«Разгрузка капитала — главный побуждающий к секьюритизации фактор для оригинаторов»

Круглый стол организаторов сделок

Представители банков-организаторов и рейтинговых агентств в рамках круглого стола «Энциклопедии российской секьюритизации — 2022» поделились мнением о настроениях рынка секьюритизации в прошедшем 2021 году, обсудили потенциальные направления развития в 2022-м, а также затронули вопросы, касающиеся регулирования рынка.

Какие настроения преобладали на рынке секьюритизации в 2021 году? Какие ключевые факторы будут задавать тенденции рынка в 2022 году?

Сергей КАДУК,
начальник Управления секьюритизации и структурных продуктов, ПАО «Совкомбанк»

— В 2021 году секьюритизация сфокусировалась на выпусках ИА ДОМ.РФ. Другие виды и типы секьюритизации стали второстепенными как по объему и количеству выпусков, так и по ликвидности и вниманию инвесторов.

Вряд ли в 2022 году ситуация кардинально изменится. Ипотечные ценные бумаги будут в основном «фабричными», но рынок, безусловно, будет приветствовать появление новых многотраншевых выпусков. Неипотечные секьюритизации также будут присутствовать на рынке. Главным побуждающим фактором к секьюритизации для оригинаторов станет разгрузка капитала.

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

— В 2021 году рынок секьюритизации, как и рынок облигаций в целом,

испытывал давление вследствие роста ставок. На экономику сделок негативно влияли ножницы, возникшие между ставками базовых активов и возросшей стоимостью денег на рынке. Очередной взлет ставок показал необходимость управления процентным риском долгосрочных активов на систематической основе. Вместе с тем в такой непростой год на рынке проявились и позитивные тренды: выпуски облигаций под электронные закладные, мультиоригинаторные сделки, размещение «социальных» ипотечных и инфраструктурных облигаций. Кроме того, стоит отметить, что сделки секьюритизации сохраняют в условиях пандемии свое высокое кредитное качество: на рынке не происходило «даунгрейдов» кредитных рейтингов или тем более дефолтов выпусков секьюритизации, чего не скажешь о рынке классических долговых облигаций.

В 2022 году мы ожидаем замедление роста стоимости фондирования, а также разворот ставок во второй половине года, что улучшит экономику сделок. Тем не менее драйвером интереса оригинаторов останется не столько возможность привлечь фондирование, сколько разгрузка капитала. Несмотря на то что в целом по банковской системе наблюдается высокий запас капитала, он распределен неравномерно, и для некоторых игроков секьюритизация весьма актуальна. По нашим оценкам, в ближайшие годы продолжит расти количество выпусков облигаций, соответствующих принципам устойчивого развития, большее количество банков дебютирует с размещениями под электронные закладные, появятся интересные пробные выпуски структурированного проектного финансирования.

Ксения ПОЛЯКОВА,
вице-президент по секьюритизации, Райффайзенбанк

— В 2021 году, наряду с высокой концентрацией агентских ИЦБ, были закрыты уникальные по своей структуре классические сделки ипотечной секьюритизации ИА Титан-3 и ИА ТБ-1, потребительских кредитов СФО ВТБ РКС-1, секьюритизация NLP.

Среди ключевых трендов стоит отметить интерес розничных инвесторов к инструменту, активное использование цифровизации в виде секьюритизации электронных закладных и фокус в сторону ESG-финансирования.

Елена МУЗЫКИНА,
директор, Секьюритизация АО «ДОМ.РФ»

— В 2021 году мы наблюдали значительный интерес инвесторов к покупке ИЦБ ДОМ РФ. Однако год прошел под знаком недостатка предложения ипотечных облигаций на рынке ввиду роста ставок и наличия экономического стимула для оригинаторов оставлять ИЦБ у себя на балансах в качестве инструмента управления ликвидностью. Предполагаем, что тенденция продолжится в 2022 году, поскольку казначейская сделка позволяет воспользоваться рядом преимуществ секьюритизации и в текущих рыночных условиях.

На балансах банков накоплен значительный объем кредитов, выданных по программам льготного ипотечного кредитования. В связи с этим ДОМ.РФ запустил механизм секьюритизации льготной ипотеки с плавающей ставкой. В 2021 году был размещен первый такой выпуск социальных ипотечных облигаций, обеспеченных льготной семейной ипотекой, с купоном, привязанным к ключевой ставке Банка России. Полагаем, что в 2022 году, возможно, будет размещено несколько таких выпусков различных оригинаторов. В планах на 2022-й есть размещение зеленого выпуска ИЦБ ДОМ.РФ.

