Павел ИЗМАЙЛОВ,
руководитель направления структурного финансирования в регионе Центральная Европа, TMF Group

Геннадий ГОДЯЕВ,
руководитель направления структурного финансирования в России, TMF Group

Обзор рынка секьюритизации России и Швейцарии

В 2020 году активность в количестве секьюритизационных сделок была небольшой, но рынок получил серьезный толчок в других направлениях. Он быстро шагнул в цифровую реальность и начал активно перестраиваться. Помимо изменения формы с офлайн-на онлайн-работу поменялись интересы у игроков рынка. Количество рыночных ипотечных сделок ярко иллюстрирует эту тенденцию. Все чаще на рынке появляются запросы на секьюритизацию иных типов активов. Банки перестраивают свои финансовые модели, управляющие компании оптимизируют трудозатраты на обслуживание инфраструктуры, а рейтинговые агентства разрабатывают новые методологии, чтобы дать возможность инвесторам здраво оценить риски и возможную доходность от бумаг.

На развитие российского рынка сильно влияет опыт развитых западных рынков. Помимо этого, значительная часть законодательства сконструирована на основе зарубежных практик. В настоящей статье будет рассмотрен новый сформировавшийся запрос российского рынка и возможности его реализации в текущих условиях с использованием иностранного опыта на примере швейцарского рынка.

Наша команда провела ряд встреч с профессиональными участниками рынка. По их итогам мы можем резюмировать, что на рынке сформировался запрос на сделки с новым форматом, который позволит обеспечить повышенную доходность. В 2020 году большинство сделок было заморожено, что повлекло возникновение отложенного спроса. Сейчас в России проходит массовая вакцинация, снимаются ограничительные меры и жизнь возвращается в привычный ритм. Это дает возможность реализовывать те сделки и идеи, которые были подготовлены за последний год.

В первую очередь мы отмечаем интерес к секьюритизации дебиторской задолженности. При этом стоит отметить, что потен-

циальный круг участников гораздо больше, так как не ограничивается кредитными организациями, которые имеют право выдавать кредиты физическим и юридическим лицам. За последние годы в Швейцарии увеличилось число сделок по секьюритизации дебиторской задолженности. В ней участвуют как локальные игроки, так и субъекты из других государств — членов Евросоюза. Это дает возможность подбирать активы и структурировать сложные сделки секьюритизации во многих юрисдикциях. Схожие законодательство и правоприменительная практика дают определенный комфорт для участников рынка. В России только начинают присматриваться к формату таких трансграничных сделок. К крупным холдингам приходит понимание, что выгоднее привлечь деньги инвесторов, чем занимать в банке. При этом инструменты забалансовой секьюритизации позволяют переложить значительную долю рисков на инвестора.

По аналогии с Евросоюзом субъекты из Евразийского экономического союза присматриваются к инструментам секьюритизации, рассматривают возможность выпуска бумаг на Московской бирже, а также строят долгосрочные планы на развитие процессов секьюритизации в своем регионе. Это является позитивным фактором для рынка России как ключевой страны в Евразийском союзе.

Важным аспектом является сравнение ключевых ставок и, как следствие, депозитных ставок. Швейцарские банки отличаются надежностью и пользуются популярностью во всем мире. Но главным отличием в Швейцарии является отрицательная депозитная ставка: потребители размещают вклады в евро в среднем под -0.75%. Для российского рынка это нонсенс. Сложно представить российский банк с такой ставкой и большим количеством вкладчиков. На швейцарском рынке хорошим результатом в сделке секьюритизации является сохранение начальных денежных средств и «выход в ноль». «Выход в плюс» является уже достаточно редким и очень удачным кейсом. При этом стоит учесть, что расходы на инфраструктуру гораздо выше, чем в России, где текущая ставка по ипотечным бумагам с рейтингом AAA — в районе 6–7% годовых. Однако такие бумаги не являются приоритетными для инвесторов из-за низкой доходности. К примеру, в России инфляция за 2020 год в размере 4.91% нивелирует бóльшую часть доходности по средней ипотечной бумаге.

Другим сдерживающим фактором является сложность прогнозирования в России. Профессиональным участникам трудно формировать финансовые модели на долгосрочную перспективу. Развитые рынки так сильно не «лихорадит», и ставка меняется постепенно через шаг 0.25% или 0.5%. Сравнивая российские ставки 5% в 2013 году и ставку 17% в конце 2014-го, можно отметить сильный скачок и стресс-фактор для финансовой модели. При таких резких перепадах эмитент в сделке секьюритизации может допустить дефолт, если не было предусмотрено поручительство. При этом в течение 5 лет ставка опустилась на исторический минимум 4.25%. А это средний срок для существования ипотечного агента для одной сделки секьюритизации.

