

2020

ABS
RMBS

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Cbonds

РН РУСИПОТЕНА
кредитование и секьюритизация

ВТБ Капитал



ЛУЧШИЙ *

инвестбанк по работе
со II-III эшелонам заемщиков

ЛУЧШИЙ *

инвестбанк по работе
с субъектами и МО РФ

ТОП-3 *

sales на рынке
облигаций

ТОП-5 *

организаторов рыночных
выпусков облигаций

Корпоративно-инвестиционный бизнес
ПАО «Совкомбанк». Генеральная лицензия № 963 от 5 декабря 2014 г.
123100, г. Москва, Краснопресненская наб., д. 14, стр. 1, +7 (495) 988-93-70
cib@sovcombank.ru, www.sovcombank.ru

ПАО «Совкомбанк» – крупнейший частный банк на рынке организации финансирования – предлагает полный спектр услуг на рынке капитала, включая секьюритизацию, проектное и концессионное финансирование, выпуск и размещение сложноструктурированных инструментов.

ПАО «Совкомбанк» входит в список топ-15 крупнейших банков страны с активами более 1 трлн руб. В банке трудятся 16 тысяч сотрудников в 2447 отделениях и мини-офисах в 75 регионах, расположенных в 1034 населенных пунктах РФ. Банк обслуживает 6 миллионов физических лиц. Корпоративными клиентами банка являются 200 тыс. компаний. Надежность Банка подтверждена ведущими рейтинговыми агентствами.

Кредитные рейтинги по международной шкале: «BB», прогноз «стабильный» (Standard&Poor's), «Ba2», прогноз «стабильный» (Moody's), «BB+», прогноз «стабильный» (Fitch Ratings). Кредитные рейтинги Банка по национальной шкале: Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) – «А+», прогноз «стабильный», рейтинговое агентство «Эксперт РА» – «ггА», прогноз «позитивный», агентство Национальные Кредитные Рейтинги (НКР) – «АА», прогноз «стабильный».

2020

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Стратегический партнер:



Партнер рубрики:



Партнер:



В прошлом году на российском рынке произошел резкий скачок объемов сделок ипотечной секьюритизации. Общая сумма эмитированных ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) составила 297 млрд рублей, и таким образом был побит прорвавшийся пять лет рекорд 2014 года, равный 256 млрд рублей.

Сам по себе количественный рост крайне важен, емкость рынка — признак его зрелости и важное условие повышения ликвидности. Всего по итогам 2019 года российские компании привлекли на внутреннем долговом рынке рекордные 2.64 трлн руб., то есть на ИЦБ пришлось более 10% — доля заметная. Выросла значимость ИЦБ как инструмента фондирования ипотечных кредитов. Соотношение выдачи жилищных кредитов и выпуска ипотечных бумаг составило в 2019 году 10.4%, увеличившись по сравнению с 2018 вдвое.

Произошли и качественные изменения на российском рынке секьюритизации, оценка которых не столь однозначна.

Хотя более 95% всего объема закрытых в течение года сделок — это выпуск ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, шла работа по секьюритизации других классов активов. Прежде всего следует отметить эмиссию облигаций, обеспеченных кредитами малому бизнесу, на сумму 10 млрд руб.

Используя созданную мультиоригинаторную платформу секьюритизации кредитов, МСП Банк организовал два выпуска облигаций, один из которых по уже апробированной схеме был гарантирован Корпорацией МСП. Второй же выпуск был рейтингован агентством «Эксперт РА» на уровне ruAAA.sf. и стал первой подобной сделкой на российском рынке.

Следует отметить, что активная позиция отраслевых институтов развития является важнейшим фактором роста индустрии, что сегодня мы ясно наблюдаем в сфере ипотечного жилищного кредитования. Все выпуски ИЦБ прошлого года — а всего их было шесть — были реализованы в рамках программы предоставления поручительства ДОМ.РФ. Такая явная концентрация на «агентской модели» вторичного рынка вызвала в прошлом году дискуссию относительно ее потенциальных рисков. Тень кризиса 2008 года нас не оставляет, и это объяснимо, мы должны помнить и учитывать уроки недавней истории.

Использование различных инструментов, в том числе механизма «классической» секьюритизации с удержанием всего или части младшего транша оригинатором, расширяет наши возможности управления рисками. Многотраншевая модель показала свою надежность и востребованность на российском рынке, и ее необходимо развивать, тем более что нормативная основа для этого создана. Но большую озабоченность вызы-



Андрей СУЧКОВ,
начальник управления
секьюритизации,
АО ВТБ Капитал

вает ограниченность круга банков-оригинаторов, заинтересованных в секьюритизации своих активов, число которых практически не растет. Рынок не будет развиваться без конкуренции, в поддержке которой ему и должны содействовать государственные корпорации развития. Мы рассчитываем, что ДОМ.РФ будет расширять свою партнерскую базу за счет привлечения банков второго эшелона, кредитных организаций среднего размера, предлагая им специализированные программы, разработка которых сегодня, как нам известно, идет. В конечном итоге выравнивание условий фондирования, рост конкуренции на рынке будут содействовать повышению доступности кредитов для населения.

При этом считаю, что на нынешнем этапе, этапе становления российского рынка ИЦБ акцент на бумагах с поручительством ДОМ.РФ оправдан, так как он будет содействовать его расширению, что в конечном итоге придаст импульс развитию российского рынка секьюритизации в целом.

Позитивные сдвиги в этом направлении, которые мы наблюдали в прошлом году, связаны прежде всего с активизацией инвесторов в ипотечные облигации. Рост интереса инвесторов был вызван в том числе избытком ликвидности и недостатком инвестиционных инструментов на рынке на фоне общего смягчения денежно-кредитной политики. Но одновременно мы почувствовали качественный сдвиг в отношении к продукту, который перестает быть «новым» и не до конца понятным, а все больше воспринимается как «надежный», с достаточным уровнем доходности.

Инвесторская база расширяется. Обычно, размещая бумаги, мы прежде всего нацеливались на средства НПФ и УК с достаточно длинным инвестиционным горизонтом, однако в прошлом году погоду сделали банки, на которые пришлось 78% из проданных нами в рынок ИЦБ на 260 млрд рублей. Та-

кой сдвиг помимо общих причин был вызван благоприятными изменениями регуляторных требований в отношении вложений банков в бумаги с поручительством ДОМ.РФ, которые помимо пониженного коэффициента риск-веса получили возможность учитывать их в торговом портфеле со средним риском.

Доля НПФ, напротив, сократилась. Более того, наиболее активные инвесторы заявили, что не смогут далее увеличивать свои портфели, так как уже близки к регуляторному пределу инвестирования в отношении подобных инструментов.

Создание благоприятной, стимулирующей, а не ограничительной нормативной инвестиционной среды остается важнейшим условием развития рынка, который очень чувствителен к позитивным сигналам со стороны регулятора.

Оценивая перспективы отрасли в текущем 2020 году, мы исходим из того, что механизм секьюритизации способен содействовать решению важнейших социально-экономических задач, стоящих перед страной.

Это прежде всего увеличение объемов и повышение доступности ипотечного кредитования, стимулирование кредитования малого бизнеса через рефинансирование портфелей кредитов и обеспечение таким образом целевого фондирования, перераспределение рисков и уменьшение нагрузки на капитал кредитных организаций. Дополнительные возможности мы видим в области секьюритизации потребительских кредитов, кредитов под залог коммерческой недвижимости и других классов активов, работа с которыми сегодня уже ведется и реализацию сделок с которыми мы надеемся увидеть в этом году.

ВТБ остается лидером рынка, однако мы очень рассчитываем на приход новых участников и активизацию конкуренции, которая является непременным условием его развития.

IX конференция Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России

17 сентября 2020 года, Москва

Крупнейшая в России конференция для профессионалов рынка секьюритизации. Программа конференции ориентирована на глубокое и детальное рассмотрение профессиональных аспектов работы на рынке ипотечных ценных бумаг, а также секьюритизации других типов активов.

Спонсоры и партнеры конференции 2019 года

Организатор:



При поддержке:



АССОЦИАЦИЯ
БАНКОВ
РОССИИ

Генеральные партнеры:

 ВТБ Капитал



Спонсоры:



Global reach
Local knowledge

МСП Банк 

 СОВКОМБАНК

 Expert | РЕЙТИНГОВОЕ
АГЕНТСТВО

При участии:

 БАНК
САНКТ-
ПЕТЕРБУРГ



Программа:
Анастасия Сапачева
nasya@cbonds.info
Тел. +7 (812) 336-97-21 *124

www.cbonds-congress.com



Реклама

Дорогие друзья!

Мы продолжаем выпуск ежегодного сборника «Энциклопедия российской секьюритизации». Перед вами девятый выпуск Энциклопедии, в котором ведущие эксперты рынка секьюритизации в России и мире традиционно делятся мнениями и опытом организации секьюритизационных сделок. В приложении вы найдете статистическую информацию по участникам рынка, объемам новых сделок, рэнкингам и данным рынка ипотечного кредитования.

В 2019 году объем новых размещений ипотечной секьюритизации достиг 296.9 млрд рублей, побив тем самым рекорд 2014 года. Однако структура новых размещений сегодня иная — если в 2014 году закрылись 28 балансовых и многотраншевых «не-агентских» сделок, то в 2019 году все 6 сделок размещались в формате однотраншевых «агентских» выпусков под поручительством ДОМ.РФ. Очевидный перекося в сторону развития «агентского» направления встречает разные мнения участников рынка: одни поднимают важный вопрос опасности концентрации риска и говорят про исчезновение рынка многотраншевых сделок в силу отсутствия конкуренции, другие отмечают высокий потенциал и привлекательность стандартизированных сделок и, как следствие, расширение структуры инвесторов и повышение ликвидности рынка. На страницах Энциклопедии вы познакомитесь с мнениями и предложениями представителей рынка по данной теме, а также по другим актуальным вопросам.

Участники рынка видят перспективы в сегменте неипотечной секьюритизации, в частности в направлении ГЧП, концессий, лизинга. В 2019 году мы увидели сделки секьюритизации МСП кредитов, просроченной задолженности и первый выпуск «зеленой» секьюритизации выручки солнечных электростанций. Редакция Энциклопедии надеется на развитие сегмента «зеленого» финансирования в России: в данном издании мы подготовили небольшую рубрику «ESG-секьюритизация», где представители рынка рассказывают про мировой рынок ESG-финансирования и оценивают возможности применения опыта в РФ.

На фоне растущих ожиданий мировой рецессии мы вновь обратились к теме финансового кризиса 2008 года: в рубрике «Ипотечный кризис в кино» вы найдете подборку самых известных фильмов про ипотечные ценные бумаги и познакомитесь с рецензиями участников рынка секьюритизации, которые видели, каким финансовый кризис был на самом деле.

Надеемся, что опыт экспертов и аналитическая информация, размещенная в сборнике, помогут вам в вашей работе.

До встречи в следующих выпусках энциклопедии.

Коллектив редакции



Альберт ИППОЛИТОВ,
генеральный директор,
ООО «РУСИПОТЕКА»



Константин ВАСИЛЬЕВ,
зам. генерального
директора,
ООО «Сбондс.ру», к.э.н.



Елена АВДОНИЧЕВА,
редактор энциклопедии,
начальник отдела
долговых рынков
России и стран СНГ,
ООО «Сбондс.ру»

ТЕНДЕНЦИИ РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 10 Россия 2020: внимание на бюджетную политику
Дмитрий Долгин, ING
- 16 Куда смотрит вектор развития национального рынка секьюритизации?
Сергей Федотов, АО ВТБ Капитал
- 21 «Нужно перестать бояться призраков американского ипотечного кризиса»
«Круглый стол» организаторов сделок
- 32 «У многотраншевых ИЦБ есть будущее»
«Круглый стол» оригинаторов сделок

МИРОВОЙ РЫНОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 40 Прогноз по сделкам структурированного финансирования на мировых рынках на 2020 год
Джеймс Манци, Том Шопфлорер, Эндрю Саус, S&P Global Ratings
- 46 Европейский рынок структурированного финансирования в 2019 году
Оливье Таутейн, Scope Ratings
- 50 Обеспеченные облигации в странах Центральной и Восточной Европы
Станислав Настасьин, Moody's Investors Service
- 56 Американский рынок секьюритизации: тенденции 2019 года
Андрей Литвинцев, American Family Mutual Insurance
- 62 Реформирование жилищного рынка США
Виктория Бакланова, Федеральный резервный банк Нью-Йорка

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ИПОТЕКИ И ОЦЕНКА ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

- 68 Российский рынок ипотечных ценных бумаг: рост продолжается
Андрей Сучков, АО ВТБ Капитал
- 74 Промежуточное финансирование ипотечного агента в секьюритизации: практические вопросы
Евгений Бардадим, Михаил Пичугин, Азиатско-Тихоокеанский Банк
- 78 Об инвестициях НПФ в ипотечные ценные бумаги
Сергей Беляков, СРО АНПФ
- 82 «Нас ожидает поступательный рост количества инвесторов»
«Круглый стол» инвесторов на рынке ипотечных ценных бумаг

РЫНОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ КЛАССОВ АКТИВОВ

Партнер рубрики:



- 90 Секьюритизация банковских активов в условиях снижения ставок
Ксения Полякова, Райффайзенбанк
- 94 Сделки секьюритизации кредитов МСП в 2019 году
Наталья Кольцова, Илья Бобрышев, МСП Банк
- 98 На пути к мультиоригинаторной сделке секьюритизации кредитов МСП
Александр Веролайнен, Эксперт РА
- 103 Первая в России секьюритизация выручки солнечных электростанций
Сергей Кадук, Совкомбанк

ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 110 «Рынок ждет новых стандартов эмиссии»
«Круглый стол» представителей инфраструктуры рынка
- 118 Актуальные вопросы деятельности компаний специального назначения: «непрофильные» активы и функции
Надежда Лебедева,
Trewetch Group

- 124 Сопровождение сделок секьюритизации: юридические аспекты и риски
Геннадий Годяев, Максим Качанов, TMF Group

ESG-СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

- 130 Перспективы «зеленой» секьюритизации в России
Олег Иванов,
Ассоциация банков России
- 135 Кредитные факторы ESG в структурированном финансировании
Коринн Бендерски, Мэттью Митчелл, S&P Global Ratings

ИПОТЕЧНЫЙ КРИЗИС В КИНО

- 143 Рецензии на фильмы от участников рынка секьюритизации

ПРИЛОЖЕНИЯ

- 155 Приложение 1
Участники рынка
- 169 Приложение 2
Статистика рынка
- 199 Приложение 3
Рэнкинги организаторов сделок
- 205 Приложение 4
Конференции по долговому рынку и секьюритизации в 2020 году

ВАШ НАДЕЖНЫЙ ПРОВОДНИК В ИПОТЕЧНОМ МИРЕ

ИПОТЕЧНАЯ ИНФОРМАЦИОННАЯ СРЕДА

- Ежедневная сводка отечественных и международных новостей
- Мнения экспертов в личных блогах
- Дискуссии на актуальные темы
- Экспертные консультации
- Регулярные исследования и обзоры рынка кредитования и недвижимости
- Статистическая информация по ипотечному рынку

ОНЛАЙН-СЕРВИСЫ ДЛЯ ВСЕХ

- Тематическая новостная лента
- Создание личных и корпоративных блогов
- Регулярные исследования рынка

Почему вам необходимо обратиться к ООО «РУСИПОТЕКА»

- Учитываем стратегические интересы собственников
- Используем лучшие практики и экспертов
- Индивидуально подходим к каждому Заказчику
- Не зависим от каких-либо бизнес-структур
- Имеем возможность смотреть на проект шире, чем сотрудник с четким функционалом и планом

ПОДДЕРЖКА ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОРОВ

- Разработка стратегии развития ипотечного бизнеса
- Проведение обучающих семинаров для линейных сотрудников и стратегических сессий для топ-менеджеров
- Независимая экспертиза ипотечного бизнеса и рекомендации по повышению эффективности
- Экспертиза и поддержка отдельных частей ипотечного проекта и активностей

ПЕРСОНАЛЬНЫЕ СЕРВИСЫ

- Исследования ипотечного рынка любой сложности
- Мониторинг ипотечных ставок и анализ условий кредитования участников рынка
- Постоянное информационно-аналитическое сопровождение

Компетенции команды ООО «РУСИПОТЕКА»

- 10 лет на рынке информационных и консалтинговых услуг
- 15-летний разнообразный опыт работы в ипотечном кредитовании, в том числе запуск с нуля коммерческих ипотечных проектов, региональных и корпоративных социальных ипотечных программ
- Постоянное нахождение в центре информационного ипотечного поля и участие в его формировании

Проекты ООО «РУСИПОТЕКА»

- Авторский проект «Информационно-аналитический портал РУСИПОТЕКА.РФ»
- Авторский проект «Сообщество участников ипотечного рынка ЛюдИИпотеки.рф»
- Авторский проект «Рейтинг ипотечных банков»
- Авторский проект «Высшая ипотечная лига»
- Соорганизатор проекта «Энциклопедия российской секьюритизации»
- Соорганизатор проекта «Российский ипотечный конгресс»

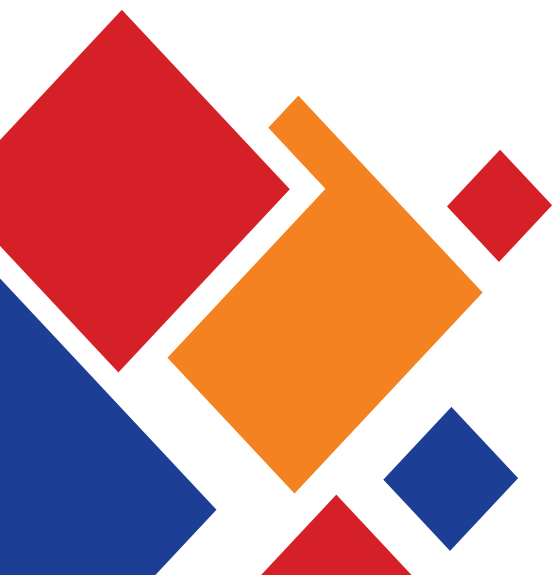
АНАЛИТИЧЕСКИЙ ЦЕНТР ООО «РУСИПОТЕКА»

www.rusipoteka.ru
research@rusipoteka.ru

+7 (916) 113-80-01

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2020

Тенденции рынка
секьюритизации





Дмитрий ДОЛГИН,
главный экономист
по России и СНГ,
ING

Россия 2020: внимание на бюджетную политику

Прошлый год был успешным для российского финансового рынка, но разочаровал с точки зрения экономических трендов. В 2020 году ситуация может стать обратной, причем главной внутренней переменной становится бюджетная политика. Смена правительства означает рост расходов бюджета, что должно позитивно сказаться на секторах экономики, напрямую зависящих от государства. При этом воздействие на финансовые рынки неочевидно и во многом будет зависеть от настроений в частном секторе, а также от решения правительства относительно бюджетного правила.

2019 год был крайне удачным для российского финансового рынка. Рубль укрепился на 12.5% к доллару США, став лидером роста среди аналогов. Это произошло на фоне притока иностранных инвестиций в госдолг России из-за роста спроса инвесторов на активы развивающихся рынков, а также благодаря действию локальных страновых факторов. По предварительным данным ЦБ РФ, приток иностранных инвестиций в госбумаги (ОФЗ) в прошлом году составил

\$16–17 млрд. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ выросла с 24.4% в начале года до 31–32% в декабре, что близко к историческому максимуму в 34.5%. Доходность 10-летних ОФЗ снизилась на 70–80 б.п. — до 6.4%.

Отчасти, этот рыночный позитив — заслуга внешнего фона. В прошлом году настроения на мировых финансовых рынках улучшились благодаря смягчению монетарной политики: на фоне опасений относительно глобальных торговых войн и сопутствующего замедления роста мирового ВВП ФРС снизила ставку три раза подряд с 2.25–2.50% до 1.50–1.75%. Кроме того, позитива мировым рынкам добавили и сообщения о готовности США и Китая подписать «Фазу-1» торговой сделки. Наконец, конъюнктура сырьевых рынков была благоприятной: цена Brent в течение года выросла с \$50 до почти \$70 за баррель, в том числе благодаря действиям стран ОПЕК+.

Внешняя политика тоже сыграла свою роль. Доклад Мюллера не подтвердил связи между РФ и Дональдом Трампом, чем снизил вероятность использования «русской повестки» в качестве аргумента для импичмента. Санкции по «делу Скрипаля» оказались мягкими и не затронули ОФЗ — ключевого для российского

Рисунок 1
Бюджетная политика
в 2019 году ужесточилась
за счет повышения
НДС и сдержанного
подхода к расходам

Источники: Министерство финансов РФ, Reuters, ING



бюджета и иностранных инвесторов сегмента российского рынка. Наконец, после смены украинского лидера наметился курс на дэскалацию российско-украинских отношений. В итоге внешнеполитические опасения относительно российских активов снизились: за 2019 год санкционный дисконт пары «доллар — рубль» по отношению к валютным парам-аналогам сократился с 17% до 11%.

Внутренняя российская экономическая статистика оказывала поддержку. Интерес инвесторов, в первую очередь долговых, поддерживался продолжающимся улучшением ожиданий по инфляции в РФ, которая после всплеска до 5.3% г/г в марте, вызванного повышением НДС в начале года, замедлилась до 3.0% г/г к концу года. Отчасти это замедление поддерживалось укреплением рубля, наблюдавшимся с начала года, однако влияние на различные элементы потребительской корзины было неоднородным, что указывает на наличие и других факторов. В частности, продовольственный ИПЦ опустился с 5.9% г/г в марте до 2.6% г/г к концу года, в основном под воздействием эффекта высокой базы прошлого года и стабилизации глобальных цен на сельхозпродукцию после 40-процентного роста в 2018 году. При этом рост цен на непродовольственные товары замедлился не так значительно.

