«Коронакризис усилил интерес к секьюритизации»

Круглый стол организаторов сделок

Представители банков-организаторов и рейтинговых агентств в рамках круглого стола «Энциклопедии российской секьюритизации — 2021» рассказали о тенденциях рынка секьюритизации в непростом 2020 году, обсудили влияние пандемии, появление сегмента неипотечной секьюритизации, барьеры для инвестирования средств институциональных инвесторов, а также представили прогнозы по динамике рынка в 2021 году.

Какие основные тенденции определяли рынок секьюритизации в 2020 году? Какие факторы будут определять рынок в 2021 году?

Александра ВЕРОЛАЙНЕН,
управляющий директор по рейтингам структурированного финансирования, «Эксперт РА»

— В непростом 2020 году был достигнут исторический максимум по объемам размещений в рамках сделок секьюритизации. Основной объем, более 370 млрд рублей, пришелся на ипотечные бумаги ДОМ.РФ. В целях стимулирования этого сегмента в 2020 году продолжил расширяться перечень льготных регулятивных мер: включение в Ломбардный список, в состав высоколиквидных активов системно значимых кредитных организаций, расширение лимитов ВЭБ.РФ. Также стоит отметить меры в части повышения удобства анализа инвесторами ипотечных бумаг через механизм ценовой конвенции, разработанной Московской биржей совместно с ДОМ.РФ, и расширение доступной статистики по ипотечным покрытиям на открытых ресурсах ДОМ.РФ. Эти же факторы при неизменном регулировании будут определять развитие рынка ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) с доминированием выпусков ДОМ.РФ и в 2021 году.

Рынок за рамками программ ДОМ.РФ также существует и активно развивается. В 2020 году прошла многотраншевая ипотечная сделка «ИА Абсолют 5» (рейтинг AAA (ru.sf) от АКРА), в 2019 году таких сделок не было вовсе. По нашим прогнозам, в 2021 году подобных сделок будет больше.

Также среди многотраншевых сделок стоит отметить секьюритизацию поступлений в рамках ГЧП СФО Социального развития (рейтинги «Эксперт РА» облигаций класса А — ruA.sf, облигаций класса Б — ruBBB+.sf) на общую сумму 5.6 млрд рублей. Выпуск получил статус социальных облигаций и вошел в Сектор устойчивого

развития Московской биржи. Учитывая значительные объемы прав требований к крупным проектам ГЧП, которые уже вышли на эксплуатационную стадию (более 800 млрд рублей частных инвестиций), мы высоко оцениваем потенциал этого направления. Также мы ожидаем новые выпуски в сегменте МСП, объем которых в 2021 году, согласно национальному проекту поддержки малого и среднего предпринимательства, должен составить не менее 13 млрд рублей, что выше объема 2020 года. Сегмент неипотечной секьюритизации продолжит расширяться: будут новые дебютанты и новые типы активов. По нашим оценкам, в ближайшие пару лет на рынке появятся рыночные выпуски под лизинговые портфели, потребительские кредиты и NPL.

Олег КОРНИЛОВ, исполнительный директор по рынкам долгового капитала, Райффайзенбанк

— Учитывая бум на рынке жилищного кредитования, считаем, что рынок ипотечной секьюритизации продолжит расти и в рамках программы ДОМ.РФ, и в виде классических многотраншевых выпусков. Ожидаем увидеть сделки с другими видами активов, инициированные банковскими и корпоративными оригинаторами.

Роман СМИРНОВ, руководитель направления по работе с эмитентами, BCS Global Markets

— В непростое для мировой экономики время рынок российской секьюритизации показал более чем двукратный рост количества эмитентов и выпусков облигаций по сравнению с предыдущим годом в соответствии с рэнкингом Cbonds. Мы все запомним 2020-й как год стремительного развития сегментов «зеленых» и социальных облигаций. По оценкам рейтингового агентства АКРА, определенное восстановление экономической активности в 2021 году обусловит увеличение объемов кредитного портфеля банков, но в то же время «отложенная» необходимость в досоздании резервов, скорее всего, снизит рентабельность банковских активов. Подобные обстоятельства могут послужить толчком для банков размещать новые выпуски ИЦБ.

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

— Рынок секьюритизации определялся в основном выпусками ДОМ.РФ, секьюритизацией под поручительство ДОМ.РФ. Выпуски, связанные с проектным финансированием или ГЧП, пока не стали мейнстримом, заметным новым направлением развития рынка.

В 2021 году я ожидаю увидеть несколько выпусков, связанных с переупаковкой больших проектных кредитов. Классическая секьюритизация должна ожить, это связано с оттоком пассивов розничных вкладчиков из банков на фондовый рынок. Некоторым банкам придется выходить на рынок секьюритизации для пополнения пассивов.