На наш взгляд, важной рыночной тенденцией является масштабирование выпусков с е-закладной, что вполне закономерно, так как цифровизация существенно ускоряет и удешевляет процесс секьюритизации. Мы также работаем над расширением возможностей по секьюритизации кредитов, обеспеченных правами по договорам долевого участия, так как видим запрос на такие инструменты.

Ожидаете ли вы бурный рост рынка секьюритизации в 2022 году? Каков ваш прогноз по объему и количеству сделок на текущий год?

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— За 2021 год было размещено 11 выпусков стандартизированных облигаций с ипотечным покрытием и поручительством ДОМ.РФ общим объемом более 400 млрд рублей. Результаты 2022 года сложно прогнозировать сейчас, имея существенный разрыв по ставкам. Возникшие ножницы ставок, обуславливающие продажи портфелей с дисконтом, создают ограничения для рыночных выпусков. Но у банков останется интерес к сделкам, где облигации выкупаются самим оригинатором, поскольку в них реализуется эффект разгрузки капитала, а также за счет возможности использования бумаг в РЕПО с ЦК и Федеральным казначейством. Кроме того, перспективными являются сделки под льготную ипотеку, которая по сути имеет плавающую ставку и может быть залогом по бумагам с купоном, привязанным к ключевой ставке. Подобный выпуск, БО-001Р-13 «ДОМ.РФ ИА», был размещен в ноябре 2021 года под льготную программу «Семейная ипотека» и получил статус социальной облигации, верифицированный «Эксперт РА».

Мы ожидаем, что в 2022–2023 годах в сегмент многотраншевых сделок выйдут со сделками как недавние дебютанты, так и новые оригинаторы. «Эксперт РА» в дополнение к размещенному на сайте бесплатному калькулятору RWA рисковых позиций в сделках по 647-П разрабатывает дополнительный инструментарий, который поможет оригинаторам рассчитать экономическую эффективность сделки, лучше понять, какие факторы влияют на ее кредитное качество, и провести самостоятельный сценарный анализ.

Ксения ПОЛЯКОВА

— В целом мы ожидаем замедления роста объемов выпусков секьюритизации в первой половине 2022 года ввиду ситуации на финансовых рынках. При этом будет оставаться доминирование выпусков ИЦБ ДОМ.РФ с постепенным увеличением классических сделок с разными классами активов, не только ипотечными.

Сергей КАДУК

— Бурного роста рынка мы не ожидаем. Фабрика ДОМ.РФ сможет вырасти на 30–50% по сравнению с 2021 годом. В неипотечной секьюритизации можем увидеть около 10–12 выпусков объемом до 30–40 млрд рублей.

Елена МУЗЫКИНА

— Мы ожидаем, что доля секьюритизации в общем ипотечном портфеле российских банков в средне- и долгосрочной перспективе продолжит расти.

Какие факторы тормозят развитие российского рынка секьюритизации? Остается ли регулирование одной из основных проблем, препятствующих созданию конкурентного рынка?

Ксения ПОЛЯКОВА

— Основные сложности по-прежнему связаны с регулированием, активная работа ведется преимущественно в отношении государственных программ, для создания конкурентного рынка классических выпусков этого недостаточно.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— Для многотраншевых выпусков секьюритизации действует сдерживающий регулятивный режим: ограничено применение рейтинговой шкалы структурированного финансирования («.sf») от национальных агентств в нормативных требованиях, предусмотрены высокие риск-веса для учета бумаг в торговом портфеле, не урегулирована возможность разгрузки капитала банков по консолидированной отчетности, отсутствует якорный инвестор. Кроме того, регулирование самого банков-

ского сектора привело его к состоянию избыточной ликвидности и капитала, положительным эффектом которого является устойчивость, а негативным — недофинансирование экономического роста. В таких условиях формирование выпусков секьюритизации как рынка альтернативных и надежных инструментов имеет ограниченный потенциал. Вдобавок к этому в условиях профицита государственного бюджета снижаются стимулы к структурированию финансирования в целях создания высоконадежных инструментов без дополнительных поручительств, гарантий и субсидий со стороны государства.