Позитивные сюрпризы по инфляции позволили Банку России активно снижать ставку: по итогам года она снизилась на 150 б.п. — с 7.75% до 6.25%, что также поддержало позитивные настроения на рынке. При этом ЦБ РФ

сейчас ориентирует рынок на ограниченный потенциал снижения ключевой ставки с текущих уровней, указывая на вероятный возврат роста ИПЦ к 3.5–4.0% к концу 2020 года по мере исчерпания временных дезинфляционных факторов (в том числе эффекта высокой базы первого квартала 2019 года) и стабилизации мировых цен на продовольствие. Оценка нейтрального диапазона ставки в 6–7% остается без изменений, однако на рынке усиливается дискуссия о том, что ЦБ, возможно, следует пересмотреть этот диапазон, если инфляция откажется возвращаться к таргету 4%.

При этом одной из ключевых локальных переменных, повлиявших на динамику инфляции, а также и других экономических индикаторов стала бюджетная политика, особенно в части исполнения расходов. Несмотря на значительное ускорение роста расходов в ноябре — декабре, годовой план по расходам остался недовыполненным примерно на 350 млрд руб., а суммарное накопленное недоисполнение за четыре года достигло 1.1 трлн руб. (1% ВВП). В итоге расходы федерального бюджета составили 16.7% ВВП, что ниже 18–19%, наблюдавшихся в 2012–2017 годах, тогда как нефтегазовые доходы выросли с 8–9% ВВП до 11.2% в 2019 году, в том числе за счет повышения ставки НДС, что отражает приоритет снижения макроэкономических рисков. Этот подход выражен в том числе и снижением цены на нефть, необходимой для сбалансированного бюджета, со \$100–115 за баррель в 2009–2014 годах до примерно \$50 за баррель в 2018–2019 годах.

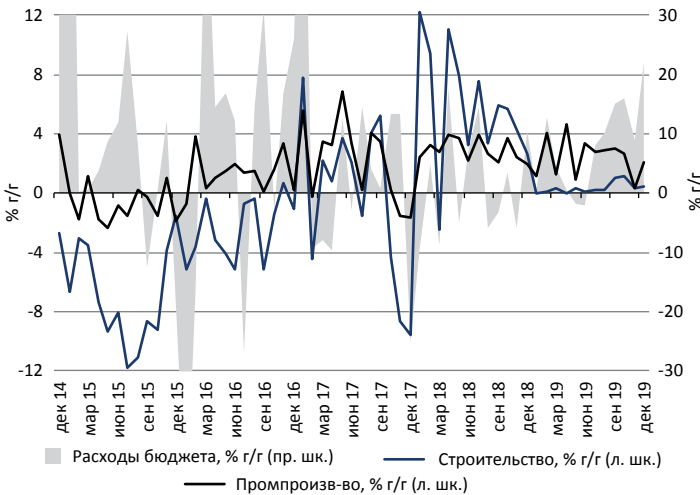


Рисунок 2

Производственная активность зависит от бюджета, всплеск госрасходов в конце 2019-го создает позитивные ожидания на 2020 год

Источники: Министерство финансов РФ, Reuters, ING

Учитывая сдерживающий характер бюджетной политики, неудивительно, что экономическая активность домохозяйств и компаний в 2019 году осталась сдержанной, хотя в 4-м квартале уже наметились признаки оживления. По предварительным данным Минэкономразвития, рост ВВП в 2019 году замедлился до 1.4% г/г с 2.3% г/г в 2018 году на фоне повышения НДС и сдержанного подхода к бюджетным расходам в январе — сентябре. При этом в 4-м квартале 2019 года экономический рост ускорился до 2.3% после 1.7% г/г в 3-м квартале.

Потребительская активность остается сдержанной. Несмотря на некоторое оживление в 4-м квартале на фоне повышения зарплат в бюджетном секторе, за весь 2019 год рост розничной торговли замедлился до 1.6% г/г с 2.8% г/г в 2018 году, что связано с повышением ставки НДС и давлением процентных платежей по кредитам домохозяйств. По предварительным оценкам, положительный вклад прироста розничного кредитного портфеля в 2019 году (2.8 трлн рублей) мог быть почти полностью нивелирован растущим объемом процентных платежей. При этом высокодоходные домохозяйства (по данным ЦБ РФ, примерно треть россиян имеют сбережения) продолжают наращивать накопления: рост розничных депозитов в декабре ускорился до 9.9% г/г (максимальное значение за последние 30 месяцев с учетом эффекта валютной переоценки), несмотря на снижение ставок. Объем розничных вкладов в 2019 году соста-

вил 28% ВВП, что соответствует исторически максимальным уровням 2015–2017 годов и отражает высокую норму сбережений высокодоходных слоев населения.

Активность в производственном секторе несколько выше, чем в потребительском. В 2019 году рост промпроизводства замедлился до 2.4% после 2.9% в 2018 году, однако 80% этого замедления пришлось на добывающую промышленность (3.1% в 2019 году после 4.1% годом ранее) и сектор распределения электроэнергии, газа и воды (0.4% в 2019 году после 1.6% в 2018 году). Это произошло главным образом за счет обязательств России по ОПЕК+ и более теплых погодных условий, которые снизили спрос на электроэнергию (и, следовательно, на добычу газа). Обрабатывающие производства в целом остаются в хорошем состоянии (2.3% в 2019 году после 2.6% в 2018 году), даже несмотря на слабый потребительский спрос и фактическое отсутствие поддержки со стороны бюджета в первой половине года. Позитивную динамику производства демонстрируют сектора, ориентированные на сельское хозяйство, нефтепереработку, химическую промышленность, строительство и транспорт, тогда как сектора, ориентированные на конечное потребление, отстают.

При этом инвестиционная активность компаний на протяжении года оставалась низкой, о чем свидетельствует рост инвестиций в основной капитал всего на 0.7% г/г за январь — сентябрь и слабая динамика корпоративного кредитования на уровне 4–6% г/г

(с очисткой от эффекта валютной переоценки) на протяжении 2019 года. Вместе с тем в 4-м квартале 2019 года наблюдалось заметное сокращение валютных счетов и депозитов компаний в российских банках (на \$8 млрд по итогам 2019 года), что привело к значительному снижению темпов роста корпоративного фондирования. Корпоративные счета и депозиты в российской банковской системе снизились на 2 п.п. — до 26% ВВП — после трех лет стабильности. Это может указывать на конвертацию части накопленной прибыли (рост которой, по данным Росстата, составлял 47% в 2018 году и продолжился на уровне 9% в январе — октябре 2019 года) в капиталовложения в 4-м квартале 2019 года без привлечения заемных средств.

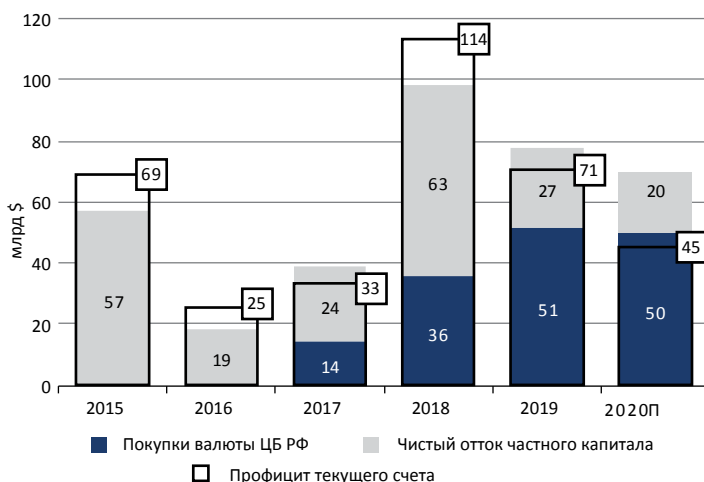
Негативным побочным эффектом оживления экономической активности в 4-м квартале 2019 года является ускорение роста импорта, которое сокращает профицит текущего счета РФ, потенциально увеличивая риски для валютного рынка. Так, резкий рост импорта на 9% г/г в 4-м квартале 2019 года после 0.8% за 9 месяцев, который был вызван вероятным ускорением инвестиционной активности, объясняет почти половину сжатия текущего счета со \$114 млрд в 2018 году до \$71 млрд (вторую половину объясняет снижение среднегодовой цены на нефть). В дополнение к сжатию профицита торгового баланса на текущий счет оказал давление и рост дивидендных выплат в пользу акционеров-нерезидентов на фоне рекордной прибыли в корпоративном секторе.

Вместе с тем текущий счет все в большей степени стерилизуется покупками валюты, проводимыми в рамках бюджетного правила (и, по сути, зависящими только от цен на нефть). В 4-м квартале 2019 года таким образом было стерилизовано 79% профицита, а по итогам 2019 года — 72%, тогда как в 2018 году этот показатель составлял всего 31%. Давление на платежный баланс оказывает также чистый отток частного капитала, который, несмотря на завершение периода активного погашения внешнего долга, составил \$27 млрд за весь год. Ключевым драйвером оттока являются прямые иностранные инвестиции компаний за рубеж и покупка валюты домохозяйствами. При этом отток капитала является структурным, то есть не зависящим от сырьевой и внешнеполитической конъюнктуры. В итоге единственным компонентом платежного баланса, поддерживающим курс рубля, является приток портфельных инвестиций в госдолг. Чтобы избежать ослабления в 2020 году при сохранении неизменных цен на нефть, рублю необходимо увеличение притока иностранного капитала в ОФЗ до \$25 млрд, что представляется амбициозной задачей.

Учитывая значимость бюджетной политики для экономической активности и финансового сектора, перестановки в правительстве РФ, происшедшие в январе 2020 года, являются важным фактором ожиданий на среднесрочную перспективу. Если приоритетом бюджета 2014–2019 годов было снижение макроэкономических рисков, в текущем 2020 году и в 2021–2024 годах акцент может сместиться

Рисунок 3
Текущий счет в 2020 году будет под давлением импорта и может быть полностью стерилизован покупками валюты по бюджетному правилу

Источники: Банк России, ING



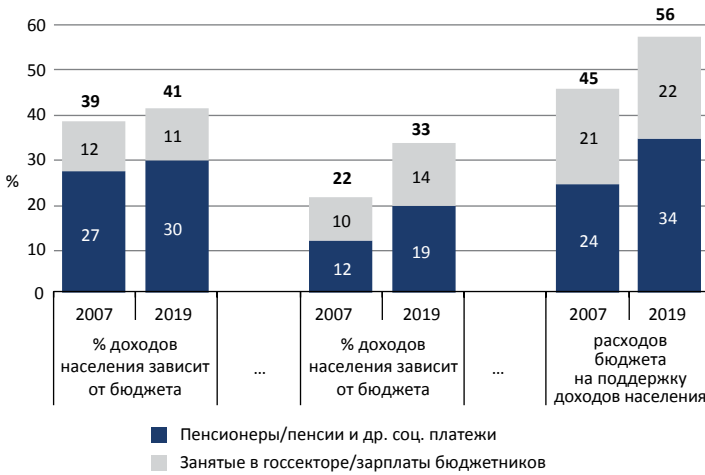


Рисунок 4

На поддержку доходов 40% населения государство уже направляет 55–60% расходов консолидированного бюджета

Источники: Министерство финансов РФ, Reuters, ING

в сторону более активного стимулирования экономики. 15 января 2020 года Владимир Путин объявил об организации дополнительных мер социальной поддержки населения (введение пособий для малообеспеченных семей с детьми 3–7 лет и расширение программы материнского капитала). Последующая отставка правительства и назначение новым премьер-министром Михаила Мишустина, который на своем прежнем посту главы ФНС смог улучшить бюджетное администрирование, говорит о вероятном повышении интенсивности госрасходов в среднесрочной перспективе. Куратором финансово-экономического блока стал Андрей Белоусов, один из авторов программы национальных проектов, нацеленных на стимулирование экономического роста за счет государственных инвестиций в инфраструктуру и человеческий капитал в размере 3–4% ВВП в год.

Наиболее вероятным прямым следствием этих изменений может стать рост интенсивности бюджетных расходов уже начиная с 2020 года. Одним из способов реализации данного подхода может стать исполнение «навеса» неисполненных расходов вплоть до 1% ВВП в дополнение к уже имеющемуся бюджетному плану на 2020 год, который и до перестановок в правительстве предполагал увеличение расходов бюджета в 2020 году по сравнению с 2019-м на 0.4–0.6 п.п. ВВП. Расходные обязательства в рамках этого навеса в 1% ВВП могут быть перераспределены в пользу новых мер социальной поддержки, которые требуют фи-

нансирования в размере 0.3–0.5% ВВП в год, тогда как оставшаяся часть может быть направлена на другие приоритетные направления бюджетной политики, включая госинвестиции в инфраструктуру и человеческий капитал. Кроме того, растет вероятность, что правительство сможет выполнить обещание произвести инвестиции из ФНБ на сумму до 0.3% ВВП в год начиная с 2020 года.

Рост бюджетного стимулирования может стать фактором улучшения ожиданий части домохозяйств и компаний, что будет способствовать ускорению темпов экономического роста в среднесрочной перспективе. Для населения будут важны дополнительные меры социальной поддержки на 400–600 млрд руб. в год, а учитывая, что часть из этих средств пойдет на материнский капитал, который можно использовать для погашения жилищных кредитов, то и ипотечный рынок может получить поддержку. Для компаний будет важна большая уверенность в потребительском спросе, а также в реализации инфраструктурных инвестиций в рамках национальных проектов.

При этом неопределенность относительно настроений в частном секторе сохраняется. Важно помнить, что напрямую от государства (через занятость в госсекторе, пенсии и другие социальные выплаты) зависит примерно 40% населения, что ограничивает общий эффект мер поддержки на суммарный рост потребления. По сути, дополнительная бюджетная поддержка представляет собой компенсацию за снижение возможности

привлекать потребительские кредиты, рост которых в 2020 году продолжит замедляться. Значимый рост потребления возможен только в случае роста уверенности высокодоходной части населения, которая сейчас находится на низком уровне и выражена продолжающимся ростом депозитов в российских и зарубежных банках. Уверенность в частном корпоративном секторе, судя по отсутствию роста спроса на кредит, также невысока. Улучшение настроений в частном секторе пока не является базовым сценарием и будет зависеть от способности правительства расширить свой инструментарий и выйти за пределы стандартных мер бюджетного стимулирования.

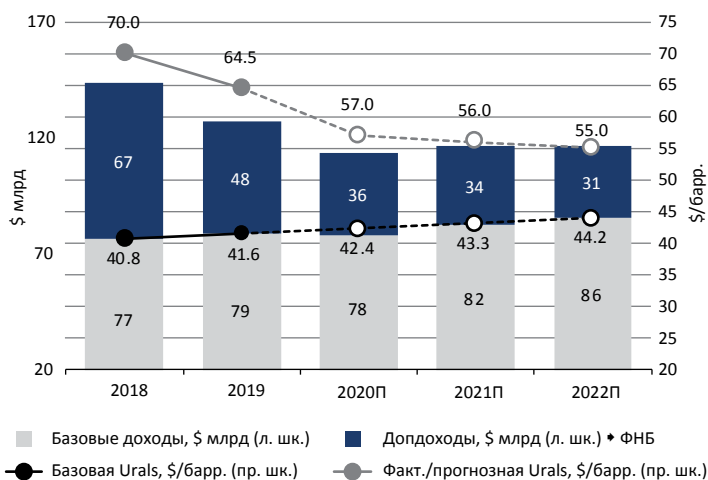
Для долгового и валютного рынка неопределенность возрастает. Во-первых, потенциальное ускорение темпов экономического роста в отсутствие структурной трансформации может нести в себе инфляционные риски, что ограничит потенциал дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. Во-вторых, смягчение бюджетной политики может повысить риски снижения уровня макроэкономической стабильности в глазах некоторых инвесторов и потребовать повышения необходимого объема привлечения нового госдолга, который и до перестановок в правительстве предполагался в 2020–2022 годах на высоком уровне — 1.5–1.8 трлн рублей. В-третьих, увеличение импорта, которое необходимо для ускорения внутреннего потребления и инвестиций, будет и дальше

сокращать профицит текущего счета, повышая уязвимость валютного рынка к внешним конъюнктурным колебаниям.

При этом главным источником неопределенности для рынков является вопрос, потребуется ли для реализации приоритетов экономической политики смягчение бюджетного правила, а именно повышение базовой цены на нефть, которая разграничивает объем нефтегазовых доходов на те, которые можно направлять на финансирование текущих расходов, и те, которые необходимо сберегать в Фонде национального благосостояния. Изначально в бюджет 2020 года заложена базовая цена на нефть Urals \$42.4 за баррель, и ее сохранение на неизменном уровне в случае увеличения плана по расходам будет означать необходимость увеличения плана по заимствованиям на соответствующую сумму. Повышение планки базовой цены на нефть (смягчение бюджетного правила) на каждый \$1 за баррель снижает объем необходимых годовых госзаимствований на 80–120 млрд рублей и сокращает объем накопления ФНБ (и, соответственно, покупок валюты на рынке) примерно на \$2 млрд. Таким образом, смягчение бюджетного правила на \$5–10 за баррель может улучшить настроения на долговом и валютном рынках. Однако в случае более радикального смягчения могут появиться опасения относительно бюджетной стабильности, что может негативно сказаться на относительной привлекательности российских активов для иностранных инвесторов.

Рисунок 5
Смягчение бюджетного правила (повышение базовой цены на нефть) при прочих равных ведет к снижению заимствований и меньшему накоплению валюты в ФНБ

Источники: Министерство финансов РФ, Reuters, ING





Сергей ФЕДОТОВ,
начальник отдела
мониторинга и отчетности,
управление секьюритизации,
АО ВТБ Капитал

Куда смотрит вектор развития национального рынка секьюритизации?

Стех пор как сборник «Энциклопедия российской секьюритизации» стал ежегодным, появилась возможность регулярно возвращаться к выпускам прошлых лет, чтобы составить представление, в каком направлении и под влиянием каких факторов развивается рынок. Так изучают годовичные кольца древесины и определяют влияние климатических и экологических условий на качество и величину годового прироста.

Сборник интересен набором прогнозов на предстоящий год. Инвестору важно знать, когда и в какие структуры инвестировать, рейтинговому агентству — какие методологии совершенствовать и какие создавать, сотруднику инфраструктуры — на чем акцентировать внимание и где искать работу. Возьмем в руки прошлогодний выпуск. Какие-то прогнозы удивительно точны: иные авторы как в воду глядели. Другие совсем не оправдали ожиданий даже в части предсказания

макроэкономических показателей. Третьи прогнозировали не слишком позитивный рост рынка секьюритизации, поскольку полагали, что рост ставок может нивелировать избыточный спред. Такой прогноз оказался верным, но по иной причине: ставки как раз падали, ключевая ставка пересматривалась за год пять раз, всегда в сторону понижения. Прогнозов много, это своего рода профессиональное соревнование экспертов. Это интересно.

Еще один плюс «Энциклопедии»: отвечая на вопросы любого из «круглых столов», никто из привлеченных экспертов не знает прогнозов других. Сравнить результаты можно только в опубликованном тексте.

Если говорить о результатах 2018 года, то в сфере ипотечной секьюритизации было реализовано семь сделок общим объемом 146.3 млрд рублей, из них пять объемом 136.4 млрд рублей (93%) реализовано с использованием платформы «Фабрика ИЦБ» ДОМ.РФ и две на сумму 9.9 млрд рублей (7%) — в псевдокласси-

ческом одностраншевом формате образца 2017 года с младшей кредитной поддержкой без участия ДОМ.РФ.

В прошлогоднем выпуске «Энциклопедии» эксперты заметили, что перекокс в сторону «фабричных» сделок вызывает опасения, связанные с высокой концентрацией на одном объекте кредитного риска для инвесторов, а также с ограниченными возможностями для развития ликвидного рынка ипотечных ценных бумаг из-за одностраншевой специфики¹. Отмечалось также, что отчеты расчетного агента по сделкам «Фабрики» неинформативны. Подходы к структурированию и оценке рисков в «фабричной» модели остаются непрозрачными для рынка, представление аналитических данных по закладным² организовано в сложной для понимания форме, доступной для анализа только самым квалифицированным инвесторам. В отношении выпусков с переменным купоном высказывались соображения, что они создают значительные трудности при расчете доходности для инвестора³. Подобные рассуждения, по всей видимости, послужили отправной точкой в подготовке отчета Аналитического кредитного рейтингового агентства от 18 июля 2019 года «Как избежать ипотечного кризиса в России», а также исследования АКРА от 2 августа 2019 года «Оптимизированная многостраншевая секьюритизация», являющегося расширенной версией отчета. В отчете, а также иных исследованиях⁴ отмечается, что программа «Фабрика ИЦБ» ДОМ.РФ не является инновационным механизмом выпуска ипотечных ценных бумаг. Аналогичные модели использовались до кризиса в США. Отмечается, что «искусственно созданные ДОМ.РФ в об-

ход рыночных механизмов регуляторные «туннели» изолируют институт развития от конкуренции и способствуют монополизации рынка». Речь идет, в частности, о регулятивных преимуществах при расчете нагрузки на капитал кредитных организаций при вложениях в облигации с ипотечным покрытием, обеспеченные поручительством единого института развития⁵.

Вне зависимости от подобных рассуждений объем выпуска ипотечных облигаций в 2019 году более чем вдвое превзошел результат 2018 года, при этом все сделки выполнены с использованием платформы ДОМ.РФ. Но главным результатом стало размещение большей части выпусков или даже всего объема отдельных выпусков среди рыночных инвесторов. Значительно увеличились ликвидность и емкость рынка. Именно такие пожелания высказывали большинство экспертов в своих выступлениях и публикациях в прошедшие годы. Первоначально «Фабрика ИЦБ» предусматривала обмен оригинатором портфеля требований, передаваемых в ипотечное покрытие, на более ликвидные и менее капиталоемкие облигации. В части структуры сделок исходная модель также постепенно меняется: в 2019 году появились облигации с фиксированным купоном и облигации с фиксированным профилем амортизации. Так постепенно «Фабрика ИЦБ» становится платформой ДОМ.РФ — главным инструментом реализации государственных задач.