Снижение депозитных ставок в 2020 году сильно критиковалось, и дополнительный налог с депозитов привел к большому оттоку денежных средств с депозитов и появлению большого количества новых розничных инвесторов на Московской бирже. Пока Центральный банк РФ всеми силами пытается ограничить вложения непрофессиональных участников в высокорискованные бумаги. В Швейцарии же очень разнообразный круг инвесторов. Помимо широкого круга профессионалов в покупке облигаций активно участвуют и физические лица. Но со временем финансовая грамотность населения в России вырастет и регуляторные ограничения будут смягчаться, что приведет к формированию более широкого круга потенциальных покупателей ценных бумаг. Для развития российского рынка секьюритизации это чрезвычайно важно. Ведь одним из главных сдерживающих факторов является отсутствие достаточного количества инвесторов. Прежний сдерживающий фактор, выражавшийся в количестве необходимого пула кредитов, не так актуален, особенно в ипотечной секьюритизации. Государственная программа поддержки льготной ипотеки позволила банкам нарастить свои портфели. Но только крупные банки активно используют их в сделках секьюритизации. Единственная рыночная ипотечная

сделка 2020 года не была размещена на 100% объема в связи с низким интересом инвесторов. Соответственно, новая тенденция дает оптимистичные перспективы для российского рынка.

Переходя ко второму типу сделок секьюритизации, стоит отметить, что мощнейший кризис 2020 года ударил по многим субъектам хозяйственной деятельности. Государственные меры поддержки являются недостаточными и малоэффективными, а ограничения — чрезмерно жесткими. Это уже привело к большому количеству банкротств, и ситуация будет усугубляться. Соответственно, на рынке появится много непрофильных активов. В Швейцарии и многих других развитых странах такие активы пользуются широкой популярностью на рынке капиталов. За долгие годы был накоплен большой опыт работы с ними. Существуют методологии оценки таких активов, понимание, с каким дисконтом такие активы приобретаются и какой процент возврата по ним возможен. Соответственно, под сделку секьюритизации управляющая компания (инвестиционный менеджер) сможет приобрести непрофильные активы и выпустить бумаги с приемлемым рейтингом и хорошей доходностью. При этом пул активов может быть максимально разнообразным. Начиная от банкротств крупных холдингов, заканчивая различными правами требований физических лиц по однородным кейсам. В такой сделке секьюритизации продавец актива быстро получает свои денежные средства и не тратит время и силы на судебные издержки. Все издержки ложатся на компанию специального назначения (SPV), которая нанимает профессиональных юридических консультантов для судебного взыскания долгов по выкупленным правам требований. А инвесторы ожидают повышенный доход после окончания судебных процессов.

Кроме того, на швейцарском рынке выделяются сделки секьюритизации с потребительскими кредитами и выбранными лимитами по кредитным картам. В развитых странах очень популярны кредитные карты. Население привыкло жить в кредит, но при этом сформировалось ответственное отношение к своим финансовым обязательствам перед кредитными организациями. Соответственно, доля невозвратов и банкротств физических лиц в Швейцарии намного ниже, чем в России. Для швейцарских банков это дает возможность формировать большие пулы кредитов и секьюритизировать эти денежные потоки. При этом экономическая обстановка обеспечивает уверенность и позволяет получить хороший кредитный рейтинг для такого пула кредитов. В России с каждым годом доля дистрибуции кредитных карт растет и население все активнее ими пользуется. К сожалению, состояние российской экономики и низкая ответственность граждан несет большие риски по потребительским кредитам, и многие банки пытаются найти баланс между выдачей и отказами. Но на рынке уже сформировался определенный интерес к такому типу сделок секьюритизации. Они являются самыми распространенными на европейских рынках: работать с таким активом намного проще, чем с ипотекой и автокредитами, так как отсутствует необходимость оформления залогов и прохождения государственной регистрации. Со временем российский рынок тоже придет к секьюритизации потребительских кредитов, что будет очень широко использоваться всеми участниками.

Резюмируя вышесказанное, отмечаем позитивные шаги и интересы на российском рынке. Рынок капиталов в России развивается постепенно и с особой осторожностью, используя накопленный опыт западных стран. Важно учиться на чужих ошибках и развивать свою экономику. Формирование государственного института в ипотечной секьюритизации и объединение с Корпорацией МСП могут существенно уменьшить количество рыночных сделок, но одновременно это дает импульс для структурирования сделок с другими типами активов. В настоящей статье указаны только несколько возможных примеров структурирования сделок секьюритизации. На практике возможно намного больше разновидностей, главное создать благоприятный экономический климат в стране.

TMF Group всегда была первопроходцем на российском рынке. Накопленный мировой опыт позволит реализовать указанные сделки секьюритизации в российском периметре. Мы держим руку на пульсе, чтобы понимать потребности рынка, и с оптимизмом смотрим на перспективы в России.