Как повлияла пандемия на подготовку новых сделок секьюритизации? Проявляют ли оригинаторы спрос на организацию сделок при нестабильной рыночной ситуации? Сложнее ли стало собирать пул активов для обеспечения по сделке?

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— На наш взгляд, коронакризис усилил интерес к секьюритизации. Для некоторых участников более остро встал вопрос разгрузки капитала и удешевления и удлинения фондирования. Кризис сопровождался снижением ставок. Это повысило значимость задач управления процентным риском, которые могут решаться через секьюритизацию. Вслед за бумом ВДО на облигационном рынке plain vanilla похожий сегмент начинает формироваться и в сегменте секьюритизации. О секьюритизации стали задумываться оригинаторы, которые обладают ограниченными возможностями по привлечению банковского фондирования, например МФО или коллекторы. Такие интересанты, как правило, не имеют

достаточного объема портфеля в моменте, и им требуется значительное время для того, чтобы подготовиться к сопровождению сделки в части как IT, так и бизнес-процессов. Формирование такой сделки в зависимости от подбора команды может занимать в среднем от одного года. Тем не менее мы видим, что даже у небольших оригинаторов, ставящих перед собой амбициозную задачу по секьюритизации, может быть весьма технологично отлажен бизнес, ведется мониторинг портфелей в разных детальных разрезах, имеется гибкость в выгрузках данных.

На сбор портфелей под сделки повлияла институционализация кредитных каникул. В качестве дополнительных критериев отбора ссуд вводились критерии на подтверждение платежной дисциплины после окончания каникул. На наш взгляд, наибольшие сложности в сборе портфеля вследствие коронакризиса испытывают портфели кредитов МСП. Малый и средний бизнес можно назвать наиболее пострадавшим сегментом от карантинных мер, особенно в части отдельных отраслей (например, туризм, рестораны, фитнес-индустрия). На них были наложены отдельные ограничения на долю в портфеле. Кроме того, сделки секьюритизации кредитов МСП структурируются с револьверным периодом, что требует соблюдения критериев портфеля на его протяжении. В силу высокой неоднородности сегмента оригинаторам требуется прилагать большие усилия в соблюдении критериев, при нарушении которых стартует досрочная амортизация.

Роман СМИРНОВ

— Любой кризис — это новые возможности. Так и пандемия позволила взглянуть на российский долговой рынок под другим углом. Конечно, смена парадигмы организации сделок с офлайн-формата на онлайн могла оказать влияние на некоторых игроков, однако наша команда продолжала работать без перебоев, реализовывая ранее начатые и новые проекты. Что касается спроса со стороны оригинаторов, рэнкинг Cbonds-2020 ясно отражает потребность эмитентов в секьюритизации активов.

Олег КОРНИЛОВ

— Поскольку сделки секьюритизации длинные, подготовка текущих проектов шла чередом даже в условиях перехода на удаленную работу.

Стали наблюдать активный интерес оригинаторов уже после того, как ситуация на рынке стабилизировалась. Касательно формирования обеспечения, на наш взгляд, ситуация не поменялась. Банки, которым сложно самостоятельно собирать пул, стали объединять их с партнерами и запускать мультиоригинаторные сделки.

Сергей КАДУК

— Заметного влияния пандемия не оказала. Вопросы по организации выпусков удавалось решать в офлайне.

Ипотечные сделки: будут ли основные оригинаторы развивать «не-агентскую» секьюритизацию или продолжат делать стандартизированные сделки под поручительство ДОМ.РФ? Можно ли сказать, что многотраншевая секьюритизация подходит не всем оригинаторам ипотечного рынка?

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— Рынок был бы более сбалансированным при наличии одинаковых условий регулирования ИЦБ по разным моделям. Возможность выбора между двумя моделями привлекала бы к секьюритизации большее количество оригинаторов и инвесторов. Конкуренция, как и на любом рынке, стала бы стимулом его развития. Если же говорить о перспективах многотраншевой секьюритизации в неизменных условиях регулирования, то даже на таком фоне есть и инвесторы, которым такие облигации интересны в силу премии, и оригинаторы, которые имеют портфели, не полностью подходящие под стандарты «фабрики»,

но готовые за это взять большую субординацию в сделке. Кроме того, например, «нефабричные» ипотечные сделки могут проводиться с условием револьверного периода, что делает экономику выпуска более интересной для банков.