Большим вкладом в развитие рынка в прошлом году явился разработанный ДОМ.РФ и одобренный Банком России единый для рынка стандарт ипотечного кредитования⁶, включая документацию для стандартной сделки секьюритизации⁷. Еще более масштабным документом стал План мероприятий (дорожная карта) по

¹ «Круглый стол» организаторов сделок. «Энциклопедия российской секьюритизации – 2019», стр. 23–25.

² «Данные по закладным», <https://mbsfactory.ahml.ru/raskrytie-informatsii/dannye-po-zakladnym/#1470125970152-80a4e1d7-cdc0>.

³ Ксения Полякова. Неипотечная секьюритизация: анализ ключевых тенденций. «Энциклопедия российской секьюритизации – 2019», стр. 85.

⁴ Например, Андрей Литвинцев. Американские рынки секьюритизации в 2018 году. «Энциклопедия российской секьюритизации – 2019», стр. 42–48.

⁵ Введены Указанием Банка России от 20.10.2016 № 4166-У «О внесении изменений в Инструкцию Банка России от 3 декабря 2012 года № 139-И "Об обязательных нормативах банков"».

⁶ <https://стандарт.дом.рф/>.

⁷ Стандарт вводится с оговоркой, что присоединение к нему возможно в полном объеме: частичное присоединение или присоединение с оговорками не возможно.

развитию рынка ипотечных ценных бумаг¹. Он не оставляет сомнений, что рынок будет развиваться по заданному ДОМ.РФ сценарию или, по крайней мере, этот сценарий будет доминировать. Пункты 4–8 данного документа предполагают повышение ликвидности облигаций с поручительством единого института развития в жилищной сфере за счет широкого круга источников. Здесь говорится об одобренных на уровне правительства планах изменения режима инвестирования в ипотечные ценные бумаги ДОМ.РФ средств расширенного инвестиционного портфеля ГУК, пенсионных накоплений, временно свободных средств госкорпораций и госкомпаний, остатков средств на едином счете федерального бюджета, накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих. Помимо изменения конкурентной среды секьюритизационная модель ДОМ.РФ привела к преобразованию существующей инфраструктуры рынка, признаки которого проявились в последние полтора-два года.

Вернемся к итогам 2019 года. Это шесть сделок общим объемом 296,9 млрд рублей, все шесть (100%) реализованы с использованием платформы ДОМ.РФ. К сожалению, нет ни одного выпуска в классическом многотраншевом или псевдоклассическом одготраншевом формате. О причинах такого положения вещей, об условиях и механизмах, которые сделают ландшафт инвестора ярче и разнообразнее, будет сказано ниже. Очень важно присутствие на рынке разных инструментов, разных возможностей. Это сделает его более конкурентным, более развитым, ликвидным и емким. Такое направление развития рынка возможно и желательно; приложим усилия к тому, чтобы оно было задано.

¹ № 8598п-П13 от 20 сентября 2019 г. Разработан во исполнение подпункта «б» пункта 6 Указа Президента Российской Федерации от 7 мая 2018 г. № 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года» и пункта 10 протокола заседания президиума Совета при Президенте Российской Федерации по стратегическому развитию и национальным проектам от 28 января 2019 г. № 1 и утвержден Первым заместителем Председателя Правительства Российской Федерации — Министром финансов Российской Федерации А. Г. Силуановым.

ПОЧЕМУ СЛОЖИЛОСЬ ТАК, А НЕ ИНАЧЕ? ЧТО ОПРЕДЕЛЯЕТ ВЕКТОР РАЗВИТИЯ?

Вернемся на несколько лет назад. В исследовании АКРА говорится о многотраншевой модели — как справедливо отмечено, хорошо зарекомендовавшей себя в России в течение более чем десяти лет. Расцвет ее пришелся на 2012–2014 годы и был во многом обусловлен поддержкой институтов развития в виде:

- программы АИЖК по приобретению облигаций с ипотечным покрытием (завершены в 2014 году);
- программы инвестиций ВЭБ в проекты строительства доступного жилья и ипотеку (2010–2014 годы);
- программы АИЖК по приобретению закладных.

Программы взаимно дополняли друг друга, оказывая рынку существенную поддержку: для участия в программах оригинаторам необходимо было не только соответствовать строгим критериям, но и победить в конкурсе. Программы открыли путь к секьюритизации большому количеству кредитных организаций, секьюритизация стала массовым продуктом. Отмечались и случаи участия одного института развития в программе другого (ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2011-1»).

С 2015 года все эти программы свернуты, новых не предлагается. **Это первый фактор.**

Указанием Банка России от 30 ноября 2015 года № 3855-У² введен код обозначения 8750 в перечень расшифровок при расчете обязательных нормативов и, соответственно, коэффициент 1250%, применяемый к вложениям в «облигации младшего транша». Это означает, что с даты вступления документа в силу удерживаемые оригинаторами позиции, принимающие первые риски убытка по обеспечению, вычитаются из капитала кредитной организации — оригинатора при расчете норматива достаточности капитала и тем самым снижают возможность наращивания кре-

² Указание Банка России от 30 ноября 2015 г. № 3855-У «О внесении изменений в Инструкцию Банка России от 3 декабря 2012 года № 139-И "Об обязательных нормативах банков"».

дитования. Это актуально для средних по размеру кредитных организаций и очень важно для небольших.

В результате с 1 января 2016 года все сделки, запланированные к размещению после этой даты, либо поменяли структуру, либо не состоялись. **Это второй фактор.**

В продолжение этой темы любопытен статус прогноза¹ издателей «Энциклопедии», которые выразили надежду, что в 2019 году стагнирующий рынок может перейти в активную фазу: в 2018 году вступило в силу Положение Банка России № 647-П², которое установило понятные правила игры для originаторов и открыло перспективы для возвращения сделок многотраншевой секьюритизации. Наш коллектив принимал активное участие в подготовке Банком России норм этого Положения, и принятие этого документа, разумеется, стало событием 2018 года. Но все же ряд вопросов и комментариев остался в тексте документа без ответа. Например, не разрешен вопрос о критериях субординации перечисленных в Положении видов рискованных позиций, а также о принципах расчета отдельных рискованных позиций, которые могут классифицироваться как условные обязательства. Таким образом, рассчитывая кредитный риск в сделке, где рискованных позиций больше двух (а так бывает почти всегда), разные специалисты получат неодинаковые результаты. Вопрос в том, с каким расчетом согласится регулятор. Это важно для любой кредитной организации, удерживающей рискованные позиции. И **это третий фактор**, принимаемый во внимание с 2019 года.

Рейтинговая реформа, запущенная Федеральным законом № 222-ФЗ от 13 июля 2015 года³, наложенная на естественную

инерционность подготовки сделок секьюритизации, до последнего времени вызвала чувства неуверенности у originаторов и неопределенности у инвесторов. И сегодня ситуация такова, что в регулятивных целях в каких-то нормативных документах упоминаются рейтинги международных рейтинговых агентств, а в каких-то — национальных рейтинговых агентств по национальной рейтинговой шкале сектора структурированного финансирования для Российской Федерации. При этом первые нормативные документы регулятора с упоминанием такой шкалы появились лишь осенью 2019 года. **Это четвертый фактор.**

Стоит также отметить своеобразную «феодализацию» ипотечного рынка⁴. К сожалению, по известным причинам число ипотечных кредиторов не растет, в особенности мы не наблюдаем увеличения количества на рынке таких игроков, которые задумываются о секьюритизации собственных активов. Это подробно обсуждалось в прошлом году⁵; сегодня задача создания дополнительных мер по стимулированию банков, не входящих в число лидеров отрасли, еще более актуальна. Применительно к рынку ипотечной секьюритизации «феодализация» выражается в совмещении инфраструктурных ролей, их концентрации и появлении участника, объединяющего едва ли не все роли. **Это пятый фактор.**

Ограничение на инвестирование в ИЦБ институциональными инвесторами. Это вторая по популярности тема 2019 года и **шестой фактор**. Как уже отмечалось выше, утвержденный правительством План мероприятий (дорожная карта) по развитию рынка ипотечных ценных бумаг как раз и предусматривает изменение режима инвестирования всех известных институциональных ресурсов в бумаги с поручительством единого института развития в жилищной сфере. Будет правильным распространить эти положения Плана мероприятий на классические облигации с ипо-

¹ Энциклопедия российской секьюритизации — 2019, стр. 5.

² Положение Банка России от 4 июля 2018 г. № 647-П «Об определении банками...»

³ Федеральный закон от 13 июля 2015 г. № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации».

⁴ Термин введен С. Гордейко. Три ипотечные трансформации 2019 года и их влияние на секьюритизацию. «Энциклопедия российской секьюритизации» — 2019, стр. 53.

⁵ А. Ю. Сучков Сможет ли вторичный ипотечный рынок поддержать рост рынка первичного? «Энциклопедия российской секьюритизации» — 2019», стр. 60.

течным покрытием, имеющие надлежащие уровни рейтингов национальных рейтинговых агентств. Повышение ликвидности таких облигаций также служит поставленной задаче увеличения количества семей, улучшающих свои жилищные условия.

Факторов достаточно. Теперь немного векторной арифметики для ответа на вопрос, выведенный в заголовок статьи. Это просто — правила векторного исчисления с середины XIX века мало изменились.

При сложении/вычитании вектора ДОМ.РФ с вектором классической секьюритизации (или просто — иной ипотечной секьюритизации) в 2017-м и в 2018 годах получим вектор, мало отличающийся от вектора ДОМ.РФ. При действиях с теми же векторами в 2019 году это будет просто вектор ДОМ.РФ. Исходя из планов на 2020 год¹, а также данных о сделках, которые завершатся размещением в 2020 году, прогноз на текущий год очень сильно напоминает результат 2018 года.

Что все-таки будет нового? Поскольку жилищное строительство не утратило приоритет, возможно, будет использовано по назначению изменение² в Федеральном законе «Об ипотечных ценных бумагах», позволяющее увеличить долю требований, обеспеченных залогом прав требования участника долевого строительства, в ипотечном покрытии до 40%. И конечно, надежды возлагаются на регуляторные изменения, некоторые из которых значатся в повестке развития уже несколько лет. Речь идет:

- о пересмотре ограничений на инвестирование в ИЦБ средств пенсионных на-

коплений, пенсионных резервов, страховых резервов;

- о категоризации вложений в инструменты секьюритизации по уровню рейтинга, присвоенного национальными рейтинговыми агентствами выпуску, эмитенту или поручителю в целях расчета кредитными организациями рыночного риска;

- о расширении возможностей рефинансирования в Банке России под залог облигаций с ипотечным покрытием;

- о включении облигаций с ипотечным покрытием в состав высоколиквидных активов при расчете показателя краткосрочной ликвидности (Базель III)³.

Вместе с тем не забываем, что секьюритизация — это многомерное пространство и в наступившем году векторы вырастут в других направлениях секьюритизации, в том числе секьюритизации социально и государственно значимых активов, таких как кредиты МСП и потребительские кредиты, тесно связанные с благосостоянием семей. У игроков на нашем рынке меньше опыта в этой сфере по сравнению с ипотекой, и здесь пока либо нет единых институтов развития, либо они не настолько сильны. Но они динамично развиваются, в том числе благодаря трансформации инфраструктуры рынка, о чем говорилось выше. Пространство для творчества есть.

Выражу надежду, что векторы неипотечных измерений секьюритизации подрастут и когда-нибудь сравняются с вектором ДОМ.РФ. Мы будем прилагать все усилия к развитию новых направлений, одновременно помогая ДОМ.РФ в реализации государственной программы и другим участникам рынка в осуществлении их индивидуальных планов.

¹ Например, Олюнин Д. Ю. «Банковская отрасль — 2020: прогнозы лидеров», РБК, 23.12.2019.

² Федеральный закон от 2 августа 2019 года № 261-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "Об ипотечных ценных бумагах" и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

³ Положение Банка России от 30.05.2014 г. № 421-П «О порядке расчета показателя краткосрочной ликвидности (Базель III)».

«Нужно перестать бояться призраков американского ипотечного кризиса»

«Круглый стол» организаторов сделок

Представители ведущих банков-организаторов и рейтинговых агентств обсудили в рамках «круглого стола» для «Энциклопедии российской секьюритизации — 2020», как добиться «прорыва» на рынке секьюритизации и привлечь новых инвесторов, поделились мнением о концентрации риска на одном эмитенте, представили прогнозы по динамике рынка в 2020 году и рассказали, чем DCM-команды занимаются в свободное от сделок время.

Какие основные тенденции будут определять рынок секьюритизации в 2020 году?



Дмитрий Дорوفеев, старший менеджер отдела подготовки и структурирования проектов, управление секьюритизации, АО ВТБ Капитал

— Думаю, что тенденция на укрупнение и концентрацию рынка ипотеки продолжится как в части банков-оригинаторов, так и в части эмитентов ипотечных ценных бумаг (ИЦБ). Сюрпризов здесь ждать не приходится. Рынок агентских ИЦБ (я буду использовать именно такую терминологию, вместо «одно-траншевых») продолжит рост. Думаю, мы увидим новые выпуски не только от нынешних банков — лидеров рынка, но и от новых оригинаторов.

Олег Корнилов, исполнительный директор по рынкам долгового капитала, Райффайзенбанк

— Рынок продолжит развиваться в рамках программ ДОМ.РФ и Корпорации МСП, мы также ожидаем увидеть много-траншевые ипотечные выпуски. С учетом новых регуляторных требований ЦБ РФ не исключаем интерес банков к секьюритизации потребительских кредитов. Также постепенно будет развиваться переупаковка активов для структурных продуктов, ориентированных на физических лиц.

Олег Карпеев, директор по развитию международного бизнеса, BCS Global Markets

— Основные сложности, стоящие на пути широкого распространения секью-

ритизации, еще остались, поэтому взрывного роста мы не ожидаем. Но верим, что наряду с уже привычными нам ипотечными сделками и знаковыми для 2019 года сделками по секьюритизации МСП мы увидим выпуски в области ГЧП, концессий и договоров о предоставлении мощности (ДПМ). Одна из сделок в области ДПМ уже закрыта в 2020 году.



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

— Необходимы новые идеи: новые виды активов для секьюритизации, новые оригинаторы «не банки». Я ожидаю развитие секьюритизации именно в этом направлении.

Александра Веролайнен, управляющий директор, рейтинги структурированного финансирования, Эксперт РА

— Для рынка секьюритизации важна скорость включения кредитных рейтингов национальных рейтинговых агентств, содержащих постфикс «.sf», в нормативные документы, регулирующие вложения крупнейших институциональных инвесторов в обязательства структурированного

финансирования. Расширение инвесторской базы через изменение нормативных требований было бы воспринято как знак, демонстрирующий заинтересованность регулятора в развитии рынка секьюритизации и рынка облигаций в целом.

Стимулом к ипотечной секьюритизации является рост ипотечных портфелей на фоне снижения их маржинальности. Вместе с инициативами по ужесточению коэффициентов риска по ипотечным кредитам в зависимости от ПДН и LGV, создающими нагрузку на капитал, такая конъюнктура должна стимулировать банки более активно работать со своим ипотечным портфелем, в том числе используя секьюритизацию.

Пока не решен вопрос расширения доступа институциональных инвесторов к инструментам многотраншевой секьюритизации, банкам могут быть более интересны размещения ипотечных ценных бумаг со своего баланса. Вариант выпуска обеспеченной облигации может быть привлекателен с точки зрения возможности удлинить долг и улучшить профиль долгосрочной ликвидности, а также с позиции экономии затрат на организацию и сопровождение сделки.

В качестве перспективных направлений рынка помимо ипотеки можно назвать размещение облигаций, обеспеченных правами требования в рамках ГЧП и кредитами МСП, и структурных облигаций.

Что должно случиться, чтобы в 2020 году произошел «прорыв» рынка секьюритизации и мы увидели много новых размещений? Каков ваш прогноз по объему и количеству сделок?

Дмитрий Дорофеев

— Текущее регулирование, при котором объем инвестиций пенсионных накоплений в ИЦБ (как агентские, так и не-агентские) ограничен 10% активов под управлением фонда, станет сдерживающим фактором развития рынка. Ситуация также усугубит скорое расширение регулирования и на пенсионные резервы.

Снятие данного ограничения позволит говорить о «прорыве» рынка секьюритизации. Надеемся, что регулятор примет во внимание доводы участников рынка и изменит свою позицию в этом вопросе. Тем не менее даже в таких условиях рынок ИЦБ

продолжит взрывной рост, и меня не удивит его удвоение в 2020 году!

Олег Корнилов

— По-прежнему существуют сдерживающие регуляторные и экономические факторы, по объему и количеству будет преобладать ипотека. Рассчитываю, что мы увидим сделки в сегменте МСП и потребительских кредитов. В целом, по мере снижения ставок и нормализации темпов досрочного погашения кредитов потребность в рефинансировании банков будет возрастать, инвесторы будут готовы смотреть на новые классы активов. Ожидания по «справедливому» спреду секьюритизиро-

ванных облигаций между originаторами и инвесторами будут близки как никогда.

Александра Веролайнен

— В 2020 году можно ждать оживления рынка секьюритизации. Восстановление рынка будет зависеть от скорости принятия решений о включении рейтингов национальных рейтинговых агентств, имеющих постфикс «.sf», в нормативные акты Банка России, регулирующие инвестиции институциональных инвесторов в обязательства структурированного финансирования. Расширение инвесторской базы позволит снизить премии по выпускам и сделает сделки более экономически целесообразными. В условиях сужающихся спредов вслед за падением ставок инструменты секьюритизации, которые при своем высоком кредитном качестве пред-

лагаются рынку с премией, будут иметь особый интерес у инвесторов. При этом важно, чтобы нормативные изменения коснулись не только ипотечных ценных бумаг, но и альтернативных инструментов структурированного финансирования, например выпусков под портфели кредитов МСП или права требования в рамках ГЧП.

Олег Карпеев

— Не думаю, что мы можем прогнозировать какой-то прорыв в анализируемом сегменте. В условиях нисходящего тренда по ставкам originаторы неохотно расстаются с высокодоходными портфелями, а если и расстаются, то через прямую продажу. В то же время мы уверены, что число сделок должно вырасти, в первую очередь за счет неипотечных сделок.

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. Насколько реально появление на рынке таких инвесторов? Как это повлияет на рынок?

Александра Веролайнен

— Значимые нормотворческие изменения и инициативы в 2019 году в области структурированного финансирования были в основном связаны с расширением инвестиционной привлекательности ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ, например был снижен риск на бумаги в целях применения № 511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска», озвучены инициативы по расширению инвестиционной базы за счет государственных средств — остатков средств на едином счете федерального бюджета, средств пенсионных накоплений ПФР, временно свободных средств государственной корпорации, государственной компании и накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих. Предложенные в «дорожной карте» меры должны позволить реализовать намеченные амбициозные цели по объему. По оценкам ДОМ.РФ, к 2024 году объем выпусков одностраншевых бумаг может составить 7 трлн рублей.

Такой прогноз строился, исходя из целей национального проекта по развитию ипотечного и жилищного рынка.

Для полноценного и гармоничного развития российского рынка секьюритизации важно дополнить уже принятые инициативы в отношении ИЦБ ДОМ.РФ расширением возможностей вложений институциональных инвесторов в иные инструменты структурированного финансирования. Многотраншевые выпуски при должном качестве структурирования являются не менее надежными, чем одностраншевые ипотечные облигации с поручительством ДОМ.РФ. Тот факт, что банк-оригинатор выкупает младший транш на свой баланс и участвует в риске, привлекает должное внимание к качеству привлекает, предлагаемого инвесторам, при формировании сделки.

Сергей Кадук

— Насколько я понимаю, ЦБ РФ придерживается осторожного подхода к любым сделкам секьюритизации, включая и ипотечные.

Регулятору очень не нравятся сделки, являющиеся «обязательствами третьих лиц». Это очевидный нонсенс. Что надежнее: выпуск, обеспеченный обязательствами 2000 ипотечных заемщиков с залогом квартир, или обязательства какого-нибудь корпоративного эмитента без ковенантов и залогов?

Я вижу догматизм и нежелание детально разбираться в рисках секьюритизации. Много попыток было сделано, чтобы объяснить, что в России мы даже близко не можем получить ничего похожего на американский ипотечный кризис хотя бы из-за наличия ограничения в 80% по показателю «Кредит/Залог». Ипотечные бумаги в силу распределения риска и наличия залога сегодня надежнее голубых фишек.

Пока регулятор не разрешит НПФ руководствоваться рейтингом выпуска и оценивать риски конкретной сделки, а не автоматически считать любую сделку секьюритизации инвестицией повышенного риска, никакого развития не будет.

Дмитрий Дорофеев

— Бесспорным преимуществом агентской модели развития рынка ИЦБ является увеличение объемов отдельных выпусков, а также их ликвидности (конечно, есть и риски — о них ниже). При высочайшем кредитном качестве такие ИЦБ просто не могут не привлечь внимание инвесторов в ОФЗ, благо объемы отдельных выпусков ИЦБ и ОФЗ уже сравнимы. Я уверен, что в самое ближайшее время мы увидим переток средств иностранных инвесторов с рынка гособлигаций в рынок ИЦБ.

Это приведет к дальнейшему увеличению ликвидности рынка ИЦБ и сужению спредов к ОФЗ. ВТБ постарается внести свой вклад в развитие этого направления.



Олег Корнилов

— Рынок должен стать более ликвидным. Это поможет банкам наращивать объемы выдачи, перераспределять риски. Однако для эффективного функционирования рынка помимо инструмента с поручительством ДОМ.РФ инвесторам также должны быть доступны классические многотраншевые выпуски.

В прогнозе по иностранным инвесторам мы пока сдержанно оптимистичны. На текущий момент активность иностранных инвесторов сконцентрирована в ОФЗ, даже на рынке облигаций plain vanilla их участие не сильно заметно.