Сергей КАДУК

— Безусловно, законодательные ограничения на возможности НПФ инвестировать в неипотечные бумаги с рейтингами с «.sf», а также в бумаги, обеспеченные «обязательствами третьих лиц», сильно ограничивают рынок секьюритизации. С 1 октября 2021 года физлица без тестирования не могут приобретать облигации с рейтингом ниже AAA.

Инициативы оригинаторов и инвесторов, направленные на либерализацию рынка секьюритизации, рассматриваются регулятором, но сложно предсказать, будут ли конкретные решения в ближайшее время. Например, давно назрело решение об унификации регулирования о минимальном удержании риска оригинатором: для России это 20%, а Базель установил минимум в 5%.

Остальные факторы, на мой взгляд, вторичны.

Как на рынке ипотечного кредитования отразилось проводимое Банком России ужесточение денежно-кредитной политики, проявляющееся в многоэтапном повышении ключевой ставки? Как динамика первичного рынка отразилась на рынке секьюритизации?

Ксения ПОЛЯКОВА

— Несмотря на новый исторический максимум по количеству и объему предоставленных кредитов в 2021 году, в условиях повышения ставок до уровня >10% следует ожидать сберегательного рынка. Ставки по ипотечным портфелям ниже ставок по купонам — такая динамика способствует выжидательному поведению в секьюритизации.

Елена МУЗЫКИНА

— Мы видим интерес к сделкам секьюритизации в различной рыночной конъюнктуре, даже в текущей рыночной обстановке ипотечные облигации ДОМ.РФ позволяют повысить ликвидность.

Сергей КАДУК

— Думаю, что на фоне роста ставок многие банки задумались о секьюритизации через Фабрику с целью разгрузки капитала: стоимость капитала ведь тоже выросла. Как мы знаем из статистики, «первичка» притормозила, но не сильно. Поэтому для многих банков возможности Фабрики будут очень привлекательны.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— Рост ставок негативно отразился на ряде готовившихся к выпуску сделок. При невысоком избыточном спреде такая ситуация требует уступки портфеля с баланса банка с дисконтом или компенсации в виде роста субординированных позиций в сделке. Учитывая, что разработка большей части сделок стартовала с другими экономическими предпосылками, некоторые выпуски были поставлены на паузу. Тем не менее остались актуальными сделки, в которых оригинатор выкупает бумаги на свой баланс. Они не позволяют оригинатору снять процентный риск, но интересны с точки зрения разгрузки капитала и возможности привлечь ликвидность в РЕПО.

Ожидаете ли вы увидеть увеличение количества многотраншевых сделок секьюритизации на фоне появления таких сделок в 2021 году?

Сергей КАДУК

— Если и будет увеличение, то незначительное. Рынок находится в состоянии «flat».

Елена МУЗЫКИНА

— Считаем выпуск ИЦБ ДОМ.РФ хорошей выгодной альтернативой многотраншевой секьюритизации для банков. ИЦБ ДОМ.РФ позволяют оригинатору полностью передать кредитный риск и не предоставлять кредитное усиление, повысить ликвидность и улучшить нормативы, снизить нагрузку и повысить доходность на капитал, получить налоговые выгоды. Кроме того, ДОМ.РФ предлагает уже готовую инфраструктуру (действующий эмитент — ипотечный агент ДОМ.РФ с управляющей и бухгалтерской организациями, стандартная документация, экспертное сопровождение, отсутствие необходимости присвоения рейтинга) — сделку ипотечной секьюритизации можно сделать быстро и с минимальными затратами.

Ксения ПОЛЯКОВА

— Классическая структура гибче, прозрачнее, не ограничена жесткими требованиями по объему. Опыт 2021 года как раз свидетельствует об этом. К сожалению, волатильность рынков пока не добавляет позитива оригинаторам, многие проекты откладываются/переносятся. Тем не менее рыночный интерес инвесторов есть. Ожидаем, что сделок будет больше.

В настоящее время наблюдается тенденция роста спроса институтов коллективных инвестиций (НПФ, управляющих компаний) на ипотечные облигации. Ожидаете ли вы продолжения такого тренда и каким образом такой спрос можно стимулировать?