Сергей КАДУК

— Сделки под поручительство ДОМ.РФ по большей части имеют мотивацию не в привлечении рыночного спроса, а в разгрузке резервов. Объем сделок под поручительство обеспечивают многомиллиардные выпуски Сбербанка и ВТБ. Эти оригинаторы могут дешево занимать на рынке и без секьюритизации.

Не-агентская секьюритизация имеет целью не только привлечение инвесторов, но и увеличение ROA и ROE для банков-оригинаторов. Частные, средние по размеру активов, банки в большей степени заинтересованы в не-агентских, рыночных выпусках.

Олег КОРНИЛОВ

— Спрос на не-агентскую секьюритизацию есть. Для некрупных банков иногда это единственно возможный способ секьюритизации: классическая структура гибче, прозрачнее, не ограничена жесткими требованиями по объему. Оригинаторы исходят из оценки инструмента в целом для достижения конкретно поставленных целей и выбирают наиболее приемлемый для них способ секьюритизации.

Роман СМИРНОВ

— Пожалуй, основные игроки на рынке будут продолжать заниматься преимущественно агентской секьюритизацией. Кроме того, не стоит забывать о бессрочной программе ипотечных облигаций ДОМ.РФ объемом 7 трлн рублей, зарегистрированной в сентябре 2020 года, в рамках которой уже размещено 6 выпусков ипотечных облигаций объемом более 0.3 трлн рублей.

Физические лица на первичных размещениях стали трендом 2020 года в plain-vanilla-облигациях. Ожидаете ли вы, что скоро «физики» увеличат долю в размещениях и сделок секьюритизации?

Сергей КАДУК

— Это вполне возможно, хотя «физики», на мой взгляд, в основном мотивированы не risk/return, а размером купона.

Роман СМИРНОВ

— Благодаря политике низких ставок и развитию брокерских приложений физические лица стали более активно участвовать в первичных размещениях выпусков облигаций в противовес классическим банковским депозитам, стремясь получить большую доходность. Из-за низкой осведомленности о возможностях секьюритизации частные инвесторы в основном предпочитают доходные и понятные plain-vanilla-облигации. Занимая лидирующие позиции по привлечению частных инвесторов, BCS Global Markets отчетливо просматривает подобную тенденцию на одной из сделок секьюритизации. Наш опыт в качестве организатора выпусков секьюритизации и корпоративных облигаций в рамках одной группы компаний показывает сдержанность розничных инвесторов с точки зрения участия в сделках секьюритизации. Текущая разница в спредах plain vanilla и сложноструктурированных бондов оказывает незначительное влияние на спрос со стороны физических лиц.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— Интерес розничного инвестора к рынку облигаций вызван желанием получить более высокую доходность на фоне падения ставок по банковским вкладам. Высоконадежные облигации, выпущенные в рамках сделок секьюритизации, предлагаются инвесторам с небольшой премией относительно своего кредитного качества, поэтому такие инструменты могут быть интересны розничным инвесторам с консервативной стратегией инвестирования. Кроме того, дополнительным плюсом для физического лица является, как правило, ежемесячная регулярность выплат по облигации. Из минусов — невысокая ликвидность.

Неквалифицированным инвесторам законодательно не ограничен доступ к облигациям, выпускаемым в рамках сделок секьюритизации, в отличие, например, от структурных облигаций. При этом на российском рынке секьюритизации постепенно появляется третий эшелон: например, уже совершен ряд небольших сделок секьюритизации проблемной задолженности розничных кредитов без кредитного рейтинга. Инструментом секьюритизации как альтернативным источником финансирования бизнеса все больше интересуются оригинаторы, ограниченные в привлечении банковского фондирования: МФО, коллекторы, небольшие лизинговые и факторинговые компании. Такой сегмент секьюритизации может быть более привлекателен для розницы в силу более высокой доходности, однако может содержать дополнительные риски, неочевидные для инвестора. Тема продаж сложных продуктов розничным инвесторам стала предметом особого внимания регулятора. Сделки секьюритизации в этом контексте не исключение. Как и в отношении остальных сложных продуктов, фильтром принимаемого риска и средством повышения прозрачности инвестиции мог бы быть кредитный рейтинг определенного уровня.

Олег КОРНИЛОВ

— Мы пока не видели активного участия розничных инвесторов в сделках секьюритизации. В прошлом году инвесторы в целом ориентировались на более доходные и ликвидные инструменты со ставками 8–9% в год. В то же время мы видим, что кривая ОФЗ выросла достаточно сильно с начала года, что делает доходности по старшим траншам секьюритизации хорошей альтернативой plain-vanilla-облигациям.

