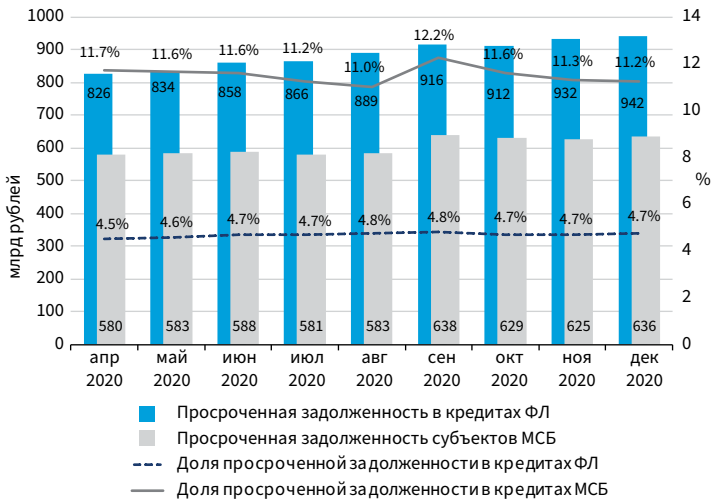
Источник: «Эксперт РА», по данным Cbonds, ДОМ.РФ

Коронакризис стал вызовом для кредитного качества портфелей. В условиях полного или частичного прекращения работы компаний в результате карантинных мер, падения располагаемого дохода и роста безработицы уровень просроченной задолженности вырос во всех секторах кредитования. Пик роста просроченной задолженности пришелся на летние месяцы под влиянием наибольших ограничений, введенных весной. По данным Банка России, доля просроченной задолженности по кредитам МСП доходила до 12.2% совокупного портфеля МСП (увеличение на 8% в ноябре в абсолютном значении по сравнению с апрелем), по кредитам физическим лицам — до 4.8% (увеличение на 13%), при этом рост доли просроченной задолженности происходил на фоне роста объемов самих кредитных портфелей (Рисунок 2).

Вместе с тем цифры по просроченной задолженности не являются вполне показательными, так как часть проблем скрыта в реструктуризациях. В целях поддержки заемщиков, пострадавших от последствий коронакризиса, Федеральным законом от 03.04.2020 №106-ФЗ были введены упрощенные режимы предоставления реструктуризации кредитов. Заемщики — физические лица и компании, классифицируемые как МСП, на любой стадии просрочки имели право получить отсрочку процентных выплат и погашения основного долга сроком до 6 месяцев (при условии выполнения перечисленных в 106-ФЗ требований). Кроме того, банки активно предлагали собственные

Рисунок 2
Коронакризис вызвал ухудшение качества кредитных портфелей

Источник: «Эксперт РА», по данным Банка России



программы реструктуризации задолженности с более гибкими по сравнению с 106-ФЗ требованиями к заемщикам, а ипотечные заемщики имели право обратиться за ипотечными каникулами, предусмотренными Федеральным законом «О праве на ипотечные каникулы» от 01.05.2019 №76-ФЗ.

По данным Банка России, за 2020 год банки реструктурировали свыше 4% кредитов, предоставленных физическим лицам, и свыше 14% кредитов МСП на своих балансах. По информации банков, доля кредитов, реструктурированных по собственным и государственным программам, в ипотечном портфеле превышала в пиковые периоды 10%, а в портфелях МСП — 20%.