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— К сожалению, тот спрос, который наблюдается, невелик, и пока говорить о росте интереса институциональных инвесторов как о рыночной тенденции преждевременно. Ограничения лежат как в чисто рыночной, так и в регулятивной плоскости. Фидуциарная ответственность стимулирует инвесторов приобретать ликвидные и консервативные инструменты. Мерами поддержки профессионального инвесторского спроса могло бы быть повышение прозрачности отчетности по размещенным сделкам и публичного раскрытия по отдельным сегментам рынка кредитования: например, потребительских кредитов или кредитов МСП. Это позволило бы управляющим компаниям иметь достаточную фактуру для создания собственных моделей оценки таких бумаг, что обеспечило бы более аргументированные переговоры по ставке. Кроме того, предложение облигаций с фиксированным графиком погашения также повысило бы интерес институциональных инвесторов к инструментам секьюритизации.

Ксения ПОЛЯКОВА

— Да, мы видим интерес к ИЦБ и другим сделкам со стороны управляющих компаний, в том числе ВЭБ УК. Для регулируемых инвесторов и банков нужно, чтобы была предусмотрена возможность покупать линейку инструментов «.sf», для банков также важен ряд послаблений в части нормативов ликвидности и ВЛА. Оригинаторам же придется пойти на некоторые уступки по спредам, так как ожидания инвесторов и эмитентов пока расходятся. При этом по мере развития рынка премия за неликвидность будет снижаться, и ценообразование станет более комфортным для эмитентов.

Сергей КАДУК

— ДОМ.РФ осуществляет, на мой взгляд, правильную политику по повышению ликвидности через маркет-мейкинг и предлагает у себя на сайте доступный и понятный калькулятор доходности. Так что по мере роста объемов размещения и оборота этот тренд продолжится.

В 2021 году на рынке стали проводиться сделки с участием физических лиц в первичном размещении. Как в текущих условиях рынка можно стимулировать их интерес к выпускам секьюритизации?

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— В многочисленных дискуссиях об ограничениях продаж структурных продуктов неквалифицированным инвесторам совершенно несправедливо остались обделенными должным вниманием инструменты секьюритизации. Их в силу путаницы терминов иногда называют структурными облигациями или относят к структурным продуктам, что некорректно. Несмотря на то что высокая надежность и диверсификация вложений отвечают духу приоритетных направлений инвестиций «физиков», которые предпочел бы видеть регулятор, возможность их продажи рознице с введением новых правил продаж стала неопределенной. В требованиях не было отдельно предусмотрено применение рейтинговой шкалы «.sf», а в Базовом стандарте для брокеров отсутствуют тесты по инструментам секьюритизации.

Учитывая рост значимости розницы как инвесторской базы секьюритизации и соответствие профилю риска неквалифицированных инвесторов рискам сделок с наивысшим кредитным рейтингом, было бы целесообразно при внесении уточнений в правила продаж структурных продуктов с 1 апреля 2022 года отдельно внести ясность в применение нового регулирования в отношении инструментов секьюритизации и отделить их однозначным образом от иных структурных продуктов.

Сергей КАДУК

— Наверное, те же самые механизмы — аналитика, маркет-мейкинг, калькулятор — будут стимулировать и физических лиц инвестировать и разбираться в секьюритизации.

Секьюритизация может заинтересовать инвесторов-физлиц, если будет предлагать бóльшую по сравнению с депозитами доходность. Полагаю, что банки-бренды с хорошей филиальной сетью или с популярными интернет-платформами могут достичь успеха в размещении секьюритизаций. Для большего успеха, на мой взгляд, им стоит структурировать транши с жестким графиком амортизации.

Ксения ПОЛЯКОВА

— С помощью просветительской работы крупных банков и биржи по мере развития финансовой грамотности и информационной прозрачности будет расти спрос на более сложные инструменты, включая секьюритизацию. На наш взгляд, включение таких ценных бумаг в портфели физических лиц позволит получить им дополнительную доходность по сравнению с аналогичными инструментами. Кроме того, классические выпуски структурируются с целью максимальной защиты владельцев старших траншей, что позволяет снизить риски всех классов инвесторов.

Что может стимулировать выпуск «зеленых» бумаг на рынке секьюритизации? Насколько тенденции рынка традиционных корпоративных облигаций можно проецировать на сделки секьюритизации?