В 2020 году были закрыты сделки секьюритизации кредитов МСП, платежей ДПМ, ГЧП, NPL и т. д. Означает ли это появление сегмента неипотечной секьюритизации, которого все так долго ждали? Какие активы для секьюритизации будут наиболее востребованы в ближайшем будущем?

Олег КОРНИЛОВ

— Уверены, что масштабы рынка секьюритизации ограничены субъективно, и он будет развиваться, сделки 2020 года тому пример. Наиболее востребованными считаем сегмент МСП, активно поддерживаемый государством, автокредиты — их концентрация в банках увеличилась, и как актив они более понятны инвесторам, есть большой потенциал у ESG-инвестирования.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— Прошедшие сделки неипотечной секьюритизации создали базу для масштабирования полученного опыта и являются бенчмарками для будущих выпусков иных оригинаторов в этом сегменте. Список активов, по которым есть предметный интерес к сделкам секьюритизации, будет только расширяться: уже на повестке обеспеченные и необеспеченные потребительские кредиты, NPL, лизинг, факторинг, поступления по ГЧП, различного рода дебиторская задолженность. Тренд будет поддерживаться интересом розничных инвесторов к повышенной доходности, а также усилением потребности некоторых оригинаторов в разгрузке капитала.

Сергей КАДУК

— Безусловно, сектор неипотечной секьюритизации будет расти в 2021 году. Так как не сложился еще глубокий рынок инвесторов в секьюритизации, то тип активов под сделку выбирают оригинаторы. Мотивацией для оригинаторов часто служит разгрузка нормативов и резервов.

Мы и в дальнейшем увидим «тяжелые» для резервов банка активы в секьюритизациях: NPL, потребкредиты, проектные кредиты на этапе строительства и т. д.

Роман СМИРНОВ

— Можно с уверенностью заявить, что в 2020 году на российском рынке появился сегмент неипотечной секьюритизации, однако он также подвержен ключевым проблемам, сопровождающим размещение выпусков ИЦБ. После закрытия сделки секьюритизации платежей по соглашению ГЧП с нами связывались потенциальные эмитенты, желающие осуществить аналогичные сделки. В реалиях российской экономики обязательства по концессиям/ГЧП являются весьма надежными и понятными активами для инвесторов, а значит, секьюритизация таких активов может занять существенную нишу на локальном рынке.

Каков ваш прогноз по объему и количеству сделок на 2021 год?

Олег КОРНИЛОВ

— Ожидаем, что количество сделок увеличится, в то же время прогноз по объемам в целом давать довольно непросто.

Сергей КАДУК

— За пределами программ ДОМ.РФ я ожидаю порядка 10 сделок с общим объемом 50–70 млрд рублей.

Насколько выпуски секьюритизации привлекательны для инвесторов в условиях низких ставок, в том числе по сравнению с корпоративными бондами? Компенсируют ли спреды недостаточную ликвидность?

Сергей КАДУК

— Отсутствие достаточной ликвидности действительно является проблемой при размещении. В ситуации, когда разворот ставок практически предрешен, эмитентам нужно будет предлагать дополнительную премию инвесторам.

Решением может быть выпуск облигаций с плавающим купоном в привязке к ключевой ставке ЦБ РФ или иному показателю.

Олег КОРНИЛОВ:

— На наш взгляд, текущие спреды (175–200 б. п. к ОФЗ) выглядят достаточно привлекательно для бумаги с рейтингами AAA и фактическим сроком обращения до 4–5 лет. Для сравнения: корпоративные спреды сопоставимых по рейтингу эмитентов — 75–100 б. п.

Роман СМИРНОВ

— Несмотря на двукратное увеличение количества организованных первичных размещений в 2020 году, преимущественный объем выпусков секьюритизации выкупали «старые» инвесторы. По моему мнению, текущие спреды недостаточно компенсируют ликвидность в сегменте секьюритизации, поэтому лишь небольшой круг институционалов готов заходить в подобные сделки, осознавая и принимая на себя существенный риск ликвидности.

Некоторые инвесторы высказывают опасения, что ликвидность на вторичном рынке ИЦБ может так же быстро уйти, как она появилась. Как заслужить доверие у инвесторов в ИЦБ, повысить привлекательность рынка?