Объем реструктуризаций на балансах ипотечных агентов (ИА) и СФО сложно рассчитать на основе публичных данных. В зависимости от условий документации сделки реструктуризации либо проводились напрямую на балансе эмитента, либо выкупались обратно на баланс оригинатора. При этом по сделкам секьюритизации до 2015 года не было практики раскрытия максимально допустимого процента кредитов, которые могут быть реструктурированы на балансе эмитента. Лимит прописывался в непубличной документации по сделке, как правило в договоре с сервисным агентом. Публичные формы, которые раскрываются в рамках сделок секьюритизации, — отчет расчетного агента (для всех сделок) и реестр ипотечного покрытия (только для ИЦБ) — не отражают наличие реструктурированных кредитов на балансе или их обратные выкупы. По мнению агентства, эти формы требуют доработки для достижения большей прозрачности. Для оценки масштаба проведенных реструктуризаций на балансах специализированных обществ агентство анализировало косвенные признаки, такие как: изменение параметров ипотечного покрытия (например, увеличение сроков погашения кредита или обнуление ставки по кредиту), а также увеличение объемов выкупленных недефолтных кредитов и снижение поступлений по процентам или основному долгу в отчетах расчетного агента.

По оценке агентства, в 2020 году было реструктурировано около 4% задолженности, находящейся на балансах ипотечных агентов, при этом максимальный средний уровень новых дефолтов (кредитов, просроченных более чем на 90 дней) возрос в среднем до 1.7% от текущего остатка задолженности (по сравнению с 0.7% годовых на начало 2020 года). По ряду ипотечных сделок уровень новых дефолтов возрастал свыше 4% годовых в III–IV кварталах 2020 года.

По сделкам секьюритизации кредитов МСП публичной информации о текущей структуре портфеля еще меньше.

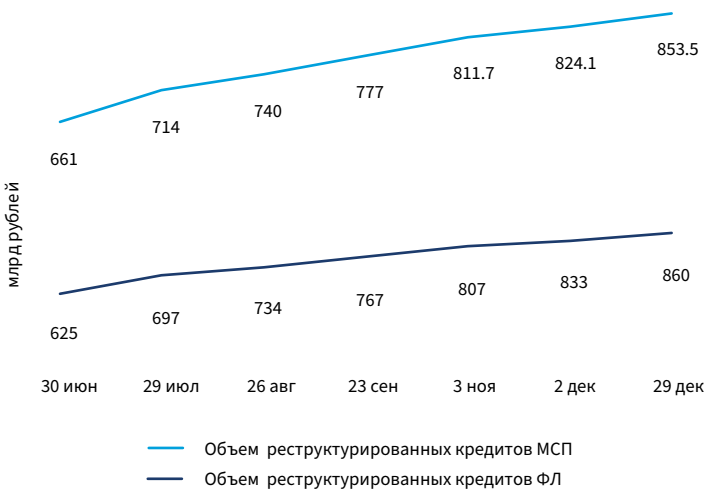


Рисунок 3
Существенная часть проблемной задолженности была реструктурирована
Источник: «Эксперт РА», по данным Банка России

В отчетах расчетных агентов объем кредитов, просроченных более чем на 90 дней, колеблется около нуля, по некоторым выпускам секьюритизации кредитов МСП за несколько лет жизни сделки не было ни одного просроченного кредита. По мнению агентства, это объясняется стремлением оригинаторов выкупить кредиты на самых ранних стадиях просрочки для самостоятельного проведения работы по взысканию задолженности и подписания соглашений о реструктуризациях от своего имени. В некоторых сделках секьюритизации МСП в револьверный период наблюдались обратные выкупы кредитов без признаков проблемной задолженности в целях предупреждения досрочного начала амортизации старшего долга из-за нарушения критериев портфеля. Сложность соблюдения критериев (например, в части обеспеченности кредитов, отраслевой структуры, концентрации или средневзвешенной ставки) связана с традиционно высокой неоднородностью кредитов, входящих в залоговое обеспечение по сделкам секьюритизации кредитов МСП.

Проведение реструктуризаций на балансе эмитента, с одной стороны, оказывает негативное влияние на кредитное качество сделки: по реструктурированным кредитам снижаются платежи, что отрицательно влияет на процентный поток и скорость погашения кредитов (увеличивая прогнозную вероятность дефолта актива на длинных горизонтах). С другой стороны, реструктуризация, поддерживая заемщика в момент наступления временных трудностей, снижает среднесрочную вероятность наступления дефолта по базисному активу и делает сделку менее зависимой от действий оригинатора. По мнению агентства, ограниченные по объему реструктуризации, выполняемые в соответствии с четко прописанными стандартными критериями, улучшают кредитное качество сделки, снижая ее зависимость от намерения сервисного агента выкупить кредит.