Олег Карпеев

— Как показывает практика, от идеи до ее воплощения в реальность может пройти много времени и на выходе мы получаем совсем не то, что ожидали на входе. В теории появление на рынке новых крупных игроков — это, несомненно, положительный момент для всех. Но значительное влияние на их активность будет оказывать наличие компетенций по анализу и оценке инструментов для инвестирования, а с этим могут возникнуть проблемы.

После отмены автоматического коэффициента риска 1250% для младших траншей ИЦБ ожидалось новые сделки многотраншевой секьюритизации, однако в 2019 году «активизации» рынка не случилось. Многотраншевые сделки ИЦБ без скидок на транзакционные расходы еще имеют экономическую целесообразность? Или рынок приспособился к однотраншевым сделкам ДОМ.РФ?

Сергей Кадук

— Конечно, они имеют целесообразность. Рынок секьюритизации стагнирует, так как банки избыточно ликвидны вследствие низкой экономической активности в стране. Нет необходимости использовать сложные инструменты

привлечения средств, когда есть депозиты.

Если же оценивать затраты на сделку, то я не вижу, чтобы однотраншевая секьюритизация являлась более дешевой, чем многотраншевая. Не надо забывать, что, участвуя в сделке «ДОМ.РФ Ипотечный

агент», банк-оригинатор должен ежегодно платить минимум 1%, чаще 2%, а также за поручительство ДОМ.РФ. В многотраншевой секьюритизации таких расходов нет, в пересчете на срок выпуска затраты составляют около 0.4% от объема.



Олег Карпеев

— На мой взгляд, проблема 1250% не была основополагающей для рынка, оригинаторы научились работать с ней через субординированные займы и поручительства. Поэтому заметного

влияния на рынок отмена этой нормы не оказала. Мы верим в будущее многотраншевых сделок, но внешняя конъюнктура в виде ожидания падения ставок не позволяет рассчитывать на их значительное количество.

Олег Корнилов

— Экономическая целесообразность заключается не только в транзакционных расходах на сделку — необходимо оценивать инструмент в целом. Ценовым преимуществом классической структуры, например, является наличие избыточного спреда, фиксированной ставки. Если проведение сделки в совокупности выгодно

банку — она будет реализована независимо от структурных элементов.

Александра Веролайнен

— В 2019 году состоялись сделки ипотечной секьюритизации только в рамках программы одностраншевых выпусков с поручительством ДОМ.РФ. Общий объем выпусков составил около 300 млрд рублей. Основной объем этих сделок проведен под ипотечный портфель ВТБ. К сожалению, в 2019 году не произошло ни одной классической ипотечной многотраншевой сделки секьюритизации, а также существенного роста участников этого рынка как со стороны оригинаторов, так и со стороны инвесторов.

При принятии решения Банком России о расширении возможностей инвестиционных институциональных инвесторов в ипотечные ценные бумаги и применении кредитных рейтингов национальных рейтинговых агентств для таких инструментов можно ожидать возвращения на рынок многотраншевых сделок. Они по объему, безусловно, продолжают уступать выпускам ИА ДОМ.РФ, но их наличие само по себе является залогом гармоничного и устойчивого развития рынка ипотечной секьюритизации, обеспеченного многообразием доступных для инвесторов инструментов и бенчмарков.

В 2019 году на рынке размещались только одностраншевые ИЦБ по программе ДОМ.РФ. Отсутствие конкуренции со стороны многотраншевых сделок является «здоровым» состоянием? Какие риски это несет для дальнейшего развития рынка?

Дмитрий Дорوفеев

— Я думаю, следует объединить ответы на этот и предыдущий вопрос. Правильнее было бы использовать термины «агентские» и «не-агентские» ИЦБ, а не разделять ИЦБ на «одностраншевые» и «многотраншевые». Главное различие между облигациями заключается именно в наличии или отсутствии гарантии со стороны ДОМ.РФ, а не в количестве траншей!

Доминирование агентских выпусков в последние два года абсолютно объяснимо и понятно и в этом смысле «здорово».

Государство в лице агентства ДОМ.РФ сделало выбор в направлении развития рынка ИЦБ — я подробнее остановлюсь на преимуществах и рисках такого выбора в ответе на следующий вопрос. Думаю, что при сохранении текущего регулирования шансы на появление новых не-агентских выпусков есть, но их доля в общем объеме рынка будет и в дальнейшем невелика.

Олег Корнилов

— Конкуренция всегда необходима рынку, ее нужно поддерживать со всех сторон.

Сейчас активная работа ведется преимущественно в отношении государственных программ, что потенциально способствует накоплению рисков: концентрации на одном эмитенте, нагрузке на государственный бюджет. Впрочем, при текущих объемах вероятность возникновения рисков невысока.

Олег Карпеев

— Продолжая ответ на предыдущий вопрос, отмечу, что для рынка важен интерес к сделкам не только со стороны инвестора, но и со стороны банка-оригинатора. В настоящий момент мы не видим запроса на сделки именно со стороны последних. При этом многотраншевые сделки, конечно же, должны быть более востребованы.

Сергей Кадук

— Основной риск заключается в том, что инвесторы вообще забудут о существовании таких инструментов. Как они уже забыли,

что есть балансовая секьюритизация. Из-за отсутствия сделок специалисты, способные организовать выпуски, уйдут в другие сферы. Российский рынок вернется в 2005 год.



Александра Веролайнен

— Равная представленность выпусков обеих моделей важна для устойчивого развития рынка ипотеки. Возможность выбора между двумя типами сделок расширила бы количество участников рынка как на стороне инвесторов, так и на стороне банков-оригинаторов. Введение стимулирующих мер в отношении инвестиций в ИЦБ как класс инструментов, который применяется во многих странах, видится важным фактором развития российского ипотечного рынка и рынка облигаций.

Вы согласны с мнением, что существует опасность концентрации рисков на одном эмитенте? При каких объемах рынка концентрация может стать действительно опасной?

Дмитрий Дорофеев

— Исследование рейтингового агентства поднимает сложный вопрос, и ответ на него тоже не может быть однозначным, а стремление дать простой и односложный ответ формата «Эта модель верна, а эта — пагубна» только вредит и усложняет понимание проблемы.

В основе исследования лежит опыт ипотечных агентств США. Созданные накануне и после Второй мировой войны, они были призваны расширить круг домохозяйств — собственников жилья. Обязательства и облигации агентств не покрывались гарантией правительства США, но такая гарантия подразумевалась. То же относилось и к ипотечным облигациям, обеспеченным гарантией агентств, — инвесторы предполагали, что Минфин США в случае дефолта гарантирует выплату. Выполнили агентства задачу расширения увеличения доли домохозяйств — владельцев жилья? Думаю, все, кто знаком с соответствующей статистикой, согласятся, что имеется не только корреляция, но и явная причинно-

следственная связь между увеличением роли агентств на рынке ИЦБ и ростом доли собственников жилья.

Какова была цена, которую общество заплатило за это? Во время ипотечного кризиса правительство действительно национализировало агентства и фактически спасло инвесторов от дефолта! Произошла социализация риска дефолта по ИЦБ, когда случилось перераспределение достатка от налогоплательщиков — арендаторов жилья в пользу налогоплательщиков — собственников жилья. Это факт, и оценка его с точки зрения простого выбора «плохо — хорошо» без ответа на вопрос, кому плохо и кому хорошо, не имеет смысла. Выбор модели развития ипотечного рынка является вопросом общественно-политическим, вопросом консенсуса, который в демократическом обществе решается в результате выборов.

Интересно, что созданная в США модель сохранилась почти в неизменном состоянии на протяжении многих десятилетий и пережила многократную смену администраций и состава конгресса. Подобный выбор модели развития ипотечного рынка без четкого пони-

мания не только целей, которые предполагается достичь, но и цены, которую общество/налогоплательщики должны будут заплатить, не является оптимальным. Обозначенной ДОМ.РФ целью развития ипотечного рынка по американской модели является создание широкого ликвидного рынка ИЦБ, следствием которого должно стать снижение стоимости ипотеки для заемщиков, а в конечном счете — расширение домовладения. Уже сейчас можно сказать, что существенный прогресс в достижении данной цели есть — стоит только взглянуть на взрывной рост объемов выпуска ИЦБ, увеличение их ликвидности и снижение спредов к ОФЗ, а также рост объемов выдачи ипотеки.

Приведет ли такое развитие к неминуемому кризису по аналогии с кризисом 2008 года при определенном объеме рынка? Риск, бесспорно, есть, но если регулятор и участники рынка сделают соответствующие выводы из уроков кризиса, прежде всего в части сохранения качества андеррайтинга (которое, на мой взгляд, пока имеет место), то печальный исход вовсе не предрешен. Объем рынка здесь не является решающим фактором. Самое главное, чтобы честная дискуссия на эту тему продолжалась и не была окрашена только политическими взглядами и коммерческими интересами ее участников.

Сергей Кадук

— Нашумевшее исследование рейтингового агентства поднимает два очень важных вопроса. Правильно ли ДОМ.РФ и ЦБ РФ оценивают риски однотраншевой секьюритизации? Является ли однотраншевая секьюритизация достаточным механизмом для реализации «Стратегии развития ипотечного жилищного кредитования в РФ»?

В ответе на первый вопрос мы видим предостережение о нежелательности концентрации рисков на государстве, основанное на опыте американских агентств Fannie Mae и Freddie Mac. Во время кризиса перестают работать нормальные статистические распределения, поэтому реальные потери государства могут значительно превышать любые оценки, построенные на исторических данных.

Отвечая на второй вопрос, рейтинговое агентство также убеждает, что однотраншевая секьюритизация не даст необходимого уровня рефинансирования для достижения целей, сформулированных в «Стратегии». Поэтому требуется поддержка всех видов рефинансирования, включая и многотраншевые выпуски.

Олег Корнилов

— Согласны, при значительных объемах указанные риски могут реализоваться. В то же время низкая база и высокая потребность в обновлении жилищного фонда будут способствовать дальнейшему росту рынка. Кроме того, снижение процентных ставок существенно снижает стоимость обслуживания ипотеки.

Александра Веролайнен

— Диверсификация — один из наиболее эффективных методов управления рисками. Рынок ИЦБ не является исключением. Поскольку однотраншевая модель подразумевает закрытие кредитного риска через поручительство государственного института развития, концентрация становится опасной при значительном превышении объемов выпусков над суммами, которые государство имеет возможность оперативно направить на выплаты по поручительству при потенциальном серьезном кризисе.

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

Александра Веролайнен

— Появление ППС–выпусков возможно при оживлении рынка многотраншевой ипотечной секьюритизации. Тем не менее банки-оригинаторы отмечают сложность наблюдения всех критериев ППС–секьюритизации, установленных По-

ложением № 647-П. От участников сделки требуется немало усилий и затрат для подготовки и раскрытия всей необходимой информации, причем не только на этапе структурирования и размещения выпуска, но и в течение всего периода обращения бумаг. Кроме того, остается открытым во-

прос, кто должен контролировать и подтверждать факт соответствия сделки критериям ППС-секьюритизации.

Олег Карпеев

— Разговоры о появлении на рынке ППС-секьюритизации ведутся уже не один год, но подобных сделок мы так и не увидели. Не в последнюю очередь это связано со значительным количеством вопросов, которые остались не закрытыми в регуляторной базе. Мы не ожидаем ППС сделки в текущем году.

Олег Корнилов

— Представляется, что появление ППС-выпусков в ближайшее время на рынке

маловероятно. Это достаточно нишевый инструмент в текущих рыночных условиях. Скорее мы ожидаем, что originаторы будут стараться продавать как старшие, так и младшие транши в рамках классических выпусков.

Сергей Кадук

— Сейчас рынок полностью стагнирует. В нормальной ситуации нет никаких проблем сделать ППС-выпуск при наличии запроса от originатора.

Дмитрий Дорофеев

— Думаю, выпуски ППС появятся в скором времени.

Сегодня originаторами ИЦБ являются в основном крупные банки. Может ли кредитная линия warehouse стать источником фондирования локальных сделок секьюритизации небольших банков? Готовы организаторы участвовать в таких сделках?

Олег Корнилов

— Да, может, и такие сделки уже есть. Warehouse — хороший инструмент для наращивания портфелей небольшими и средними банками.

Из очевидных плюсов для организаторов-кредиторов — финансирование через warehouse можно рассматривать вне лимитов, поскольку риски сделки в большей степени зависят от рисков портфеля. Финансирование является строго целевым — оно направляется исключительно на пополнение портфеля, что обеспечивает прозрачность в использовании средств. Согласно практике, банк-кредитор впоследствии становится банком — организатором сделки секьюритизации.

Сергей Кадук

— Warehouse должны предоставлять агентства развития: МСП Банк, ДОМ.РФ. Коммерческие банки давать кредитную линию warehouse конкурентам не должны.

Сегодня государственные агентства развития расширили свой мандат до коммерческих операций, они уже сами выдают розничные кредиты. Необходимо

вернуться к логике рыночного развития экономики, когда государство стимулирует заемщика с помощью кредитной линии warehouse или субсидирует ставку, а частный бизнес работает с розницей. Пока же маятник идет в сторону дальнейшего огосударствления экономики.

Дмитрий Дорофеев

— Разумеется, экономический смысл в фондировании ипотечных кредитов вне баланса небольших банков есть. Думаю, что такие механизмы появятся.

Александра Веролайнен

— Любые методы поддержки сделок улучшают их привлекательность в глазах банков-originаторов, которые еще не имели опыта секьюритизации. Для небольших банков интересной является опция мульти-originаторной платформы, которая позволяет разделить издержки выпуска между несколькими участниками. Она привлекательна также тем, что в таких сделках отсутствует консолидация СФО в периметр банка-originатора. Это позволяет улучшить показатель достаточности капитала банка также и по отчетности МСФО.

Как повысить ликвидность рынка и привлечь новых инвесторов? Государство и институты развития способствуют повышению привлекательности ИЦБ? Каковы финансовые преимущества инвестирования в ИЦБ в рамках «дорожной карты»?

Александра Веролайн

— Меры «дорожной карты» сосредоточены на развитии однотраншевой ипотечной секьюритизации. Целевые показатели по объемам российских ИЦБ могут быть выполнены благодаря предложенным мерам. Однако показателем развития рынка ипотечных ценных бумаг помимо конечной цели по снижению ставки по ипотеке должны быть не только цифры объемов эмиссий, но и индикаторы ликвидности, количество совершенных сделок и оригинаторов, количество и разнообразие инвесторов на первичном и вторичном рынке. Для достижения этих показателей необходимы как рыночные, так и регулятивные стимулы в отношении ИЦБ как класса облигаций в отношении как инвесторов, так и банков-оригинаторов.

Сергей Кадук

— Нужно перестать бояться призраков американского ипотечного кризиса. Сделка секьюритизации должна оцениваться НПФ и другими инвесторами как любой другой финансовый инструмент: на основании рейтингов, качества обеспечения, качества информации и так далее. Требуется определить список обычных,

неизбыточных раскрытий существенных фактов для эмитента ИЦБ и переложить бремя ответственности на инвестора.

Регулятор должен оценивать методологии рейтинговых агентств, а проверив, доверять рейтингам.

Дмитрий Дорофеев

— Я уже высказал мнение выше, что ликвидация порога в 10% для пенсионных накоплений и резервов является основным сдерживающим фактором развития рынка ИЦБ. Его устранение стало бы толчком в дальнейшем развитии рынка.

Олег Корнилов

— Государство способствует повышению привлекательности ИЦБ исключительно в рамках программы. Для рыночного развития поддерживать нужно и инструменты классических сделок.

Преимущества в рамках «дорожной карты» заключаются в гарантии кредитного риска, двойном уровне обеспечения: за счет реального актива и за счет поручительства ДОМ.РФ.

Кроме того, наблюдаются попытки включения «фабричных» бумаг в класс высоколиквидных, что, безусловно, будет позитивно для инвесторов-банков.

Когда на рынке наконец сформируется сегмент неипотечной секьюритизации? Какие активы будут секьюритизироваться? С какими сложностями сталкиваются организаторы при структурировании сделок?

Олег Карпеев

— Формирование неипотечного сегмента — процесс не одного года. Прошедшие сделки МСП и их планы на будущее — это, несомненно, позитивный момент для рынка. Мы видим интерес к секьюритизации со стороны операторов концессий и ГЧП, видим в этом сегменте главный драйвер для рынка.

Основную сложность на стороне организаторов мы видим в единичном характере сделок и, как следствие, больших затратах на структурирование и подготовку каждой из них.

Дмитрий Дорофеев

— Думаю, что секьюритизация коммерческой ипотеки, лизинговых платежей,

кредитов в рамках ГЧП, а также проектного финансирования рано или поздно появится на нашем рынке. Общей для секьюритизации любых активов является проблема сбора и обработки данных в нужных для рейтинговых агентств форматах.

Олег Корнилов

— Говорить, что в России не сформирован сегмент неипотечной секьюритизации, не совсем правильно. Рынок насчитывает значительное количество сделок с различными активами, с 2014 года действует соответствующая законодательная база, позволяющая секьюритизировать практически любые денежные требования. Государство активно поддерживает направление МСП, ожидаем, что сделки в этом сегменте будут.

Сложности могут быть разными и зависят от параметров актива — формы кредитов, видов обеспечения, уровня кредитной поддержки, качества портфелей и участвующей инфраструктуры, юридических и налоговых аспектов сделок, отсутствия инвесторской базы.

Сергей Кадук

— Совкомбанк выступил организатором выпуска «СФО Русол-1» — секьюритизации выручки двух солнечных электростанций (СЭС), обеспеченных договорами поставки мощности. Сделка была закрыта в феврале 2020 года.

Мы планируем в дальнейшем развивать направление неипотечной секьюритизации с целью сформировать отдельный сегмент рынка облигаций — сегмент секьюритизации ДПМ.

Если оценивать этот выпуск как пример, то увидим, что сложностей было предостаточно, так как сделка стала абсолютно новой для рынка. Например, купон по облигациям привязан к ставке долгосрочных гособлигаций (ДГО), потому что выручка СЭС напрямую зависит от этой ставки. Для инвесторов это определенная проблема, ведь ДГО рассчитывается не биржей, а регулятором рынка электроэнергетики — Советом рынка. Подробнее я рассказываю о сделке в отдельной статье Энциклопедии.

Александра Веролайнен

— Сегмент неипотечной секьюритизации уже сформирован. Как минимум было

проведено 5 выпусков секьюритизации кредитов МСП, и на рынке есть прецедент секьюритизации прав требований в рамках ГЧП-проектов. Эти два направления видятся наиболее перспективными сегментами. Важную роль в развитии секьюритизации кредитов МСП играет, безусловно, факт закрепления объемов планируемых сделок в национальном проекте по развитию и поддержке МСП. До 2024 года должно быть проведено сделок на общую сумму 93 млрд рублей. Тема ГЧП будет становиться все более популярной в силу постепенного выхода проектов, заключенных по 115-ФЗ и 224-ФЗ, на эксплуатационную стадию.

В сегменте МСП сложными задачами являются формирование качественного пула с высоким уровнем покрытия ликвидным обеспечением, готовность внутренних подразделений банка и ИТ-революционному периоду. Кроме того, в последнее время растет доля выданных по программе льготного финансирования МСП по Постановлению Правительства № 1764. Однако пока отсутствует законодательная возможность передачи субсидий, получаемых банком, в качестве процентного дохода на СФО при уступке кредитов. Решение этого вопроса позволило бы расширить портфель кредитов МСП, доступных для секьюритизации.

В части ГЧП-сегмента высоки юридические риски. Еще не наработана достаточная правоприменительная практика, для того чтобы считать полностью защищенными интересы финансирующей стороны в случаях каких-либо отклонений проекта. Есть проблемы оценки правомерности уступок прав требований, антимонопольных рисков, последствий расторжения договоров, специфики бюджетного процесса публичного партнера, согласования налоговых оговорок, выбора наиболее оптимального пути движения денежных средств от публичного партнера к держателю облигаций и так далее. Тем не менее по мере накопления практики, в том числе и судебной, секьюритизация ГЧП будет набирать обороты.

Отдельное перспективное направление — структурные облигации. Одним из вариантов базового актива в таких сделках являются кредиты банков, как правило, негранулированные пулы (до 1–2 ссуд). При

уступке кредита на баланс СФО решается задача секьюритизации. При этом в отношении структурных облигаций отсутствует требование об удержании оригинатором 20%-ного риска (3309-У). Накопление прак-

тики составления и регистрации эмиссионной документации в отношении структурных облигаций будет драйвером активизации их использования в качестве инструмента секьюритизации.

Сделок секьюритизации в 2019 году было мало, чем занимается DCM-команда в условиях стагнации рынка?

Дмитрий Дорофеев

— Поиск новых сделок!

Олег Корнилов

— Как и всегда, наша команда сфокусирована на постоянном улучшении текущего функционала банка (расчетный агент, банк счета), а также на развитии новых продуктов — залогового счета, резервного сервиса по ипотечным сделкам и прочим. Думаю, многое из наработок мы увидим в ближайшие год-два.

Кроме того, мы достаточно активны на традиционных рынках DCM.

Сергей Кадук

— DCM-команда занимается обычными корпоративными выпусками, при этом мы

не скучали и в секьюритизации: помимо СФО «Русол1» мы успешно разместили в рынок выпуск «СФО СФИ» — секьюритизацию просроченной задолженности Совкомбанка.

Олег Карпеев

— Если абстрагироваться от секьюритизации, то облигационный рынок РФ в прошлом году был лучшим как минимум за последние 10 лет. Мы не замыкаемся на одном сегменте и активно работаем с plain vanilla. Поэтому для нашей команды прошедший год был очень успешным. В условиях уменьшения внешнеполитических угроз курс на снижение ставок наверняка будет продолжен, и это позволяет нам смотреть в будущее с оптимизмом.

«У многотраншевых ИЦБ есть будущее»

«Круглый стол» originаторов сделок

Крупнейшие originаторы 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 originаторов? Или рынок приспособился к однотраншевым сделкам ДОМ.РФ?