Сергей КАДУК

— Хочу напомнить, что два эмитента — СФО Русол 1 и СФО Социального Развития — выпускали ESG-облигации. Стимулировать «озеленение» секьюритизаций будет сама жизнь, очевидно, что ESG — это тренд на десятилетия. Мы видим, что ведущие девело-

перы и банки уже приняли ESG-политики. Если средства, полученные от секьюритизации, будут использоваться на цели устойчивого развития, то эти выпуски секьюритизации получат соответствующую маркировку. Отдельно стоит отметить, что в текущей ситуации основным драйвером для появления новых ESG-выпусков могли бы стать меры государственной поддержки.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— Будущее зеленой секьюритизации связано со структурированием сделок проектного финансирования. Однако одного маркера «зелености» пока не хватает для того, что привлечь инвесторов. Успех таких размещений может достигаться либо за счет наличия государственной поддержки таких выпусков (в виде субсидий, поручительств), либо за счет качественного структурирования финансирования, позволяющего снизить проектные риски для внешнего инвестора.

Ксения ПОЛЯКОВА

— Увеличение количества целевых программ использования активов, развитие регуляторной базы, стимулирование инвесторского спроса.

В целом, ESG — это глобальный тренд, и мы, как Группа Райффайзен, существенное внимание уделяем внедрению соответствующих продуктов. Это видно как по классическому кредитованию, так и по рынкам капитала. Поэтому секьюритизация, конечно, не будет исключением.

Какие регуляторные препятствия остаются для развития рынка секьюритизации и появления сделок с новыми активами? Можно ли назвать регуляторную среду в РФ гибкой?

Сергей КАДУК

— Инвестирование в секьюритизационные выпуски средств НПФ регулируется Положением №580-п. Вне зависимости от рейтинга выпуска инвестирование в неипотечную секьюритизацию попадает в одну категорию повышенного риска, и совокупный объем данных инструментов в портфеле НПФ ограничен 10% стоимости инвестиционного портфеля. В итоге длинные пенсионные средства не могут быть привлечены для финансирования концессионных соглашений, инфраструктурных проектов или рефинансирования ипотечных портфелей банков.

Простыми решениями, которые могли бы существенно продвинуть секьюритизацию, могли бы стать снижение требования о 20%-ном удержании риска оригинатором до Базельских 5% и приравнивание рейтингов с префиксом «.sf» к рейтингам без этого префикса по всему массиву нормативных актов.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— За последние годы произошли определенные позитивные изменения в регулятивных условиях для сделок секьюритизации: было введено в действие 647-П, которое отменило заградительный коэффициент 1250% для младших позиций оригинаторов, был установлен отдельный 5%-ный лимит в портфелях пенсионных резервов и накоплений для ипотечных бумаг. Скептики секьюритизации часто ссылаются на незаполненность существующих лимитов институциональных инвесторов как основные аргументы против дальнейшей институционализации этого рынка в нормативных требованиях. Но сделанные уступки явно фрагментарны для того, чтобы сформировать целый рынок. От НФА и Ассоциации «Россия» в декабре 2021 года был направлен в Минфин и Банк России доклад «Перезагрузка рынка неипотечной секьюритизации», содержащий предложения по комплексной поддержке рынка. Мы надеемся на внимание регуляторов к этим предложениям и верим в потенциал рынка секьюритизации как одного из направлений стимулирования долгосрочных инвестиций.

Ксения ПОЛЯКОВА

— Неполная имплементация Базельских подходов, ограничения в применении кредитных рейтингов «.sf», избыточные ограничения к структурированным продуктам различных классов инвесторов.

Подавляющая доля размещений на рынке секьюритизации традиционно приходится на 4-й квартал года. Насколько такое неравномерное распределение объемов размещений усложняет управление ликвидностью? Какие факторы могут способствовать более равномерному проведению сделок на рынке в течение года?

Ксения ПОЛЯКОВА

— Такие временные сроки — специфика сделок секьюритизации, причины — первичный опыт, сезонность, финансовые результаты оригинаторов.

Равномерное размещение выпусков в течение года в целом возможно, для этого оригинаторам нужно иметь хорошо структурированные и автоматизированные внутренние процессы и достаточный пул активов для регулярных выходов на рынок.

Как таковых «окон» на локальном внутреннем долговом рынке нет, и сделки могут маркетироваться среди инвесторов по мере готовности.

Сейчас на рынке регулярно размещаются только сделки секьюритизации ипотеки и просроченной задолженности. Сделки с другими активами наблюдаются редко. Какие еще активы можно секьюритизировать и когда они появятся на рынке? Много говорилось про возможности секьюритизации лизинговых платежей, но сделок так и не было.

Сергей КАДУК

— В 2021 году мы видели крупную секьюритизацию потребкредитов. По мере повышения требований ЦБ к резервированию при необеспеченном кредитовании все большее число банков будет прибегать к секьюритизации активов. В первую очередь ожидаем появления новых сделок с потребительскими и автокредитами.