Наиболее важная статистика для рынка — это динамика выходов заемщиков из «ковидных» реструктуризаций. По ожиданию банков, до 25% реструктурированных ранее кредитов МСП может уйти в дефолт. По ипотечным кредитам заемщики лучше возвращаются с «каникул», доля просрочки первого платежа — 5–8%. Появление полной статистики даст возможность более корректно оценивать кредитное качество портфелей и более гибко подходить к возможностям проведения реструктуризаций на балансе эмитентов в течение сделки.

ГОТОВИМСЯ К ПРОШЕДШЕЙ ВОЙНЕ

По нашей оценке, обращающиеся на рынке старшие рейтингованные транши ипотечных облигаций способны эффективно абсорбировать возросший уровень дефолтов и приостановки платежей, связанных с реструктуризацией. Наблюдаемый значительный уровень кредитной поддержки связан с высоким стартовым перепокрытием, которое во многом объясняется учетом рейтинговыми агентствами предыдущих более масштабных кризисов при стресс-тестировании, а также с высокими темпами амортизации старшего долга и отсутствием погашения субординированного транша или кредита. По ипотеке, в связи с высоким уровнем досрочных погашений, уровень кредитной поддержки (доля младшего транша от общего объема базовых активов) ежегодно увеличивается в среднем на 50% от первоначальной, средний текущий размер младшего транша превышает 19% от суммы активов. Приостановка платежей по реструктурированным кредитам и падение доходов заемщиков не затормозили амортизацию ввиду общего снижения ставок, стимулирующего рефинансирование. Ни по одной из российских сделок секьюритизации в 2020 году не был понижен кредитный рейтинг.

По сделкам, обеспеченным кредитами МСП, также уровень перепокрытия оценивается как достаточный. Минимальный уровень субординации с учетом прошедшей амортизации (без учета резервов и избыточного спреда) по МСП-сделкам составляет 37%, а средний — 43% по состоянию на конец 2020 года.

В сделках, эмитированных ИА ДОМ.РФ, поручитель выкупил дефолтные и реструктурированные кредиты, поэтому основной риск ухудшения кредитного качества портфеля лег на ДОМ.РФ. Согласно

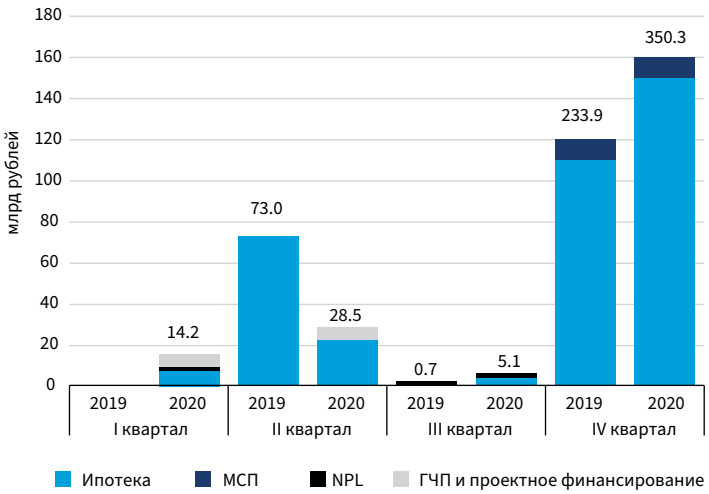


Рисунок 4
Объем облигаций, выпущенных в рамках сделок секьюритизации, установил новый рекорд, превысив объемы 2019 года

Источник: «Эксперт РА», по данным Cbonds

данным ДОМ.РФ, средневзвешенный, приведенный к году, размер CDR (Constant Default Rate — темп выхода в дефолт), включающий в себя и выкупленные обратно реструктурированные кредиты, доходил до 4.1% в июле, но к концу года вернулся до значений января 2020 года, снизившись в ноябре до 0.8%. Прошедший всплеск CDR, по мнению агентства, будет оказывать влияние на ценообразование стоимости поручительства будущих сделок ИА ДОМ.РФ.