Леонид Бельченко,
начальник отдела дол-
гового 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 пред-
седателя 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. Ипо-

точное покрытие одностраншевых 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 одностраншевые 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 привлека-

тельностью, 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 одностраншевым сделкам ДОМ.РФ.

Представитель АО «ДОМ.РФ»

— ДОМ.РФ не монополизировал рынок секьюритизации, а предпринимает значи-

тельные 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. Одностраншевые 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 одностраншевые 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 originatorами, почему мало новых сделок?



Евгений Бардадим

— Сделки секьюритизации исключительно как инструмент по снижению процентного риска для originatorов 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 originatorа.

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 originatorом.

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 орга-

низации 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 одно-траншевая, 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 originatorами ИЦБ являются в основном крупные госбанки. Может ли кредитная линия warehouse стать источником фондирования сделок секьюритизации небольших банков? У originatorов 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 originatorов есть спрос на данный источник фондирования первичной выдачи, поэтому ДОМ.РФ рассматривает возможность разработки такого продукта для небольших originatorов.

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 мультиoriginatorную платформу (МОП, несколько originatorов 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 originatorов 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 организаторам, 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 рын-

ке 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 одностраншевых ИЦБ объемом не более 300 млрд руб. Кроме того, ВТБ намерен реализовать собственные пилотные мно-

готраншевые 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 ры-

нок 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.

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2020

Мировой рынок
секьюритизации



Джеймс МАНЦИ,
старший директор, направление
«Структурированные финансы»,
глобальные исследования,
S&P Global Ratings



Том ШОПФЛОХЕР,
старший директор, направление
«Структурированные финансы»,
глобальные исследования,
S&P Global Ratings



Эндрю САУС,
глава направления
«Структурированные
финансы», регион EMEA,
S&P Global Ratings

Прогноз по сделкам структурированного финансирования на мировых рынках на 2020 год

Несмотря на обеспокоенность относительно замедления темпов роста мировой экономики, в 2019 году отмечалась активная деятельность на рынках структурированного финансирования: глобальный объем эмиссии составил более \$1.1 трлн, что почти на 10% больше показателя предыдущего года. США, Китай, Австралия и Латинская Америка увеличили объемы новых выпусков, в то время как в Европе, Японии и Канаде наблюдалось небольшое снижение.

Наш базовый прогноз относительно макроэкономических показателей в 2020 году

является в целом нейтральным, однако в нем учитываются риски их ухудшения. К числу факторов, которые могут оказывать негативное влияние на кредитное качество и объем сделок структурированного финансирования, относятся напряженность на мировых торговых рынках, сохраняющаяся неопределенность относительно Brexit, незапланированное повышение процентных ставок и волатильность рынка, которая сказывается на ликвидности. Вместе с тем наш базовый сценарий по-прежнему предполагает рост макроэкономических показателей мировой экономики и относительно низкие (по сравнению с предыду-

Таблица 1
Объемы эмиссии
инструментов
структурированного
финансирования*

Источники: S&P Global Ratings, Bloomberg, LCD, Commercial Mortgage Alert

* S&P оставляет за собой право периодически пересматривать эти показатели задним числом по мере появления новой информации. Обеспеченные облигации не учитываются.

** Реструктурированные / рефинансированные CLO не учитываются.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020, прогноз
США, \$ млрд						
ABS	183	191	229	239	244	240
CMBS	95	69	88	77	96	100
CLO	98	72	118	129	118	90
Реструктурированные / рефинансированные CLO	10	39	167	156	43	40
Связанные с RMBS	54	34	70	95	124	130
Совокупный объем новой эмиссии в США**	436	373	510	540	582	560
Канада, млрд канадских долл.	15	18	20	25	19	20
Европа, € млрд	78	81	82	107	102	100
Азиатско-Тихоокеанский регион, \$ млрд						
Китай	97	116	220	292	334	330
Япония	38	53	48	56	55	55
Австралия	24	16	36	23	31	31
Совокупный объем новой эмиссии в Азиатско-Тихоокеанском регионе	159	185	304	371	420	416
Латинская Америка, \$ млрд	11	12	17	9	13	15
Приблизительный совокупный объем новой эмиссии на мировом рынке, \$ млрд	700	670	930	1050	1140	1120

щими годами) процентные ставки. В связи с этим мы ожидаем, что в 2020 году объем эмиссии инструментов структурированного финансирования останется на уровне примерно \$1 трлн (почти на уровне 2019 года). Мы прогнозируем сохранение в целом устойчивых показателей кредитного качества, хотя и допускаем их возможное ухудшение в некоторых секторах и регионах. В Таблице 1 представлены наши прогнозы относительно объема эмиссии по сравнению с показателями за последние пять лет.

США

Несмотря на замедление темпов роста ВВП, экономика США остается устойчивой и имеет значительный рынок труда. Ожидается, что в этом году объем выпуска инструментов структурированного финансирования в США сохранится примерно на том же уровне, что и в прошлом году, но немного снизится в связи с прогнозируемым сокращением объема эмиссии облигаций, обеспеченных кредитами (collateralized loan obligation — CLO). Несмотря на ожидаемое в 2020 году снижение продаж новых автомобилей, объем выпуска ценных бумаг, обеспеченных автокредитами (asset-backed securities — ABS), останется стабильным вследствие роста среднего размера автокредитов. Что касается ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой (residential

mortgage-backed securities — RMBS), и ценных бумаг, обеспеченных коммерческой ипотекой (commercial mortgage-backed securities — CMBS), мы прогнозируем некоторую позитивную динамику, поддерживаемую ростом в секторе нестандартных кредитов (nonqualified mortgages — non-QM), в секторах секьюритизации с использованием кондукта (conduit securitization) и кредитов, основанных на принципе «один кредит — один заемщик» (single asset — single borrower — SASB). Сильный рынок труда и низкие процентные ставки определяют наш стабильный прогноз для большинства секторов. Вместе с тем в секторе CLO в 2020 году будет отмечаться подверженность более высоким рискам, связанным с заемщиками, имеющими рейтинги «B-», и мы отмечаем возрастающий риск понижения рейтингов для ценных бумаг, имеющих рейтинги неинвестиционной категории («BB+» или ниже).

ЕВРОПА

Объем эмиссии размещенных инвесторами европейских секьюритизированных ценных бумаг составил €102 млрд к концу 2019 года, снизившись лишь на 5% по сравнению с предыдущим годом (см. Рисунок 1). Неопределенность относительно выполнения директивы ЕС о секьюритизации (Securitization Regulation) обусловила низкие темпы эмиссии в начале 2019 года,

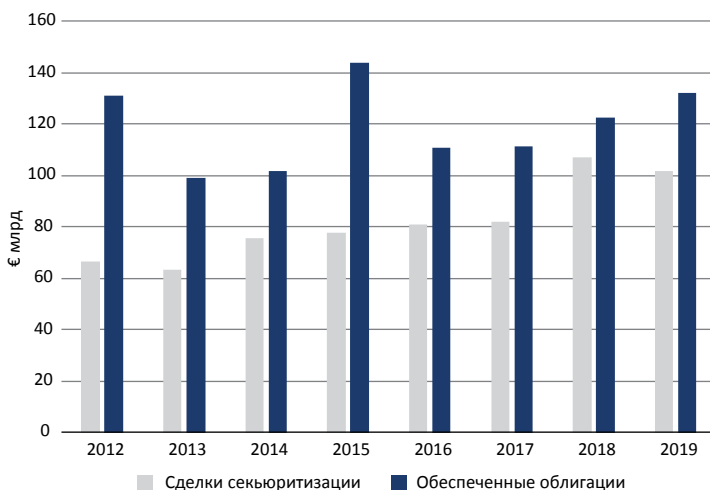


Рисунок 1
Объем эмиссии
европейских инструментов
структурированного
финансирования,
размещенных на
открытом рынке

однако со временем она стала активно реализовываться на практике, и мы не ожидаем, что она будет сдерживать активность эмитентов в 2020 году. По нашему мнению, объем эмиссии сделок секьюритизации сохранится на стабильном уровне — около €100 млрд в 2020 году. Объем выпуска европейских эталонных обеспеченных облигаций (covered bonds) оставался значительным в 2019 году, увеличившись на 8% — до €132 млрд. В 2020 году наступающие сроки погашения существующих выпусков обеспеченных облигаций будут способствовать небольшому росту объема эмиссии.

Сохраняющийся невысокий рост кредитования реального сектора экономики будет оказывать позитивное влияние на выпуск ценных бумаг на открытом рынке. Приближающиеся сроки погашения заимствований некоторых эмитентов в рамках схем дешевого финансирования за счет средств Банка Англии могут стимулировать дальнейший рост сделок секьюритизации, оригинаторами которых являются банки, а также эмиссии обеспеченных облигаций в Великобритании. Вместе с тем вновь начала действовать эквивалентная схема ЕЦБ, предусматривающая новые заимствования, что может обусловить ослабление аналогичного эффекта в еврозоне.

Сделки секьюритизации в Европе в 2019 году стали менее разнообразными, поскольку снизилась активность в нишевых направлениях, а рост объемов выпусков был

сосредоточен в сегментах, которые и раньше были самыми крупными: CLO на основе кредитов, выданных компаниям с высокой кредиторской задолженностью, британские RMBS и германские ABS. В 2019 году в сегменте CLO четвертый год подряд отмечался рост объемов выпуска, который оставался самым высоким в секторе, но мы ожидаем, что размеры эмиссии в 2020 году уменьшатся, принимая во внимание все более сложные экономические условия для сделок и снижение объема новых кредитов, используемых в качестве обеспечения. В менее крупных секторах высокие темпы роста отмечались в Испании, где объем размещенных на рынке эмиссий увеличился на 60% и достиг нового посткризисного максимума — почти €4 млрд, поскольку возросло число оригинаторов, использующих секьюритизацию для повышения достаточности капитала. На рынке эталонных обеспеченных облигаций Великобритании и Испании отмечался значительный рост: объемы выпусков составили €20 млрд и €7 млрд соответственно, что в каждом случае на 60% выше показателей предыдущего года.

Поскольку процентные ставки будут оставаться низкими на протяжении длительного периода, тот факт, что большинство европейских выпусков имеют плавающие ставки, снижает вероятность повышения весьма низкого спроса со стороны инвесторов. Проведение гибкой денежно-кредитной политики может более

чем компенсировать влияние этого фактора, поскольку недавно ЕЦБ возобновил чистые покупки ценных бумаг в рамках программы количественного смягчения, вернув на рынок крупного покупателя и секьюритизированных ценных бумаг, и обеспеченных облигаций.

Кроме того, сохранявшаяся в течение длительного времени неопределенность в отношении режима регулирования, которая обусловила ограничение эмиссии секьюритизированных ценных бумаг, снижалась в течение 2019 года и перестанет быть существенным препятствием в 2020 году. Участникам рынка пришлось выполнять принятую ЕС новую директиву о секьюритизации с начала 2019 года. Помимо введения льготного режима для так называемых «простых, прозрачных и стандартизированных» (simple, transparent and standardized — STS) сделок директива содержала также пересмотренные правила в отношении удержания риска, аудита обеспечивающих пулов активов и раскрытия информации, и эти правила применяются в отношении всех сделок секьюритизации. Вместе с тем предусмотренные в директиве важные элементы инфраструктуры рынка, а также проекты различных технических стандартов, содержащих руководство по ее применению, в начале 2019 года все еще находились в стадии разработки, хотя новые правила уже действовали. Это сдерживало активность многих оригинаторов и инвесторов.

Однако в настоящее время основные технические стандарты практически доработаны и могут вступить в силу в первом квартале 2020 года. Доверие участников рынка к новому режиму STS уже повысилось в течение 2019 года, поскольку независимые проверяющие организации получили одобрение регулирующих органов и начали проводить оценки соответствия сделок требованиям STS. К концу года более 35% всех размещенных инвесторами европейских секьюритизированных ценных бумаг было выведено на рынок с маркировкой соответствия требованиям STS, а оригинаторы также начали применять эту маркировку ретроспективно в отношении находящихся в обращении ценных бумаг, выпущенных до 2019 года. Значение этой маркировки вероятнее всего будет повышаться в 2020 году. С апреля 2020 года

только секьюритизированные ценные бумаги, имеющие маркировку STS, могут считаться высококачественными ликвидными активами при расчете банками ЕС своего коэффициента покрытия ликвидности (liquidity coverage ratio — LCR) — основного нормативного показателя.

КАНАДА

Мы ожидаем, что в 2020 году объем новой эмиссии в Канаде немного увеличится по сравнению с прошлым годом. Ожидается, что объем ABS, обеспеченных автокредитами и автолизингом, сократится вследствие прогнозируемого снижения продаж автомобилей в 2020 году. По прогнозам, объем трансграничной эмиссии, деноминированной в долларах США, в виде ABS, обеспеченных поступлениями по кредитным картам и автокредитам, останется стабильным. В секторе RMBS объемы эмиссии останутся низкими в связи с трудностями в привлечении инвесторов, рисками негативного освещения ситуации в жилищном секторе в СМИ и политикой, направленной на снижение стоимости заимствований. Объем выпуска ABS, обеспеченных оборудованием коммерческих сельскохозяйственных предприятий, и коммерческих ABS, как ожидается, останется стабильным вследствие неблагоприятных условий торговли и неопределенности в розничном секторе. В целом мы полагаем, что рейтинги канадских ABS останутся стабильными в 2020 году.

КИТАЙ

Темпы выпуска новых секьюритизированных ценных бумаг в Китае снизились во втором полугодии 2019 года главным образом вследствие низкой активности эмитентов в секторе RMBS. Благоприятные процентные ставки и увеличение числа выданных кредитов продолжают оказывать позитивное влияние на объем новой эмиссии в потребительском секторе. Мы ожидаем, что в 2020 году объем новых сделок структурированного финансирования останется стабильным или будет отмечаться рост на уровне менее 10% и, несмотря на возможное дальнейшее снижение в сегменте RMBS, объем выпусков, обеспеченных автокредитами, потребительскими кредитами и поступлениями по кредитным

картам, может повыситься. Показатели активов в сегменте розничной дебиторской задолженности оставались высокими, хотя 2020 год может стать еще одним сложным годом для некоторых сделок секьюритизации, не связанных с розничным сектором.

ЯПОНИЯ

Мы ожидаем, что в 2020 году объем эмиссии инструментов структурированного финансирования в Японии будет соответствовать показателям 2019 года и, возможно, немного увеличится. Преобладание RMBS и ABS в Японии сохраняется, эти классы активов составляют более 95% совокупного объема выпуска. Мы прогнозируем снижение темпов роста ВВП в Японии в 2020 году по сравнению с 2019 годом. Несмотря на то что летом в Токио будут проводиться Олимпийские игры, позитивное влияние этого фактора будет частично нивелироваться повышением ставки налога на потребление с 8% до 10% в октябре 2019 года. Торговые споры между США и Китаем также могут обусловить давление на бизнес в Японии. Вместе с тем мы ожидаем, что рейтинги в 2020 году останутся стабильными благодаря прогнозируемым благоприятным макроэкономическим факторам, в частности низкой безработице и низким процентным ставкам.

АВСТРАЛИЯ

Мы ожидаем, что в 2020 году объем новой эмиссии в Австралии сохранится примерно на том же уровне, что и в 2019 году, при этом ожидается, что небанковские финансовые организации сохраняют значительные объемы сделок, поскольку их темпы роста кредитования остаются существенно выше темпов роста

банковского кредитования. Влияние этого фактора будет частично компенсироваться тем, что некоторые банки выпускают ценные бумаги раз в два года, поэтому в 2020 году у некоторых из этих эмитентов не будет эмиссии. Основные риски для сектора RMBS ниже, чем 12 месяцев назад, хотя экономическая ситуация ухудшилась. Стабильная занятость оказала благоприятное влияние на высокие показатели залогового обеспечения секьюритизированных активов, о чем свидетельствуют низкий уровень задолженности и кумулятивные показатели убытков (брутто) в сегментах и ABS, и RMBS. Снижение процентных ставок, признаки стабилизации на некоторых рынках недвижимости и улучшение условий рефинансирования будут поддерживать устойчивые показатели в этих сегментах в ближайшие месяцы, хотя низкие темпы роста заработной платы и высокая долговая нагрузка домохозяйств сохраняются.

ЛАТИНСКАЯ АМЕРИКА

Объем сделок структурированного финансирования в Латинской Америке немного увеличится в 2020 году, что отражает наши ожидания относительно сохраняющегося значительного объема эмиссии в Бразилии, который, как мы предполагаем, вырастет примерно на 20%. Очень низкие процентные ставки в совокупности с новой эмиссией RMBS и облигаций с обеспечением будут в 2020 году основными факторами роста. В Мексике снижение процентных ставок и повышение темпов экономического роста обусловит увеличение объема эмиссии. В Аргентине сохраняется значительная неопределенность в отношении нового правительства.



РЕГИОН
ГРУППА КОМПАНИЙ

25

двадцать
пять
лет

**«Депозитарная компания «РЕГИОН» –
один из крупнейших небанковских
депозитариев России**

ПОД КОНТРОЛЕМ

>1.000.000.000.000 рублей*

ТОП-5

по суммарной величине
собственных средств
и страхового покрытия
(ПАРТАД, на 30 июня 2019)

ТОП-5

по стоимости
контролируемого имущества
(ПАРТАД, на 30 июня 2019)

Партнер проекта «ДОМ.РФ»

Партнер ВЭБ (программа строительства доступного жилья)



Оливье ТАУТЕЙН,
исполнительный
директор, направление
«Структурированные финансы»,
Scope Ratings

Европейский рынок структурированного финансирования в 2019 году

Секьюритизация лежала в основе кризиса 2008 года, позволив накопить избыточный левверидж на непрочной основе субстандартных кредитов и распространить этот левверидж по всему миру на скрытых страницах банковских балансовых отчетов. По иронии судьбы, сегодня секьюритизация рассматривается как один из способов, который может оживить реальный сектор экономики в условиях медленного роста.

Со времен мирового финансового кризиса тренды развития европейской секьюритизации изменились, сегодня динамику рынка определяют три элемента:

- **Регулирование:** с первых дней существования регуляторного арбитража по капиталу в рамках Базельского соглашения на секьюритизацию всегда оказывают влияние изменения в регламентах, стимулирующие выпуск новых ценных бумаг.

- **Денежно-кредитная политика:** с наступлением кризиса Евросистема и Банк Англии стимулируют рынок секьюритизации посредством программ расширения ликвидности (TLTRO или TFS) или путем непосредственного выкупа активов ABS (программа ABSPP).

- **Сокращение роли банковских институтов как посредников на финансовом рынке:** в связи с дефицитом капитала в банковской отрасли тенденция к сокращению посредничества не ослабевает с появлением новых участников рынка.

Наряду с оригинаторами (которыми до сих пор являются преимущественно банки и кредитные организации) и, естественно, инвесторами в секьюритизацию ключевыми участниками рынка европейской секьюритизации являются также регуляторы и национальные центральные банки. В данной статье мы уделим основное внимание первичному рынку в связи с минимальным размером вторичного рынка секьюритизации.

УСЛОВИЯ ЭМИССИИ В 2019 ГОДУ

Объем размещения сделок европейской секьюритизации в 2019 году составил €170 млрд, что несколько ниже среднего годового объема эмиссии в €200 млрд за период 2014–2018 годов (по данным J. P. Morgan). Следует отметить, что объем размещения европейских CLO в 2019 году составил €30 млрд; это аналогично объему эмиссии за 2018 год. Экспоненциального роста, подобного имевшему место до мирового финансового кризиса, который поддерживался бумом размещения RMBS и иных выпусков облигаций структурированного финансирования, не наблюдается, а лишь происходит стабилизация рынка.

Большая часть выпусков секьюритизации обеспечена ипотечными кредитами (объем размещения RMBS составляет €93 млрд, из которых €37 млрд приходится на Великобританию и лишь €10 млрд — на Нидерланды, что значительно меньше, чем в предыдущие годы). Далее в качестве обеспечения выступают розничные кредиты (автокредиты, потребительские кредиты, кредитные карты) — €40 млрд и структурированные кредиты (в том числе CLO) — €24 млрд. Углубляясь в анализ по каждой стране, мы можем выявить определенные тенденции.

- **Великобритания** является крупнейшей страной по объему размещения (€47 млрд). Для сравнения: в предыдущие три года объем эмиссии составил суммарно около €50 млрд. Почти 80% эмиссии составляют RMBS, среди которых менее 30% остаются на балансе originатора. Кроме того, более 35% сделок RMBS обозначаются как STS (Простая, прозрачная и стандартизированная секьюритизация).

- **Италия** является вторым по величине рынком секьюритизации с объемом размещения €38 млрд, что отличается от показателей прошлых лет. Большую часть итальянского рынка составляют сделки секьюритизации МСП-кредитов (SME ABS) в объеме €16 млрд и RMBS в объеме €11 млрд, где originаторами выступают банки, ищущие дешевые способы финансирования.

- **Франция** занимает третье место с объемом €31 млрд, почти 90% сделок являются RMBS, и только 60% RMBS получили лейбл STS.

Общее снижение объема эмиссии было обусловлено главным образом тремя факторами:

1. внедрение в начале 2019 года правил STS, когда участники рынка еще не были уверены в точных технических нюансах нового регулирования;

2. переориентация на балансовые ипотечные облигации взамен секьюритизации при рефинансировании голландских ипотечных кредитов;

3. снижение количества проблемных кредитов (NPL) в Италии, которое еще не компенсировалось за счет увеличения количества NPL в других европейских странах, даже несмотря на то что несколько сделок секьюритизации NPL было закрыто в Ирландии.

УСЛОВИЯ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ В 2019 ГОДУ

По основным типам сделок секьюритизации спреды в 2019 году медленно сужались, постепенно возвращаясь к уровням до мирового финансового кризиса.