Елена МУЗЫКИНА

— С одной стороны, на сегодня в российской банковской системе только ипотека в полной мере отвечает критериям стандартизации и гомогенности и достаточно объемна для потоковых сделок секьюритизации. С другой стороны, архитектура рынка ипотеки в России ориентирована на заемщиков и позволяет брать длинные кредиты на 20–30 лет по фиксированной ставке. Это создает высокий процентный риск на балансах банков и стимулирует их искать инструменты для управления этим риском и источники соответствующего по срокам фондирования. В этой связи ипотечная секьюритизация является объективно необходимой банкам для того, чтобы рынок ипотечного кредитования и дальше устойчиво развивался. Два этих фактора приводят к тому, что значительно большей популярностью пользуется ипотечная секьюритизация.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— Наиболее перспективными активами для секьюритизации в ближайшее время видятся обеспеченные и необеспеченные кредиты физлиц. Такие портфели, как правило, соответствуют критериям однородности, достаточности исторической статистики и высокой маржинальности.

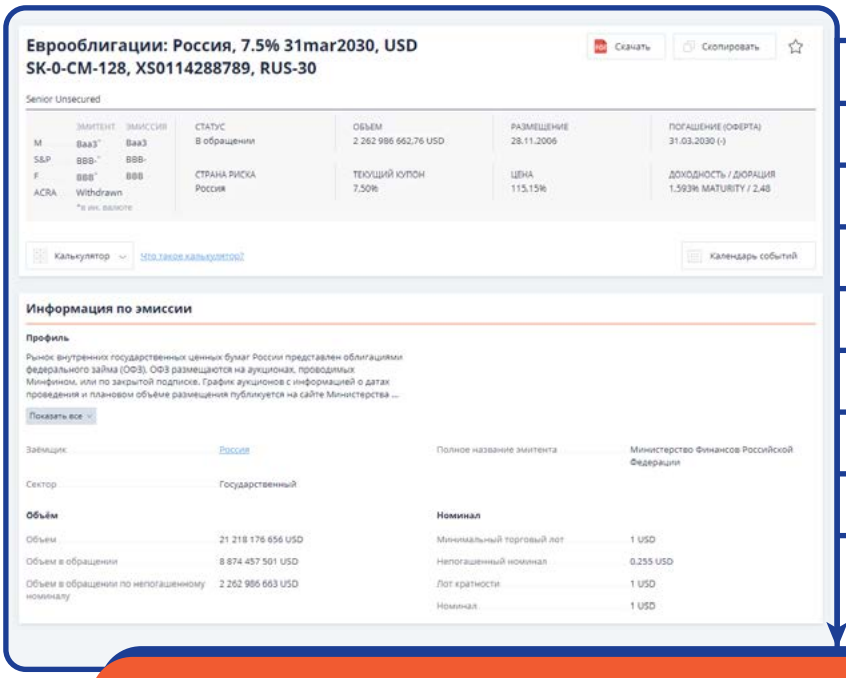
Ксения ПОЛЯКОВА

— По объему и количеству по-прежнему будет преобладать ипотека. Скорее всего увидим сделки в сегменте МСП, потребительских кредитов, NPL. Возможны попытки секьюритизации кредитных корпоративных портфелей банков.

Лизинговая секьюритизация хоть и решает проблему фондирования, но остается достаточно специфичной. Большинство возникающих вопросов — юридического и налогового характера, например, при передаче и залоге будущих прав, при определении цены продажи имущества. Кроме того, такая секьюритизация требует от инициаторов значительной перестройки внутренних бизнес-процессов.

База данных Cbonds в структурированном виде

Cbonds API



- Параметры
- Оферты
- Потоки
- Котировки
- Ковенанты
- Индексы
- Акции
- Фонды
- Отчетность

Cbonds API & data feeds

- Расчет и оценка рисков
- Учет финансовых инструментов
- Оценка портфеля ценных бумаг
- Сбор и анализ больших массивов данных

Форматы:
- API и веб-сервисы
- Data feeds (xls, csv, xml)

- Глобальное покрытие
- Удобная интеграция данных в ПО компании
- Точное и исчерпывающее содержание базы
- Оплата только необходимых параметров

Бесплатный тест:

database@cbonds.info
+7 (812) 336-97-21, доб. 146

Реклама