Несмотря на общий спад в экономике, объем облигаций, выпущенных в рамках сделок секьюритизации, установил новый рекорд, превысив объемы 2019 года (Рисунок 4). Основная часть размещений пришлась на ипотечную секьюритизацию, в первую очередь — на бестраншевые облигации, эмитированные ИА ДОМ.РФ, на фоне благоприятного регулирования инвестиций в такие инструменты, а также стандартизации и повышения ликвидности выпусков. При этом в 2020 году была размещена одна многотраншевая сделка ИЦБ, которой был присвоен кредитный рейтинг (в 2019 году таких сделок не было), продолжились размещения многотраншевых сделок МСП Банка, секьюритизировались права требования по просроченным кредитам, денежные потоки в рамках сделок ГЧП и проектного финансирования.

Несомненно, опыт прохождения коронакризиса должен быть учтен при структурировании новых выпусков. Учитывая долгосрочность инструментов и сложность изменения условий после размещения, агентство отмечает важность детальной проработки условий документации и выделяет следующие тренды и вызовы в части структурирования:

1. Увеличение уровня публичного раскрытия информации по сделке. Традиционная проблема сделок секьюритизации в РФ — низкая прозрачность данных по базисным активам. Привлечение новых категорий инвесторов в сложно структурированные инструменты секьюритизации требует расширения и стандартизации публичных отчетов. Агентство считает важным сделать стандартной практикой раскрытие в эмиссионной документации большего объема информации относительно обязательств участников сделки, размера младшего транша, триггеров и регулярное раскрытие ключевых параметров портфеля обеспечения, данных о проведенных реструктуризациях, а также причин обратного выкупа. Иными словами, публичным мог бы быть обезличенный формат отчета сервисного агента либо агрегированные данные по портфелю активов на его основе.

2. Планирование возможной реструктуризации базисных активов. Кризис выявил, что банкам нужна гибкость условий сделки для эффективной работы с заемщиками, испытывающими временные сложности: у заемщиков, кредиты которых находятся в залоговом портфеле (а зачастую это лучшие заемщики оригинатора), должно быть право воспользоваться всеми предлагаемыми оригинатором своим клиентам мерами поддержки. Для этого при структурировании сделки целесообразно согласовывать стандартные варианты реструктуризации и их лимиты, минимизируя операционную зависимость сделки от проведения выкупов кредитов на баланс сервисного агента, при этом сохраняя возможность обратного выкупа кредита при получении сервисным агентом заявления на реструктуризацию.

3. Ужесточение критериев портфеля требует большей однородности секьюритизируемых пулов. В результате коронакризиса в структурируемых револьверных сделках был ужесточен ряд критериев портфеля и прав требований, например, по отраслевой и продуктовой структуре, исходя из перечня наиболее пострадавших отраслей, а также введены критерии на отсутствие недавней реструктуризации и наличие подтвержденной платежной дисциплины после окончания «каникул». Соблюдение более жестких критериев в револьверный период еще более повышает значимость однородности портфеля. Повышение однородности портфелей позволит снизить уровни субординации в сделках, что особенно актуально для сегмента МСП.

Детальная статистика, однородность и предсказуемость в обслуживании портфеля позволит участникам рынка точнее настроить свои модели, что даст возможность снизить степень консерватизма при оценке уровня кредитной поддержки сделок или комиссий за предоставление поручительства.