- Старшие транши голландских RMBS оценивались приблизительно в 10 б.п. до начала кризиса, в то время как в настоящее время они оцениваются приблизительно в 20–30 б.п. (в начале 2009 года они превышали 300 б.п.). Внедрение программы выкупа ABSPP, которая подразумевала большой объем покупки голландских RMBS, оказало большое влияние на столь крупный рынок.

- Старшие транши RMBS в других странах столкнулись с таким же медленным сужением спредов по сравнению с предыдущими пиковыми периодами, однако еще не достигли докризисного уровня (10–20 б.п.).

- В настоящее время спреды по старшим траншам секьюритизации автокредитов составляют 15 б.п., в то время как до кризиса они составляли примерно 7 б.п.

История ценообразования CLO имеет много нюансов, поскольку за последние два года спреды снова выросли в силу разных факторов: более высокое неприятие риска по отношению к данному классу активов (что выражается в пристальном внимании со стороны всемирных регуляторов к классу активов или в целом к финансированию за счет заемных средств) или уход с рынка некоторых значимых инвесторов (в частности, крупный японский инвестор).

НЕСКОЛЬКО СЛОВ О РЕГУЛИРОВАНИИ

Регулирование имеет ключевое значение для развития рынка секьюритизации по нескольким направлениям. Повышение требований к уровню капитала банков в течение длительного времени является сильным стимулом к снижению роли банков в качестве посредников. Но главной темой 2019 года стало введение регламента ЕС о секьюритизации. Этот долгожданный регламент вступил в силу 1 января 2019 года с предоставлением отсрочки по его исполнению до конца 2019 года. Главной новой концепцией, которая была представлена в регламенте, стало обозначение STS (Простая, прозрачная и стандартизированная секьюритизация). Концепция направлена на исправление ряда проблем, связанных с секьюритизацией, путем проверки соответствия секьюритизации четко выраженному идеалу (в соответствии с Регламентом ЕС о секьюритизации 2017/2402).

- Простота предусматривает:
 - действительную продажу (True Sale) активов на SPV и отсутствие фиксированной возможности возврата выплаченных ранее сумм в случае невыполнения обязательств сервисным агентом;
 - четкие критерии соответствия кредитов, входящих в состав обеспечения;
 - однородные виды активов;
 - невозможность передачи просроченных кредитов.
- Прозрачность предусматривает, что:
 - потенциальным инвесторам должны быть предоставлены данные о динамике аналогичных активов за предшествующие периоды;
 - модель движения денежных средств по обязательствам в рамках сделки должна быть предоставлена инвесторам оригиналом;
 - окончательная документация по сделке должна быть доступна инвесторам.
- Стандартизация предусматривает:
 - сохранение риска на стороне продавца кредитов;
 - если кредитное качество активов снизилось до определенного уровня, то очередность использования денежных поступлений должна быть чисто последовательной;
 - обслуживающий агент должен обладать опытом в отношении класса активов

и действовать в соответствии с четкой политикой/процедурами.

Лейбл STS по сделке секьюритизации дает владельцу облигаций более низкое давление на капитал по наиболее «старшим» облигациям и позволяет учитывать эти инвестиции как ликвидные ценные бумаги при расчете коэффициента общей ликвидности.

Однако следует отметить, что все еще существует большая разница между секьюритизацией и балансовыми обеспеченными облигациями в режиме регулирования, что приносит пользу рынку балансовых ипотечных облигаций, который в данный момент рассматривается как менее запутанный/сложный, чем рынок секьюритизации. Например, это объясняет рост использования балансовых ипотечных облигаций в Нидерландах для рефинансирования ипотечных кредитов как замену секьюритизации.

Еще одним изменением в законодательстве, требующим пристального внимания, является введение дополнительного давления на капитал для банков с коэффициентом наличия NPL на балансе выше 5% (см. «Руководство по управлению рисками, связанными с проблемными кредитами и отказом от принудительных мер по взысканию кредитной задолженности»¹).

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ЕЕ ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

С самого пика мирового финансового кризиса центральные банки играли ключевую роль в формировании рынка секьюритизации в Европе — они либо разрешали использовать секьюритизацию в качестве обеспечения при предоставлении ликвидности банкам (или одобряли использование активов, обычно поддерживающих секьюритизацию)², либо сами непосредственно приобретали транши секьюрити-

¹ Guidelines on Management of non-performing and forborne exposures, <https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/credit-risk/guidelines-on-management-of-non-performing-and-forborne-exposures>.

² См. «Дополнительные кредитные требования» (Additional Credit Claims) для Евросистемы или Программу финансирования в обмен на кредиты (Funding for Lending scheme).

зации (в рамках Программы Евросистемы по приобретению ABS, объем которой составил €28 млрд по состоянию на конец 2019 года из потенциально возможных €300 млрд).

Использование секьюритизации в качестве обеспечения фактически постоянно сокращалось с момента своего пика в 2009 году; и действительно, в 2019 году 57% сделок остались на балансе оригинатора. Сделки секьюритизации продолжают осуществляться оригинаторами, являющимися банковскими институтами, для целей получения ликвидности от своего центрального банка; секьюритизация также является способом преобразования неработающих активов на балансах (розничные или ипотечные кредиты) в надлежащее обеспечение.

ЕСТЕСТВЕННАЯ ДИВЕРГЕНЦИЯ

Европейский рынок секьюритизации все больше превращается в двухуровневый рынок, на котором:

– с одной стороны, существуют сделки с лейблом STS, где в качестве обеспечения выступают стандартизированные активы,

которые выкупаются классическими инвесторами в ABS и Евросистемой («Стандартный» рынок);

– с другой стороны, присутствует более экзотическая часть рынка, где в качестве обеспечения встречаются нестандартные активы (проблемные кредиты, онлайн-займы, коммерческая недвижимость).

Можно сказать, что «Стандартный» рынок является стабильным и зрелым рынком со снижающимися или стабильными ценами, какие-либо значительные изменения в институциональной структуре маловероятны в связи с окончанием регуляторного цикла по секьюритизации. Однако такая часть рынка всегда подвержена риску замены на более эффективные финансовые решения, и мы ожидаем в ближайшей перспективе ожесточение конкуренции между использованием RMBS и балансовых ипотечных облигаций.

Таким образом, мы прогнозируем эволюционное развитие рынка, главным образом в области нетрадиционных классов активов, но и здесь секьюритизация является лишь одним из инструментов среди различных финансовых решений.



Станислав НАСТАСЬИН,
вице-президент —
старший аналитик,
Moody's Investors Service

Обеспеченные облигации в странах Центральной и Восточной Европы

Увеличение объемов выпуска обеспеченных облигаций (ОО) в странах Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) в последние годы привело к росту доли этих облигаций в структуре источников фондирования банковских систем стран ЦВЕ. Кроме того, по мнению рейтингового агентства Moody's, этот рост способствует, во-первых, повышению вероятности оказания эмитентам этих облигаций поддержки со стороны регуляторов в случае ухудшения их финансовой устойчивости и, во-вторых, повышению ликвидности всего банковского сектора.

Обеспеченные облигации (ОО, англ. covered bonds) — это облигации с «двойным регрессом» против эмитента и первоочередным правом на удовлетворение требований из массы покрытия. В массу покрытия этих облигаций обычно включаются кредиты, обеспеченные как жилой, так и коммерческой недвижимостью, но в некоторых сделках масса покрытия помимо недвижи-

мости включает в себя и другие финансовые активы. В русскоязычной литературе такие облигации еще обозначаются балансовыми сделками секьюритизации активов, так как активы остаются на балансе кредитной организации — эмитента¹.

НА РЫНКАХ ЦВЕ НАБЛЮДАЕТСЯ РОСТ ОБЪЕМОВ ВЫПУСКА ОБЕСПЕЧЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ И ПОВЫШЕНИЕ ВОВЛЕЧЕННОСТИ РЫНКА В ОПЕРАЦИИ С ЭТИМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Рост объемов выпущенных ОО и увеличение количества программ выпуска таких облигаций² в странах ЦВЕ повысили к ним интерес международных инвесторов. Кро-

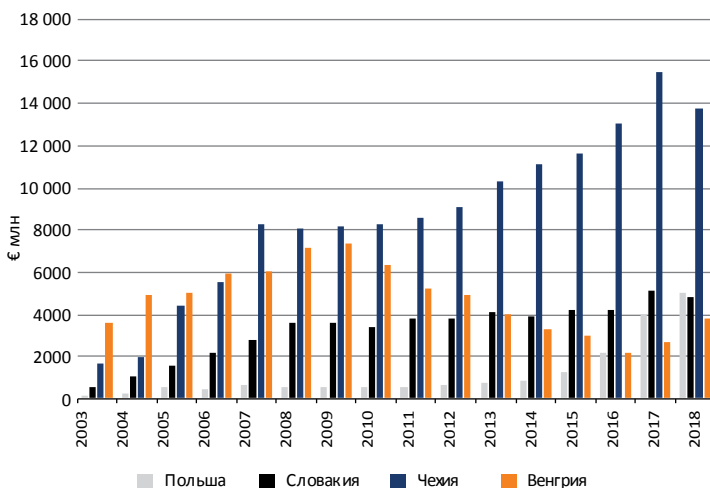
¹ Подробнее об ОО см. Тим Лассен: «Преимущество инвесторов при банкротстве банка — эмитента ипотечных облигаций в Европе», март 2014 (Энциклопедия российской секьюритизации — 2014).

² В европейской практике эмиссия ОО возможна в рамках единой программы.

Рисунок 1
Объем обращающихся на
рынках ЦВЕ ипотечных ОО

Источник: European Covered
Bond Council (ECBC), отчеты
эмитентов, расчеты Moody's

Примечание: мы исключили Румынию, так как первый румынский выпуск ОО произошел в 2019 году.



ме того, распространение этой формы долговых обязательств повысило их роль как дополнительного источника фондирования банковских систем региона. Как показано на Рисунке 1, выпуск ОО в этом регионе существенно вырос за последние годы, особенно в Чехии. В то время как чешские эмиссии ОО были полностью выкуплены региональными инвесторами, рост выпусков ОО в Польше и Словакии был обеспечен за счет спроса со стороны зарубежных инвесторов.

В начале 2000-х годов рынок ОО в странах ЦВЕ был сравнительно небольшим, но получил толчок к развитию благодаря изменениям, внесенным в законодательство, регулирующие выпуск и обращение ОО в этих странах. В Польше и Румынии такие изменения были приняты в 2016 году, в Словакии — в 2018 году. В Чехии существенные поправки в законодательство, регулирующие рынок ОО, были приняты в 2019 году. В Венгрии, несмотря на то что законодательное регулирование рынка ОО существует в стране уже много лет, выпуск ОО был ограничен макроэкономическими и финансово-политическими факторами.

Среди стран, показанных на Рисунке 2, банковские системы Словакии и Польши имеют самый высокий показатель отношения объема выданных кредитов к объему привлеченных депозитов (loan-to-deposit ratio). Этот показатель указывает на то, что эти две страны скорее всего больше других

нуждаются в недепозитных ресурсах. Учитывая, что внутренний рынок облигаций большинства стран ЦВЕ сравнительно небольшой, их банки вынуждены обращаться к международным рынкам капитала в поисках дополнительных источников фондирования.

Наличие у владельцев обеспеченных облигаций права двойного регресса (англ. dual recourse), то есть права требования к банку-эмитенту, а также права преимущественного удовлетворения требований по облигациям из массы покрытия, повышает привлекательность таких облигаций для инвесторов, впервые выходящих на рынок стран ЦВЕ, поэтому инвесторы готовы приобретать ОО, имеющие более длинные сроки погашения по сравнению со сроком погашения необеспеченных банковских облигаций. В результате эмитенты имеют возможность увеличить дюрацию фондирования путем выпуска ОО, имеющих более длинные сроки погашения. Агентство Moody's считает, что привлечение долгосрочного фондирования, в свою очередь, позволяет повысить сбалансированность структуры фондирования банковской системы даже при наличии высокого коэффициента отношения объема выданных кредитов к объему привлеченных депозитов.

Рисунок 3 показывает, что относительный объем остатка задолженности по ипотечным кредитам, выраженный в процентах от ВВП, быстрее всего рос в Словакии и Чехии. Поскольку ипотечные кредиты

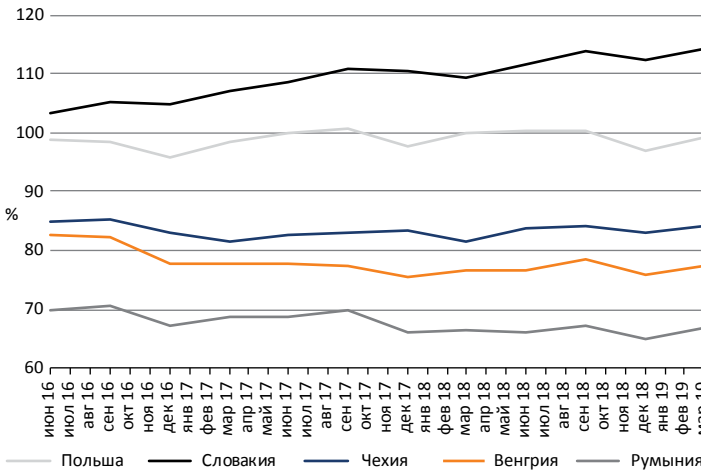


Рисунок 2
Отношение объема выданных кредитов к объему привлеченных депозитов в банковских системах отдельных стран ЦВЕ

Источник: Европейская банковская организация (ЕБА)

обычно имеют длительные сроки погашения, рост остатка задолженности по ипотечным кредитам ведет к росту потребности банков в долгосрочном фондировании и необходимости согласования дюраций активов и обязательств, особенно это актуально для банков, у которых основным источником фондирования являются депозиты.

ПОДДЕРЖКА СО СТОРОНЫ КАК РЕГУЛЯТОРОВ, ТАК И ВСЕГО БАНКОВСКОГО СЕКТОРА СТАНОВИТСЯ БОЛЕЕ ВЕРОЯТНОЙ, ЧТО СПОСОБСТВУЕТ УМЕНЬШЕНИЮ РИСКА РЕФИНАНСИРОВАНИЯ

Рост значимости ОО как источника фондирования банковского сектора, а также рост числа эмитентов обеспеченных облигаций повышает вероятность того, что в случае ухудшения финансовой устойчивости таких эмитентов они получают поддержку со стороны регуляторов или других участников рынка. По мнению Moody's, это способствует повышению кредитного качества всех обеспеченных облигаций, обращающихся на рынке.

Под вероятностью поддержки со стороны регуляторов понимается повышение у регуляторов мотивации поддержать эмитента ОО, находящегося в процессе реструктуризации, поскольку обеспеченные облигации являются значимым источником фондирования для всего рынка и такая

поддержка поможет повысить стабильность всей банковской системы. При таком развитии событий эмитент ОО, находящийся в сложном финансовом положении, не сможет объявить дефолт по своим облигациям и продолжит нести ответственность за их погашение; таким образом, не будут материализованы риски, связанные с возможным свертыванием программы ОО и потенциальной нехваткой ликвидности для погашения облигаций в дату погашения, что также снизит риск рефинансирования.

Кроме того, устойчивость банковской системы способствует повышению кредитного качества всех ОО, поскольку повышает вероятность того, что в ситуации, когда отдельно взятому эмитенту требуется помощь, его обеспеченные облигации могут быть переданы под управление другому квалифицированному эмитенту. Законодательное регулирование ОО во многих странах указывает на возможность передачи выпущенных облигаций вместе с массой покрытия другому эмитенту как на один из предпочтительных вариантов спасения программы выпуска ОО в случае банкротства первоначального эмитента. По словацкому законодательству, такой трансфер вообще является единственной возможностью, позволяющей предотвратить акселерацию выпущенных ОО по истечении двух лет со дня принятия специальным управляющим (попечителем) программы ОО решения о том, что успешное управле-

ние программой в будущем невозможно. По мнению агентства Moody's, наличие большого числа эмитентов ОО на рынке и рост значимости этой формы долговых обязательств для фондирования банковской системы делают такой трансфер наиболее вероятной альтернативой в случае несостоятельности эмитента.

РАСШИРЕНИЕ ИНВЕСТОРСКОЙ БАЗЫ ПОВЫСИТ ЛИКВИДНОСТЬ РЫНКА И СНИЗИТ СТОИМОСТЬ ФОНДИРОВАНИЯ ДЛЯ БАНКОВ

Рейтинговое агентство Moody's считает, что растущее число эмитентов ОО способствует расширению инвесторской базы на рынках стран ЦВЕ. Благоприятные макроэкономические условия и особенно привлекательный спред (по сравнению с уровнем спреда, наблюдаемым на других европейских рынках ОО) делают обеспеченные облигации, выпущенные на рынках этих стран, весьма интересными для инвесторов, специализирующихся на номинированных в евро ОО.

Чем выше число эмитентов на рынке, тем выше мотивация для инвесторов изучить банковскую систему страны, ее рынок недвижимости и законодательную базу, что может оказаться ресурсоемким делом и тем самым стать препятствием для выхода на рынок новых инвесторов. Пока на рынке существует ограниченное число активных эмитентов, многие инвесторы не

желают нести расходы, необходимые для выхода на новый рынок.

Кроме того, большее число эмитентов улучшает ликвидность облигаций, находящихся в обращении, потому что чем больше база эмитентов, тем легче проводить операции на вторичном рынке с приемлемыми спредами.

В настоящее время польские и словацкие эмитенты наиболее активны в своем стремлении выйти на рынок обеспеченных еврооблигаций и, следовательно, больше всего выигрывают от повышенного интереса со стороны иностранных инвесторов.

КРАТКИЙ ОБЗОР РЫНКОВ ОБЕСПЕЧЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ СТРАН ЦВЕ

В 2019 году было опубликовано предложение по изменению законодательства Европейского союза (ЕС), регулирующего выпуск и обращение обеспеченных облигаций¹. Целью этих изменений являются поддержка и повышение кредитного качества европейских ОО. Эта инициатива законодателей ЕС направлена на обновление национальных законов в области ОО и включает ряд положений, призванных повысить

¹ Имеется в виду предложение Совета ЕС от 19.03.2019 (документ 7274/19) о внесении изменений в Регламент (ЕС) № 575/2013 в отношении обеспеченных облигаций.

Рисунок 3
Ипотечная задолженность
Источник: Hypostat

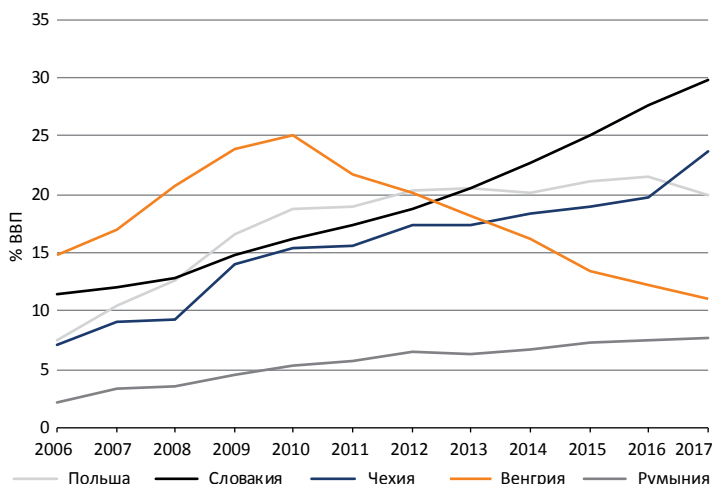


Таблица 1. Программы ОО банков региона ЦВЕ, которым был присвоен рейтинг Moody's

Эмитент	Страна	Объем выпущенных обеспеченных облигаций (€ млрд)	Рейтинг эмитента (оценка риска контрагента)	Рейтинг обеспеченных облигаций	Рейтинг правительства	Страновой потолок	Moody's ПСП (показатель своевременности платежей - Timely Payment Indicator)	Запас прочности ПСП (TRI Ieeway - число делений рейтинговой шкалы)
Raiffeisenbank a.s.	Чехия	1.0	A2(cr)	Aa2	A1	Aa2	Very Improbable	2
UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia	Чехия	1.7	-	Aa3	A1	Aa2	Very Improbable	-
OTP Jelzalogbank Zrt. (OTP Mortgage Bank)	Венгрия	1.7	Baa2(cr)	Baa1	Baa3	Baa1	Improbable	2-4
UniCredit Jelzalogbank Zrt.	Венгрия	0.5	-	Baa1	Baa3	Baa1	Improbable	2-4
mBank Hipoteczny	Польша	1.7	A3(cr)	Aa3	A2	Aa3	Probable	3
PKO Bank Hipoteczny	Польша	4.3	A3(cr)	Aa3	A2	Aa3	Probable	3
Alpha Bank Romania S.A.	Румыния	0.2	Ba1(cr)	Baa2	Baa3	A3	Improbable	ограничен или отсутствует
Slovenska Sporitelna, a.s.	Словакия	1.9	A1(cr)	Aaa	A2	Aaa	Improbable	1
Tatra Banka, a.s.	Словакия	0.8	A2(cr)	Aaa	A2	Aaa	Improbable	0
Vseobecna Uverova Banka a.s.	Словакия	3.1	A2(cr)	Aa2	A2	Aaa	Improbable	2

Источник: Moody's investors Service, отчеты эмитентов

общие стандарты законодательств стран ЕС. Ожидается, что наиболее позитивное влияние эти изменения окажут на новые и менее развитые рынки ОО, где собственное законодательство либо недостаточно эффективно, либо полностью отсутствует.

Прибалтика. В 2017 году Эстония, Латвия и Литва договорились начать законодательный процесс с целью создания общебалтийского рынка обеспеченных облигаций. В Латвии и Литве принятие соответствующих законов пока еще ожидается, в то время как парламентом Эстонии закон, регулирующий ОО, был принят в феврале 2019 года. Согласно этому закону, эстонские банки могут выпускать обеспеченные облигации с 1 октября 2019 года. Выпуск ОО позволит эстонским эмитентам диверсифицировать источники фондирования и выпускать ОО с более длинными сроками погашения, что улучшит согласование дюраций их активов и пассивов. Следует также отметить, что эстонские банки имеют ограниченный опыт выпуска долговых обязательств на международных рынках главным образом потому, что в банковской системе страны исторически доминировали скандинавские банки, которые предоставляли внутригрупповое финансирование

своим балтийским дочерним компаниям. Эта динамика меняется из-за изменений, происходящих в структуре собственности банков, и возросшей готовности банков искать новые источники фондирования на местном уровне.