Роман СМИРНОВ

— Текущая ликвидность на рынке, вероятно, сохранится, учитывая общую тенденцию к росту количества первичных размещений. Для поддержания уровня имеющейся ликвидности необходимо сконцентрировать внимание на доверии инвесторов к ИЦБ, заслужить и сохранить которое можно стабильностью и полнотой выполнения всех обязательств эмитента перед инвесторами, регулярным раскрытием информации, а также постоянным взаимодействием с рынком (в том числе усилиями IR-команды эмитента). BCS Global Markets обеспечивает взаимодействие своих

эмитентов со всем рынком посредством различных коммуникационных каналов, транслируя информацию как среди широкого круга физических лиц, так и среди институциональных инвесторов. Мы также советуем клиентам незамедлительно оповещать рынок о существенных событиях, которые могут оказать влияние на стабильность деятельности компании, а также на выполнение обязательств по облигациям, вместо скрытия информации, которая рано или поздно «всплывет» и, вероятно, окажет пагубное влияние. Удобным инструментом являются вебинары, на которых эмитент может поделиться значимой информацией о себе и своей деятельности, ответить на вопросы инвесторов в режиме реального времени, а также «успокоить» рынок, если это необходимо (опровергнуть слухи, трактовать значимые новости компании и т. п.). Таким образом, только совместная работа эмитента и организаторов по вопросам, затронутым выше, обеспечит бумагам справедливую ликвидность и привлекательность.

Сергей КАДУК

— Роль ДОМ.РФ как института развития сложно переоценить. ДОМ.РФ не только выступает маркетмейкером в сделках, но и предлагает всем инвесторам аналитические материалы и ипотечный калькулятор, позволяющий прайсить бумаги при различных сценариях дефолтов и досрочных погашений. Развитие рынка будет происходить само при росте базы инвесторов, понимающих тип и особенности ипотечных бумаг.

Среди факторов, которые тормозят развитие рынка секьюритизации в России, часто называется трудозатратность подготовки сделки, отсутствие потребности в ликвидности у оригинаторов, пробелы в регулировании. Как развивать рынок для создания необходимой конкуренции, где привлекать оригинаторов?

Сергей КАДУК

— Несмотря на сложности, рынок развивается, и каждый год появляются новые типы активов в секьюритизациях, новые оригинаторы и т. д. Мотивации у каждого оригинатора свои. Я сейчас вижу, что многие из них стремятся к разгрузке резервов и смотрят на «тяжелые» по резервированию активы для включения в сделки.

Например, после моей сделки с просроченной задолженностью Совкомбанка ко мне обратились несколько оригинаторов, заинтересованных в чем-то подобном.

Олег КОРНИЛОВ

— Наиболее трудозатратна для оригинатора всегда первая сделка секьюритизации, и, как правило, банки только ею не ограничиваются. Основные сложности по-прежнему связаны с регулированием, активная работа ведется преимущественно в отношении государственных программ, для создания конкурентного рынка этого недостаточно.

Какие барьеры для инвестирования средств институциональных инвесторов (включая средства НПФ) по-прежнему присутствуют на рынке секьюритизации?

Сергей КАДУК

— В 2020 году новых барьеров, к счастью, не появилось. По остальным барьерам мы стараемся донести нашу точку зрения до регулятора. Планомерная работа ведется.

Роман СМИРНОВ

— По-прежнему «регуляторные барьеры» продолжают оказывать значительное влияние на рынок секьюритизации в целом. Однако изменения, внесенные Банком России в отношении требова-

ний по инвестированию средств НПФ, вступившие в силу с начала 2021 года, стали знаковым событием и, вероятно, расширят инвесторскую базу ИЦБ в ближайшем будущем.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— В 2020 году для ИЦБ был предусмотрен отдельный лимит в портфелях НПФ, и в регулировании были допущены инвестиции в ИЦБ с кредитными рейтингами AAA.sf. Исключение из рисковых лимитов и легализация рейтинговой шкалы структурированного финансирования (имеющей постфикс «.sf») были долгожданными событиями на рынке. Однако сегмент неипотечной секьюритизации все так же остался отрезанным от средств институциональных инвесторов, в отношении него не прописано применение рейтингов по шкале структурированного финансирования. Более того, сегмент станет более ограниченным с введением более жесткого регулирования в отношении пенсионных резервов, нормативные требования к которым ранее были существенно более лояльными по сравнению с пенсионными накоплениями. Накопление статистики успешных рейтингованных сделок на рынке и повышение значимости опережающей доходности для институциональных инвесторов на фоне общих низких ставок должны стать условиями появления и выпусков неипотечной секьюритизации в списке разрешенных инструментов.

Олег КОРНИЛОВ

— На наш взгляд, для развития рынка секьюритизации нужно:

• расширить возможности для квалифицированных/неквалифицированных инвесторов по инвестированию в такого рода инструменты;

• упростить процедуру ППС. В текущем виде оригинаторы/инвесторы ее не используют.

Это позволит привлечь на рынок новых игроков, стимулировать работу рейтинговых агентств по отличным от МСБ и ипотеке видам активов, обеспечить расширение линейки инструментов для инвесторов.