ПРОДАТЬ ЭФФЕКТИВНЫЙ КОЛЛЕКШЕН

После окончания льготного периода по формированию резервов по проблемной задолженности ожидается рост давления на капитал в банковской системе. По оценкам агентства, объем недосозданных резервов по проблемным кредитам банковского сектора составляет порядка 1.7 трлн рублей. Мы ожидаем, что необходимость в досоздании резервов по указанным ссудам будет оказывать давление на прибыльность сектора на протяжении следующих 2 лет. Адекватное резервирование таких ссуд может абсорбировать до половины прибыли, которую банки получат в 2021–2022 годах. Несмотря на то что, по ожиданиям агентства, это не создаст системного риска, отдельные участники рынка будут испытывать потребность в разгрузке капитала более остро.

Секьюритизация портфелей кредитов, в том числе проблемной задолженности, может стать одним из инструментов для решения такой задачи. При этом наиболее востребованным активом для секьюритизации NPL (NonPerforming Loans — просроченные кредиты) являются потребительские кредиты. По мере снижения платежеспособности заемщиков доля ссуд, относящихся к 3-й стадии в портфеле потребительских кредитов по МСФО, выросла с 5.9 до 8.3% за первое полугодие 2020 года на фоне более низких темпов роста самого портфеля (Рисунок 5). По оценкам агентства, темп выхода потребительских кредитов на просроченную задолженность 90+ в 2020 году превышает в полтора раза аналогичный показатель винтажей последних 3 лет. Кроме того, часть проблем скрыта в реструктуризациях (до 10% от кредитного портфеля).

Пулы проблемной задолженности в сделках секьюритизации NPL продаются эмитенту со значительным дисконтом (порядка 95%), величина которого зависит от прогнозов собираемости средств от проблемных заемщиков: срока просрочки, наличия обеспечения, доли неконтактных заемщиков, стадии взыскания, региона. Денежный поток от таких активов зависит от эффективности коллекторской работы сервисера и формируется из поступлений от заемщика по обновленному графику погашения, предусматривающему удлинение срока задолженности и уменьшение платежа или списание части долга в обмен

на единовременное погашение оставшейся части или от реализации обеспечения. В зависимости от политики работы с проблемной задолженностью функция коллекшена по пулу может оставаться за банком-продавцом, а может передаваться коллекторскому агентству. В случае если в сделке сервисером является коллекторское агентство, то возможно сохранение за банком-продавцом функции резервного сервисера. Выпуски облигаций в рамках таких сделок секьюритизации уже размещались на российском рынке, правда, без широкого маркетинга, присвоения кредитного рейтинга и небольшим объемом (Таблица 1).

Секьюритизация может быть интересным инструментом фондирования для коллекторов, для которых рыночная стоимость прямого фондирования высока в силу специфики отрасли. На рынке публичный долг имеет одно коллекторской агентство — «Первое коллекторское бюро». По состоянию на конец 2020 года в обращении эмитента было два выпуска облигаций на общую сумму 3 млрд рублей (3-летние с купоном 13% и 5-летние с купоном 15%). Коллекторы, как правило, ограничены в привлечении банковских кредитов в силу отсутствия в банках экспертизы по корректной оценке их бизнеса и практики установления лимитов. Выпуск обеспеченных облигаций компанией с историей эффективного коллекшена может привлечь интерес более широкого круга инвесторов и при наличии механизмов кредитного усиления в сделке (резервный сервис, надежный банк залогового счета, младший кредит и резерв) позволит снизить стоимость финансирования, сохранив при этом на общем фоне низких доходностей привлекательной ставку для инвестора.

Как правило, такие выпуски в силу небольших лотов и повышенной доходности интересны инвесторам — физическим лицам. 2020 год стал переломным в привлечении розничного клиента на фондовый рынок. Прирост зарегистрированных клиентов-физлиц Московской биржи превысил 8 млн человек, что выше темпов суммарных привлечений последних 10 лет. По данным Московской биржи, доля вложений розницы в облигации через брокерские счета составляет порядка 57%. Кроме того, розничные инвесторы предъявляют высокий спрос на риск в сегменте долговых инструментов: доля физических лиц в торгах на всем биржевом рынке облигаций составляет порядка 6%, а в Секторе роста и Секторе повышенного инвестиционного риска — выше 60%.