Болгария. Закон, регулирующий ОО, датируется 2000 годом. К настоящему моменту уже более десяти болгарских банков эмитировали обеспеченные облигации, но все эти выпуски были спорадическими и небольшими, поэтому объем находящихся в обращении ОО практически равен нулю.

Хорватия. В стране пока отсутствует законодательство, регулирующее выпуск и обращение ОО, но на рынке уже запущен проект, целью которого является развитие внутреннего рынка обеспеченных облигаций.

Чехия. Чешский рынок ОО имеет внушительный размер: в 2017 году объем ОО, находящихся в обращении, составил более €15 млрд в эквиваленте. Обеспеченные облигации обычно размещаются внутри страны путем закрытой подписки. Чешский закон, регулирующий ОО, был обновлен в январе 2019 года. Новые поправки к закону повысили защиту инвесторов, устранив не-

которые слабые места в прежней правовой базе. Однако в новом законе все еще есть недоработки. На данный момент все имеющиеся рейтинг обеспеченные облигации регулируются прежним законодательством, но эмитенты ОО имеют возможность конвертировать их в новые обязательства, регулируемые новым законом.

Венгрия. Венгрия имеет устоявшийся рынок обеспеченных облигаций. Рост кредитования возобновился после нескольких лет сокращения доли заемных средств в экономике. В целях содействия рынку ипотечных облигаций с октября 2019 года регулятор увеличил коэффициент достаточности ипотечного финансирования до 25%¹.

Польша. В 2016 году были приняты существенные поправки в польское законодательство, регулирующее ОО. Наиболее значительными поправками являются введение обязательного продления срока погашения (mandatory maturity extension) и условных сквозных структур погашения (conditional pass-through), а также установленный законом минимальный размер избыточного обеспечения в размере 10%. В настоящее время есть только два поль-

ских эмитента, которые регулярно выпускают обеспеченные облигации, номинированные в евро. Агентство Moody's ожидает, что новые эмитенты выйдут на рынок до конца 2020 года.

Румыния. В апреле 2019 года первый выпуск обеспеченных облигаций в Румынии подготовил почву для возможного выпуска ОО другими румынскими банками, для которых в настоящее время депозиты являются практически единственным источником фондирования. Согласно закону об обеспеченных облигациях, румынские банки могут эмитировать ОО объемом не более 8% от общих активов банка-эмитента.

Словакия. В соответствии со старым законодательством словацкие банки были обязаны финансировать большую часть своих ипотечных кредитов, используя обеспеченные облигации. Это обязывало банки постоянно выпускать небольшие объемы ОО. С момента обновления законодательства по обеспеченным облигациям в 2018 году рынок ОО вырос и стал играть более важную роль в банковской системе страны.

Словения. В Словении пока еще не было ни одного выпуска обеспеченных облигаций. Словенское законодательство по обеспеченным облигациям очень похоже на законодательства стран с развитыми рынками ОО по большинству важных характеристик этой формы долговых обязательств. Тем не менее законодательство по ОО не обновлялось с 2012 года.

¹ Речь идет о коэффициенте достаточности ипотечного финансирования (англ. Mortgage Funding Adequacy Ratio, MFAR), который был введен центральным банком Венгрии. Основной целью введения этого коэффициента является смягчение риска несоответствия дюраций ипотечных активов и их источников фондирования.



Андрей ЛИТВИНЦЕВ,
старший портфельный
управляющий, American
Family Mutual Insurance

Американский рынок секьюритизации: тенденции 2019 года

Рынок секьюритизации в США в 2019 году двигался в одном направлении с остальными рынками облигаций. Основными макроэкономическими факторами, определяющими это движение, стали разворот политики Федерального резерва и изменение торговых отношений с Китаем. В рамках статьи мы рассмотрим общую атмосферу на рынках, затем разберем поведение отдельных сегментов рынка, подробно остановимся на рынке CLO, а также на бумагах с высокими доходностями, которые показали наименьшую корреляцию с остальными сегментами. Также мы рассмотрим samotные сделки, обсудим недавние события, связанные с Boeing 737 MAX 8.

1. ДЕЙСТВИЯ ФРС И ПАДЕНИЕ ДОХОДНОСТЕЙ

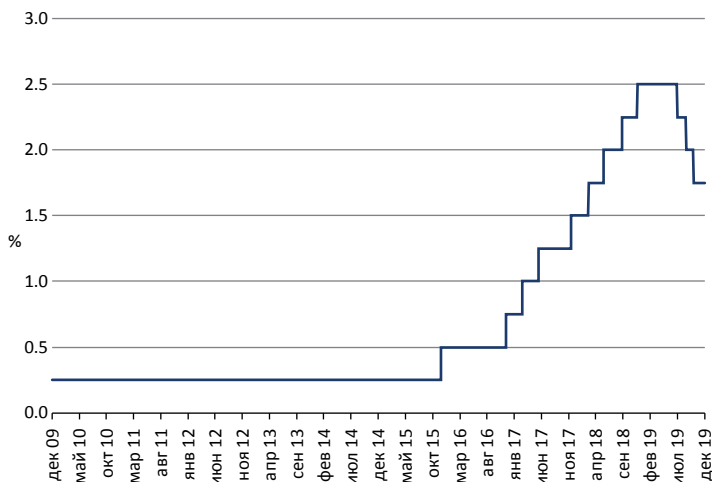
Главной темой американских рынков облигаций в 2019 году были действия ФРС, которая резко изменила курс в начале года. В сентябре 2018-го казалось, что ФРС

с высокой вероятностью будет повышать целевую ставку. Кривая доходности представляла собой монотонно возрастающий график, десятилетние федеральные облигации торговались с доходностью выше 3% годовых. Уже к концу 2018 года доходность 10-летних облигаций просела до 2.5% годовых. ФРС упорно повышала ставки, 19 декабря 2018-го диапазон ставок был увеличен до 2.25% — 2.50%.

Затем начался 2019-й. Многочисленные признаки замедления в экономике заставили ФРС остановиться, сделать паузу и хотя не сразу, но начать снижать ставки. В итоге 30 октября 2019 года ставки опустились до 1.50% — 1.75% (Рисунок 1), на этом уровне они и закончили год. Кривая доходности гособлигаций, конечно, упала (Рисунок 2). Доходность 10-летних гособлигаций закончила год ниже 2% годовых.

На протяжении всего года портфельные управляющие решали, где найти доходность и при этом не подвергаться высокому риску. Среди сегментов бумаг с фиксиро-

Рисунок 1
Верхняя граница целевой
ставки по федеральным
фондам ФРС США
Источник: Bloomberg



ванном купоном коммерческие ипотечные облигации (CMBS), авиационные ABS (Asset-backed securities), секьюритизация франчайзинга и другие сегменты длинных облигаций позволяют спокойно запереть высокие купоны в портфелях и наблюдать рост цен, связанный со снижением доходностей. Рынки потребительских ABS, вообще говоря, такой роскоши не предоставляют — бумаги в этих сегментах короткие, сделки быстро выплачиваются, приходится пополнять портфель или на вторичном рынке, где все подскочило в цене, или на первичном, где упали купоны. Если на портфельного управляющего наложены жесткие требования по абсолютной доходности, ему приходится понижать качество портфеля. Для этого существуют два пути: (1) покупать транши того же рейтинга, что и раньше, но из менее ликвидных и более сомнительных сделок или (2) покупать транши из таких же сделок, как и раньше, но ниже рейтингом, с меньшей субординацией. Оба варианта опасны не только для данного портфеля, но и для всего рынка — создается пузырь спроса на сомнительные по качеству бумаги. Дилеры начинают секьюритизировать всё, что попадает под руку и что можно классифицировать как портфель займов. Так прошел почти весь 2019 год. В младших траншах новых сделок количество желающих получить бумагу превышало объем выпуска в несколько раз. Спреды во многих сегментах сжались.

2. ABS, ASSET-BACKED SECURITIES

2.1. Потребительские займы

Рынок ABS потребительских займов как раз и представляет собой «короткий» сегмент облигаций с фиксированным купоном, в котором надо постоянно добавлять позиции взамен погашенных траншей. По объему выпуска автомобильных ABS-сделок субстандартных кредитов 2019-й был близок к рекордному 2018-му. По объему автомобильных ABS-сделок стандартных кредитов был установлен новый рекорд. Появились новые эмитенты — некоторые из них скорее являются объектом для инвестиций венчурных капиталистов, нежели инвесторов в ABS, однако на перегретом рынке даже стартапы могут финансировать свои операции за счет ABS. И 2019-й был тому прекрасной иллюстрацией.

Потребительские кредиты провели год стабильно, хотя какая-то доля участников рынка согласилась с тем, что инвестирование в потребительские субстандартные кредиты может привести к потерям. Аргумент инвесторов в этом сегменте остается одним и тем же: облигации короткие, успеют погаситься до того, как потери материализуются. При этом процент по закладным в сделках с субстандартными кредитами стал снижаться. Вспомним, что высокий уровень ежегодных потерь в таких сделках обычно компенсируется высоким купоном; следовательно, качество сделок с падением процента по закладным падает. Опасения могут вызывать

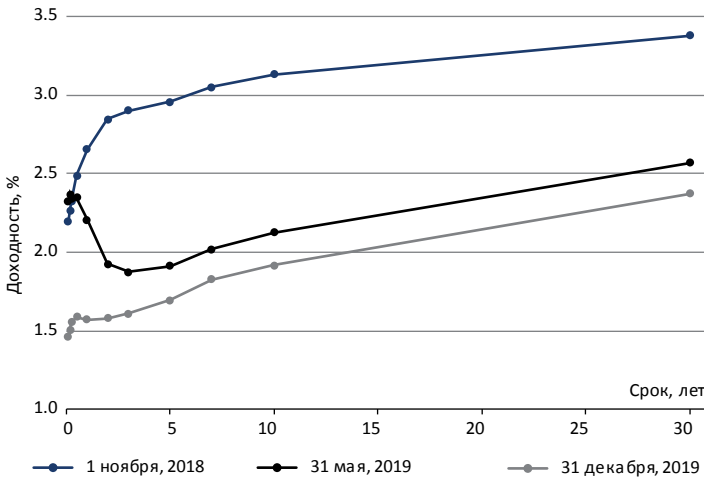


Рисунок 2
Кривые доходности государственных облигаций США

Источник: Bloomberg

и сделки, продаваемые как сделки со стандартными кредитами: хотя средний балл FICO в такой сделке составляет 700, вполне может оказаться, что портфель имеет достаточно займов с FICO ниже 600.

Объемы новых выпусков сделок персональных займов, не подкрепляемых закладными, выросли по сравнению с прошлым годом — с \$12 млрд до более \$16 млрд. Новые сделки вызвали огромный ажиотаж, особенно в младших траншах со сравнительно высокими доходностями.

2.2. Транспортные займы

К данной категории относятся контейнерные, железнодорожные и авиационные ABS.

Контейнеры. В то время как спреды ABS субстандартных уровней с рейтингом А сжались примерно на 20–30 б.п., спреды контейнерных сделок значительно увеличились — на 30–40 б.п. Для этого рынка важны два фактора: активность международной торговли и цены на сталь — они двигали цены на контейнерные ABS вниз. Остается много неопределенностей в вопросе сделки по тарифам между США и Китаем, поэтому к контейнерам следует относиться осторожно (хотя доходности в этом секторе стали привлекательнее). Общеэкономическая активность в США слегка замедлилась, в этих условиях железнодорожные перевозки также могут пострадать, поэтому к сделкам секьюритизации вагонов следует относиться осторожно.

Авиационные сделки. Спреды на транши с рейтингом А здесь выросли примерно на 90 б.п. — с 120–130 до 210–220 б.п. Спреды на транши с рейтингом BBB превысили 300 б.п. Среди основных продуктов на уровне рейтинга А динамику можно сравнить только с CLO, ABS персональных займов и отдельными кондуктными CMBS-сделками.

Проблемы с Boeing 737 Max 8 не объясняют такую динамику цен, поскольку данная модель самолетов обычно не присутствует в списках закладных. Большую часть флота с узким корпусом составляют семейства Boeing 737NG и Airbus 320ceo. К самолетам данных семейств относятся, например, Boeing 737-800 (было выпущено чуть меньше 5000 самолетов этой модели) или Airbus 320-200 (около 4500 самолетов). Спрос на модели 737NG и 320 (как семейства ceo, так и neo) и без того высок, а проблемы Max 8 только поддерживают его. Поэтому непонятно, почему подешевели сделки секьюритизации с закладными на узкокорпусные самолеты сильных компаний и, соответственно, выросли спреды. Количество самолетов «на земле» (которые не летают, так как ищут нового хозяина или уже находятся в переоборудовании под нового владельца) в процентах от общего числа выросло, но незначительно (около 1% на A320, 0.3% на 737NG). Похоже, объяснение увеличения спредов является чисто техническим: аудитория покупателей авиационных сделок невелика, а выпуски продолжают раз-

мещаться, причем, как и в остальных ABS, появляются новые маленькие компании с небольшим парком арендуемых самолетов.

Ограниченность аудитории авиационных сделок объясняется несколькими причинами. Во-первых, продукт существует давно и некоторые сделки до кризиса 2008–2009-х годов имели серьезные проблемы. Однако структуры сделок того периода сильно отличались от современных. Во-вторых, просто выпуск подобных облигаций увеличился слишком резко, люди не успели освоить продукт. В-третьих, моделировать авиационные сделки сложнее, чем сделки в других сегментах. Анализ затрудняется тем, что оценки цен на самолеты порой существенно разнятся между разными оценщиками, самолет нуждается в регулярных техосмотрах и ремонтах, для чего в сделки вводятся специальные счета, передача самолета от одной авиакомпании к другой занимает время и так далее. Авиационные сделки — это сложный продукт, требующий аналитической работы с моделями, в то время как структуры иных ABS зачастую являются более простыми.

В 2019-м слегка изменились и сами сделки. Появилось несколько сделок с equity-траншем, который имеет CUSIP и может продаваться подобно CLO-equity. Чтобы привлечь покупателей старших траншей, сделки начали амортизировать последовательно после определенной даты выплаты.

2.3. Все остальные ABS

Среди других сегментов нужно отметить секьюритизацию франчайз-займов. В 2019 году среди дебютантов на первичном рынке мы видели и оператора спортзала, и даже сеть массажных заведений. Бумаги таких эмитентов часто имеют доходности гораздо ниже, чем старшие корпоративные займы. Это объясняется защищенностью ABS от досрочного погашения.

3. CLO, COLLATERIZED LOAN OBLIGATION

Осенью в американской прессе появилось несколько статей о проблемах в CLO-секторе. Хотя журналистам свойственно раздувать сенсации, некоторые проблемы действительно просматриваются.

Технически рынок кредитов выглядел более привлекательно, чем облигаций того

же качества. В то же время фундаментально рынок корпоративных займов в 2019-м был значительно слабее. Ливеридж на займах рос, рост доходов компаний замедлялся. Продолжала увеличиваться доля рынка кредитов с рейтингами В-/ВЗ. Возросло количество снижений рейтингов. Это все отразилось и на CLO — кредитное качество портфелей ухудшилось.

На фоне происходящего особой опасностью для CLO-портфелей является снижение рейтинга закладных до CCC+ или ниже. Дело в том, что CLO используют CDO-структуру, в которой обычно представлены транши всех рейтингов, от AAA до ВВ (иногда от equity-транша и транш с рейтингом В отрезают сверху). Начиная с рейтинга А, перед тем как платить по траншу купон, проверяется выполнение тестов покрытия по сделке. Если тесты не выполнены, купон по закладным перенаправляется на амортизацию старшего транша, а младшие транши купон не получают. В случае постепенного падения качества первыми, кто пострадает, становятся equity-транш, затем транш ВВ и так далее. Сами тесты покрытия проводятся на основе балансовой стоимости закладных, деленной на номинальную стоимость покрываемых облигаций. Но не всегда — только 7.5% займов с CCC+ рейтингом в портфеле учитываются по номинальной стоимости. А вот если займов с таким низким рейтингом больше 7.5%, то избыток (в него включают займы с самыми низкими ценами) учитывается по рыночной стоимости. Эта особенность CLO-сделок опасна для владельцев нижних частей структуры в случае увеличения доли В-/ВЗ кредитов в портфеле. С точки зрения владельцев AAA и AA траншей, CLO-сделка — это замечательный механизм, который увеличивает шансы возврата капитала инвесторам в верхней части структуры.

Рынок ВВ траншей и equity-траншей CLO осенью особенно болезненно отреагировал на снижение рейтингов, ухудшение качества и, возможно, газетный ажиотаж. Однако в конце 2019-го рынок опять пошел вверх. Изменение спредов по ВВ траншам достигало 100 б.п. за месяц. Особенно интересно было наблюдать, насколько рынок CLO живет своей собственной жизнью, которая слабо коррелирует с остальными сегментами секьюритизированных продуктов.

Вопросом является, насколько точно рынок CLO отражает фундаментальную реальность по сравнению с техническим перегревом остальных сегментов.

Может показаться, что CLO — это какой-то особенный класс секьюритизации, опасный и непредсказуемый. Особенный — да, но в каком смысле? Американские и европейские AAA и AA CLO не потеряли ни доллара за более чем 20-летнюю историю существования продукта. В то же время корпоративные облигации с 1983-го по 2016-й имели средний уровень дефолтов¹ на уровне 0.1% для AAA и 0.3% для AA. Американские CMBS AAA, не включая CRE CLO, с 1993-го по 2016-й имели средний уровень дефолтов на уровне 0.3% в год — и 2.1%, включая CRE CLO, эти же цифры для AA CMBS составляли 3.4% и 7.8% соответственно. Американские ABS в том же промежутке времени имели средний уровень дефолтов на уровне 0.7% по AAA траншам и 3.9% по траншам AA. Для не гарантированных агентствами сделок ипотечной секьюритизации эти цифры составляли 28.4% для AAA Alt-A, 11.3% для AAA субстандартных кредитов и 2.7% для AAA секьюритизаций кредитов, превышающих по размеру установленный максимум стандартного займа (Jumbo Mortgage Loans). Конечно, последние цифры просто говорят о том, что кризис 2008–2009 годов был ипотечным, а не корпоративным.

Есть достаточно оснований полагать, что в 2020 году объемы выпуска CLO будут ниже. Спрос же будет определяться скорее общим состоянием на рынках. Есть вероятность, что, если рынки пойдут вниз, технический механизм будет поддерживать цены старших траншей CLO.

4. CMBS, COMMERCIAL MORTGAGE-BACKED SECURITIES

Рынок CMBS выглядел в 2019-м устойчиво, драматических событий не происходило. Продолжилось ослабление активов, связанных с розничной торговлей, некоторые займы на офисные здания выглядели хуже.

Остыл интерес участников рынка к CRE CLO — продукту, который вызывал много

ажиотажа в 2018-м. Причина очевидна: вместо ожидаемого повышения процентных ставок мы получили понижение, и продукты с плавающим купоном стали менее интересны еще в начале года, когда этим понижением «только запахло». Даже если портфелю не помешал бы флоатер, сделок с плавающим купоном достаточно в SASB пространстве. Спреды CRE CLO оставались близкими к обычным корпоративным CLO и перестали быть интересными — сделки имеют гораздо более низкую диверсификацию и переходные, нестабильные активы. CRE CLO не так интересны для портфелей, которые могут принимать обычные CLO.

Кондуитные сделки CMBS издавались приблизительно в тех же объемах, что и в 2018-м, но стало заметно труднее встретить новую «чистую» сделку, где среди хотя бы самых крупных займов в портфеле нет откровенно сомнительных кредитов.

В 2018 году заем на некий торговый центр недалеко от Майами был разбит на части, одна из которых вышла отдельной SASB-сделкой, а несколько других последовательно включались в список самых значительных по размеру кредитов кондуитных сделок. Подобное наблюдалось и в 2019 году. Для инвесторов в нижние транши кондуитных сделок важно обращать внимание на такие перекрестные кредиты.

Как и все облигации с фиксированным купоном, Agency CMBS выпуска 2018 года значительно выросли в цене в 2019-м, когда кривые доходности гособлигаций упали. Какое-то время рынок продолжал игнорировать это обстоятельство, сделки нового выпуска Freddie K и сделки на вторичном рынке были близки к спреде. Затем ситуация изменилась — в конце года облигации с высокими ценами торговались значительно шире, чем новые, выпущенные ближе к цене в 100%.

На фундаментальном уровне займы на коммерческую недвижимость имели купоны ниже, и при этом показатель DSCR (отношение дохода от здания к сумме выплаты по займу за тот же период) тоже снизился. Леверидж вырос.

Одна из интерпретаций происходящего заключается в том, что рынки закладных CMBS и CLO указывают на поздние стадии экономического цикла. Потребитель же еще не успел почувствовать охлаждение экономики, кре-

¹ Цифры в этом параграфе относятся к пятилетним облигациям и цитируются из исследований Wells Fargo Securities.



Рисунок 3
Доходность 10-летних
гособлигаций США

Источник: Bloomberg

днты легкодоступны, безработица в стране на рекордно низких уровнях — и потому потребительские ABS пока выглядят устойчиво. И «пока» здесь следует подчеркнуть...

5. ИПОТЕЧНЫЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Ипотечные секьюритизации выглядели привлекательно, динамика в этом сегменте была технической. Рынок жилья в США продолжает оставаться стабильным, наблюдается умеренный рост. Важно заметить, что все больший процент жилья приходится на молодых собственников.