У неквалифицированных инвесторов отсутствуют ограничения на приобретение облигаций, выпущенных в рамках сделок секьюритизации, что на фоне формирования сегмента

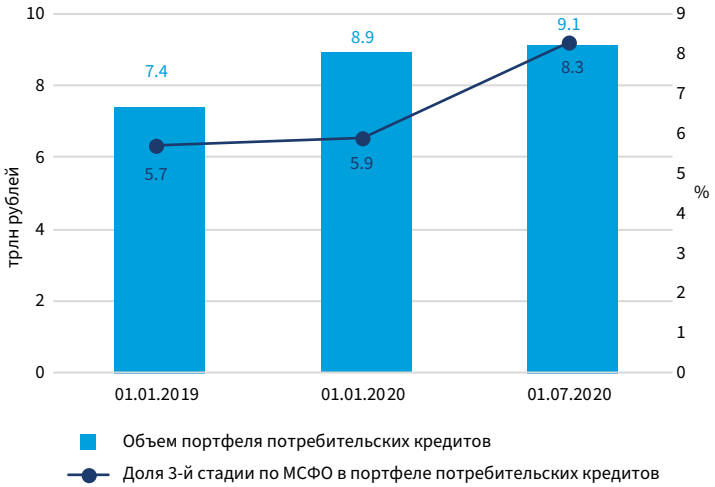


Рисунок 5
Рост доли 3-й стадии по МСФО в портфеле потребительских кредитов свидетельствует об ухудшении кредитного качества

Источник: «Эксперт РА», по данным Банка России, отчетности банков по МСФО (топ-20 по объему потребительского кредитования)

Таблица 1. Сделки секьюритизации проблемной задолженности физических лиц

Облигация	Сервисер	Объем эмиссии, млрд руб.	Год выпуска	Статус	Кредитный рейтинг
СФО «ИнвестКредит Финанс», 01	Акционерное общество «Финансовое агентство по сбору платежей» Общество с ограниченной ответственностью «Агентство кредитных решений» Общество с ограниченной ответственностью «Автоматизированные бизнес системы» Общество с ограниченной ответственностью «Сентинел кредит менеджмент» Непубличное акционерное общество «Первое коллекторское бюро»	0.5	2018	погашена	отсутствует
СФО «СФИ», 01	ПАО «Совкомбанк»	1.5	2019	погашена	отсутствует
СФО «Аккорд Финанс», класс А	Акционерное общество «Финансовое агентство по сбору платежей»	0.4	2020	в обращении	отсутствует
СФО «Инвест-Кредит Финанс», класс А	Акционерное общество «Финансовое агентство по сбору платежей» Общество с ограниченной ответственностью «Автоматизированные бизнес системы» Общество с ограниченной ответственностью «Сентинел кредит менеджмент»	0.9	2020	в обращении	отсутствует
СФО «СФИ», 02	ПАО «Совкомбанк»	1	2020	в обращении	отсутствует
СФО «Западный проект», 01	ООО «Нэйва»	0.035	2020	в обращении	отсутствует

Источник: «Эксперт РА», по данным Cbonds

бумаг секьюритизации третьего эшелона может создавать условия для мисселлинга. С конца 2020 года проблема мисселинга сложных финансовых продуктов — в фокусе особого внимания регулятора. Самостоятельный анализ сделки инвестором ограничен отсутствием доступа к полной информации по сделке и сложностью оценки. Комплексным, но простым для пользователя индикатором кредитного риска в таких условиях мог бы быть кредитный рейтинг выпуска. По нашим оценкам, для роста рынка секьюритизации NPL в ближайшие годы созданы благоприятные условия: повышенный интерес оригинаторов к разгрузке капитала, цифровизация данных по заемщикам, «обеление» рынка коллекторских услуг, рост внутреннего розничного инвестора, заинтересованного в повышенной доходности, появление методологий оценки подобных сделок у рейтинговых агентств.