Снижение процентных ставок по ипотеке стимулирует рефинансирование. Скорость предоплат на сделках значительно выросла. Реформа ипотечных агентств остается неизвестной переменной, которая может изменить сегмент изнутри.

Продолжал развиваться и рынок частных сделок, к которым относятся сделки с займами высокого качества, сделки с переносом риска рейтинговых агентств, секьюритизации займов с плохой историей, ипотека на частные дома, сдаваемые в аренду.

Наиболее быстро растет так называемый Non-QM сектор. В 2014 году в США было принято правило, определяющее QM — Qualified Mortgage. Займы с такой аббревиатурой могут перепродаваться агентствам. Компании, выдающие займы QM, защищены от того, чтобы быть судимыми своими же клиентами. Ипотечная индустрия в целом стала более

надежной благодаря этим стандартам, но в то же время не всякий заемщик может легко удовлетворить QM требованиям. Например, люди с доходом от частной деятельности или люди с проблемами в кредитной истории. В качестве Non-QM классифицируются и IO (Interest Only) займы, выплачивающие только купон на протяжении всего займа, без частичного погашения. Не совсем очевидно, как анализировать секьюритизации таких займов. Исторической информации нет, некоторые участники рынка применяют для анализа кредита данные по Alt-A сектору десятилетней давности, но многое изменилось с тех пор. Скорости предоплат на таких займах значительно варьируются, например заемщики с полностью подтвержденным доходом статистически выплачивают кредит гораздо быстрее остальных.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Вопреки многим ожиданиям американские рынки секьюритизированных продуктов в 2019 году вели себя довольно стабильно и характеризовались высоким уровнем спроса на первичном и вторичном рынках, ставшим причиной технического сжатия кредитных спредов во многих сегментах. Одновременно некоторые сегменты продолжают оставаться более привлекательными по сравнению с корпоративными облигациями, среди них — авиационные ABS, CLO и некоторые типы CMBS.



Виктория БАКЛАНОВА,
специалист по управлению
кредитными рисками,
Федеральный резервный
банк Нью-Йорка

Реформирование жилищного рынка США

После финансового кризиса 2008–2009 годов стало очевидным, что система финансирования жилищного рынка США нуждается в серьезной реформе. Однако за прошедшее десятилетие серьезных шагов в этом направлении не было предпринято, несмотря на большое количество предложений и потенциальных проектов. Два основных ипотечных агентства США, Fannie Mae и Freddie Mac, которые до кризиса были акционерными обществами, все еще находятся в собственности государства. Уместно напомнить, что летом 2008 года аналитики начали подозревать, что в результате кризиса на жилищном рынке, агентства Fannie Mae и Freddie Mac понесли значительные убытки, несмотря на положительную финансовую отчетность. Стоимость акций агентств снизилась до уровня, предполагающего их банкротство. В этот момент Казначейство США поддержало агентства, предоставив необходимый капитал в обмен на почти 80% акций. Таким образом, государство стало основным акционером, сведя к минимуму участие остальных акционеров.

Реформирование агентств Fannie Mae и Freddie Mac и ограничение участия государства в их акционерном капитале считаются одними из последних нерешенных задач по укреплению финансовой системы США после кризиса.

Надо заметить, что позиция законодательных органов по отношению к структуре финансирования жилищного рынка США зависит от доминирующей политической партии, республиканской или демократической. Обычно доминирование республиканской партии, как в настоящей ситуации, выражается в принятии законов, которые минимизируют участие государства в экономике и финансовых сферах. Примером такого подхода и является «План жилищной реформы»¹, который был опубликован в сентябре 2019 года Государственным казначейством США. Этот документ поставил следующие зада-

¹ U.S. Department of the Treasury Housing Reform Plan, <https://home.treasury.gov/system/files/136/Treasury-Housing-Finance-Reform-Plan.pdf>.

чи: (i) завершить участие государства в акционерном капитале агентств Fannie Mae и Freddie Mac; (ii) содействовать конкуренции частного капитала на рынке жилищного финансирования; (iii) принять закон о государственных ипотечных агентствах, который гарантирует безопасность и надежность этих агентств, а также сводит к минимуму риски для финансовой стабильности США; (iv) принять закон, который гарантирует надлежащую компенсацию федерального правительства за любую явную или неявную поддержку первичного и вторичного рынков финансирования жилья. «План жилищной реформы» сам по себе не является законодательным актом, но отражает позицию администрации президента и доминирующей партии, а значит, и наиболее вероятное направление законодательной деятельности Конгресса.

«План жилищной реформы» подразумевает, что государственные ипотечные агентства будут продолжать оказывать значительную поддержку финансирования жилищного рынка, особенно в сегменте поддержки малоимущих и семей с доходом ниже среднего. Кроме того, должна быть определена стоимость государственных гарантий ипотечных кредитов, которая бы адекватно компенсировала налогоплательщикам понесенные риски.

ВЛИЯНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ИПОТЕЧНЫХ АГЕНТСТВ НА РЫНОК ЖИЛЬЯ

Программа государственной поддержки финансирования жилищного рынка в США зародилась в годы Великой депрессии как один из элементов обширного комплекса программ по стимулированию экономики. До этого ипотечное финансирование в США в основном обеспечивалось страховыми компаниями, коммерческими банками и благотворительными организациями без участия федерального правительства. В 1934 году была создана Федеральная жилищная администрация, которая осуществляла федеральное страхование долгосрочных ипотечных кредитов. Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Fannie Mae) была создана в 1938 году как организация для поддержания вторичного рынка через покупку кредитов, гарантированных Федеральной

жилищной администрацией. Впоследствии задачи Fannie Mae несколько расширились. Например, в 1948 году Fannie Mae начала покупать ипотечные кредиты, гарантированные Департаментом по делам ветеранов, с целью поддержания сегмента жилищного рынка, нацеленного на обслуживание семей ветеранов.

Приватизация Fannie Mae в 1968 году явилась серьезным шагом по ограничению присутствия государства на рынке жилья. Fannie Mae была преобразована в акционерную компанию и начала приобретать ипотечные кредиты, не застрахованные федеральным правительством. Тогда же Конгресс учредил Федеральную корпорацию ипотечного жилищного кредитования (Freddie Mac), чтобы обеспечить некоторую конкуренцию. Изначально операции Fannie Mae и Freddie Mac несколько различались. Обе организации покупали ипотечные кредиты, однако Fannie Mae оставляла эти кредиты в собственном портфеле, тогда как Freddie Mac секьюритизировала свои покупки и выпускала однотраншевые сертификаты.

В течение 1970-х годов присутствие Fannie Mae и Freddie Mac на рынке жилищного финансирования не превышало 10% непогашенной задолженности по ипотечным кредитам для одной семьи (см. Рисунок 1). Эти организации начали быстро расти в 1980-е годы, когда нормативные требования к капиталу коммерческих банков были повышены после волны банкротств в результате кризиса в Латинской Америке.

Требования к нормативному капиталу Fannie Mae и Freddie Mac, несмотря на их приватизацию и статус акционерных компаний, оставались намного ниже, чем у коммерческих банков, что давало агентствам конкурентное преимущество. Кроме того, инвесторы продолжали воспринимать ценные бумаги, выпущенные этими организациями, как гарантированные государством. Действительно, статус Fannie Mae и Freddie Mac тогда являлся и сейчас остается уникальным по следующим причинам:

- социально значимая миссия финансирования жилищного рынка;
- освобождение от федерального и местных налогов на прибыль;

- участие ценных бумаг Fannie Mae и Freddie Mac и выпущенных ими сделок секьюритизации в процессе управления монетарной политикой через решения Федерального комитета по операциям на открытом рынке по покупке или продаже этих бумаг.

В результате инвесторы были готовы инвестировать в долговые обязательства Fannie Mae и Freddie Mac и выпущенные ими сделки секьюритизации по стоимости заимствований, близкой к стоимости долга федерального правительства. В результате этого конкурентного преимущества к концу 1980-х годов доля владения Fannie Mae и Freddie Mac непогашенной задолженностью по ипотечным кредитам в США выросла до 25%, а к концу 2003 года эта доля увеличилась до 44%, где она находится и сегодня (см. Рисунок 2).

Однако, несмотря на быстрое увеличение доли присутствия Fannie Mae и Freddie Mac в финансировании жилищного рынка в период с 1980-х до 2000-х годов, роста доли домовладения не прослеживалось (см. Рисунок 2). Доля домовладения в США вот уже полвека, с начала 1970-х годов, находится на уровне около 64–65% и повышалась до 69% только перед началом финансового кризиса. Эта статистика показывает, что увеличение доли ипотечных агентств в финансировании жилищного рынка не привело к значительному увеличению домовладения. Вместо роста

домовладения произошло вытеснение частного капитала из сегмента финансирования долгосрочных ипотечных кредитов.

Как было отмечено ранее, в 2008 году, на пике финансового кризиса, государство предоставило агентствам Fannie Mae и Freddie Mac необходимый капитал. Размер государственных вливаний составил около \$200 млрд. Тогда предполагалось, что эти агентства постепенно избавятся от своих долговых портфелей и будут расформированы. Однако к 2012 году Fannie Mae и Freddie Mac стали прибыльными и вернули налогоплательщикам всю сумму, затраченную на их поддержку. Эти агентства продолжают платить Казначейству значительные дивиденды по привилегированным акциям, которыми владеет государство. Кроме того, стало очевидным, что частный капитал не торопится вернуться на жилищный рынок. Таким образом, вопрос расформирования Fannie Mae и Freddie Mac был заменен вопросом вывода их из государственного владения и изменения структуры финансирования жилищного рынка.

ОГРАНИЧЕНИЕ РОЛИ ГОСУДАРСТВА В ФИНАНСИРОВАНИИ ЖИЛИЩНОГО РЫНКА

В течение почти 50 лет Fannie Mae и Freddie Mac способствовали широкому распространению долгосрочного ипотечного кредитования, и особенно 30-летних

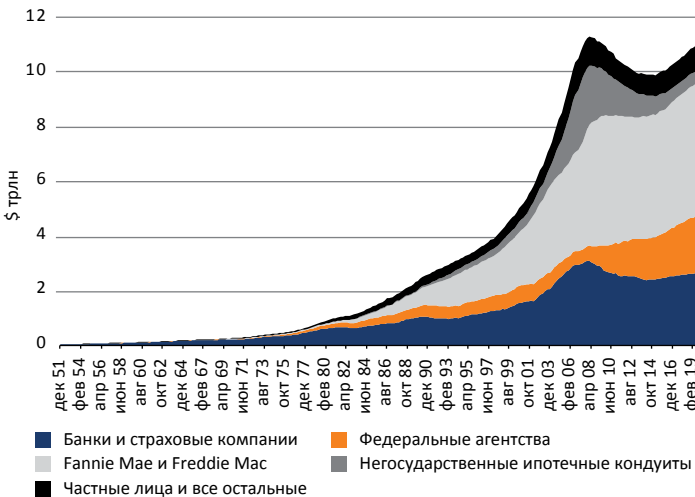
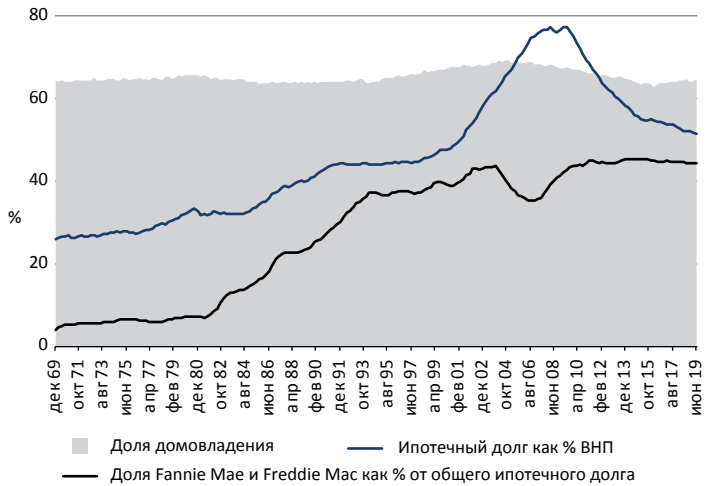


Рисунок 1
Динамика роста ипотечного жилищного рынка США по типам держателей кредитов

Источник: Статистическая отчетность Федеральной резервной системы

Рисунок 2
Динамика роста
ипотечного долга США
и доля домовладения

Источник: Статистическая отчетность Федеральной резервной системы, Бюро экономического анализа, данные переписи населения



ипотечных кредитов с фиксированной ставкой. Ипотечные агентства перераспределяют кредитный риск и риск изменения процентной ставки таким образом, что инвесторы могут подобрать себе такую структуру портфеля, которая отвечает их уровню толерантности к риску. Таким образом, ипотечные агентства расширяют базу инвестиционного спроса, что, в свою очередь, снижает стоимость долгосрочных ипотечных кредитов. Например, некоторые инвесторы в секьюритизацию, гарантированную Fannie Mae и Freddie Mac, являются официальными правительственными организациями других стран, которые не могут принимать кредитные риски, но заинтересованы в риске изменения процентной ставки.

Действительно, управление кредитным риском с 30-летним горизонтом инвестирования — задача сложная. Существует мнение, что без поддержки государственных ипотечных агентств популярный в США 30-летний ипотечный кредит с фиксированной ставкой не будет жизнеспособен, однако определенного ответа на этот вопрос нет. Финансирование жилищного рынка представляет собой значительную долю экономической активности США и ВВП страны. Поэтому и любое предложение о кардинальном изменении системы финансирования жилья в США воспринимается с большой долей скептицизма.

Государственное казначейство США, которое является автором «Плана жилищной реформы», предполагает, что конкурентное преимущество ипотечных агентств, которые на сегодня являются государственными, может быть снижено за счет ослабления требований к капиталу коммерческих банков, упрощения регулирования негосударственной секьюритизации, а также пересмотра требований к ипотечным кредитам. Однако остается неясным, насколько такие предположения реалистичны. Предлагаемые изменения находятся в законодательных сферах разных регулирующих агентств: требования к капиталу банков устанавливаются банковскими агентствами, включая Федеральную корпорацию по страхованию вкладов (FDIC) и Федеральный резерв, требования к секьюритизации устанавливаются Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC), тогда как требования к ипотечному кредитованию устанавливаются Бюро финансовой защиты потребителей (CFPB). Эти регулирующие агентства независимы и отчитываются Конгрессу, но не администрации президента или Казначейству. По этой причине рыночные комментаторы скептически относятся к предположению, что названные агентства серьезно воспримут рекомендации «Плана жилищной реформы», если эти рекомендации не поддержаны законодательными актами Конгресса.

ФИНАНСИРОВАНИЕ СТРОИТЕЛЬСТВА МНОГОКВАРТИРНЫХ ДОМОВ ДЛЯ МАЛООБЕСПЕЧЕННЫХ

Финансирование строительства многоквартирных домов в США также осуществляется за счет ипотечного кредитования, однако такие кредиты в основном направлены на юридических лиц, которые непосредственно финансируют строительство. Физические лица не принимают участия в финансировании строительства, как это часто делается в России. В настоящее время государственные ипотечные агентства владеют примерно 40% невыплаченной ипотечной задолженности за многоквартирные дома. «План жилищной реформы» предусматривает снижение этой доли до 10% за счет расширения доли частного капитала в этом сегменте. Основным аргументом такой позиции является то, что ипотечные кредиты на строительство многоквартирных домов являются относительно короткими — 5, 7 или 10 лет — и не несут риска предоплаты. Таким образом, многоквартирная ипотека не подвергает кредиторов тем же рискам, которые типичны для 30-летних ипотечных кредитов. А значит, частные кредиторы, такие как банки и страховые компании, находятся в лучшей позиции по управлению этими рисками и не должны рассчитывать на гарантии со стороны государства.

«План жилищной реформы» рекомендует Конгрессу установить ограничения на государственные гарантии для ипотечных кредитов на финансирование строительства многоквартирных домов. Единственное направление, где такие гарантии могут остаться, — это финансирование строительства многоквартирных домов для малоимущих и семей с доходом ниже среднего.

Хочется еще раз подчеркнуть, что обсуждаемый «План жилищной реформы» — документ, подготовленный представителями доминирующей республиканской партии. Республиканская партия традиционно относится к программам по поддержке малоимущих с большим подозрением, оправдывая свою политическую позицию отсутствием прозрачности

и малой эффективностью расходов. Представители же демократической партии традиционно поддерживают такие программы. Это фундаментальное несогласие и является камнем преткновения в попытках Конгресса прийти к какому-либо заключению по законодательству о реформе жилищного финансирования.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Несмотря на неразрешимые задачи в области законодательного реформирования системы финансирования, рынок жилья в США уже многие годы находится на подъеме. Этому способствуют рекордно низкий уровень безработицы и низкие ставки по ипотечным кредитам. Средняя ставка по самому популярному 30-летнему ипотечному кредиту находится на уровне около 4% годовых. Для сравнения: в начале 2000 года эта ставка была 8.5%.

«В ближайшее время жилищное строительство впервые в течение многих лет будет играть ведущую роль в росте реального ВВП, что подтверждает наши прогнозы роста до 2021 года», — полагает Даг Дункан, главный экономист Fannie Mae. Многие аналитики согласны, что жилищный рынок США будет поддержан благополучной ситуацией на рынке труда и высоким уровнем доходов населения в дополнение к низким процентным ставкам. Принимая во внимание эти оптимистические прогнозы, законодатели не видят особой необходимости в немедленных действиях по реформированию жилищного финансирования.

Однако не все считают ситуацию на жилищном рынке совершенно безоблачной. Серьезной проблемой является недостаточное количество жилья для покупателей с семейным доходом ниже среднего. Недостаточно строится многоквартирных зданий, предназначенных для сдачи квартир малоимущим. Неумолимо растет количество бездомных, преимущественно в мегаполисах с высоким уровнем жизни на западном побережье страны. Однако решение социальных задач, как было отмечено ранее, на сегодняшний день не является правительственным приоритетом.

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2020

Секьюритизация
ипотеки и оценка
ипотечных ценных
бумаг



Андрей СУЧКОВ,
начальник управления
секьюритизации,
АО ВТБ Капитал

Российский рынок ипотечных ценных бумаг: рост продолжается

Основным инструментом решения задачи по улучшению жилищных условий граждан России, поставленной в Национальном проекте «Жилье и городская среда», является развитие ипотечного кредитования. В соответствии с целевыми ориентирами Проекта выдача ипотечных кредитов должна увеличиться в 2024 году до 6.2 трлн руб., а 2/3 объема строительства многоквартирных домов должно быть профинансировано за счет ипотеки. При этом в 2019–2024 годах развитие рынка ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) должно обеспечить привлечение дополнительно до 7 трлн. руб. финансовых ресурсов в сферу жилищного кредитования, способствовать росту конкуренции и снижению ставок на 1–1.5 %.

ФАКТОРЫ СПРОСА НА ИПОТЕКУ

Если исходить из роста выпуска ИЦБ прошлого года, то задача в принципе представляется выполнимой, хотя специфика развития рынка оставляет многие вопросы открытыми.

Вторичный ипотечный рынок развивается вслед за первичным, отражая его тенденции и потребности, а первичный рынок в течение года развивался неравномерно, со сменой трендов, что заставляло его участников порой нервничать.

Вслед за увеличением ключевой ставки ЦБ и ростом инфляции в начале прошлого года все банки стали повышать ставки по кредитам, что стало одним из главных факторов падения новой выдачи. Пессимисты говорили о возможном падении до 30%. И действительно, начало года оптимизма не внушало. Ставки по кредитам выросли в апреле до 10.56%, а выдача в мае упала (год к году) на 19.25%.

Однако к лету тренд стал разворачиваться. Инфляция продолжала замедляться всю вторую половину года, выйдя на рекордно низкое значение 3% в декабре. Это позволило ЦБ провести цикл из пяти последовательных снижений ключевой ставки — с 7.75% до 6.25%.

В результате смены тренда кредитные ставки стали снижаться, достигнув в декабре рекордно низкого уровня 9%. Это привело к замедлению падения выдачи, однако полного восстановления объемов предыдущего года не произошло. Общая сумма выданных за год ипотечных кредитов составила 2.848 трлн руб., что на 5.47% меньше, чем годом ранее.

С начала 2020 года мы наблюдали продолжение замедления инфляции, которая снизилась до 2.4% в январе, что было ниже прогнозного уровня. Это позволило ЦБ России не только уменьшить в феврале ключевую ставку до 6%, но и заявить о возможности — в зависимости от инфляции и экономической ситуации — ее дальнейшего снижения вплоть до уровня ниже нейтрального диапазона и перехода, таким образом, к мягкой денежно-кредитной политике.

Ожидание дальнейшего торможения инфляции и снижения ключевой ставки дает основания рассчитывать, что уже в первом квартале средняя ставка кредитования упадет ниже 9%, а целевое значение 8% может быть достигнуто до конца года.

Это должно содействовать росту спроса на ипотеку. Клиенты чувствительны к ставке, но это не единственный фактор. По мнению экспертов, основным фактором доступности жилья являются доходы населения, точнее, соотношение доходов и цен на жилье, а ставка — второй по значимости стимул¹.

По итогам прошлого года, реальные доходы населения выросли на 0.8%. При этом цены на жилье в связи с введением нового порядка финансирования стройки увеличились более значительно. По данным Росстата, рост цен на первичном рынке составил за год 3.60%, а на вторичном — 6.56%.

Сегодня у нас есть все основания рассчитывать на позитивное изменение динамики реальных доходов населения, что связано прежде всего с реализацией инициатив Президента России, изложенных в послании Федеральному собранию. Помощь по программам социальной поддержки — а она только в текущем году может составить до 400 млрд руб. — позволит обе-

спечить дополнительный рост реальных доходов на 1% во втором полугодии и 0.5% за год, а по прогнозу Минэкономразвития общий рост за год должен составить 1.9%.

Насколько ощутимо это увеличит спрос на ипотеку — вопрос. Нужно учитывать, что закачивание денег в экономику через программы помощи, как и в связи с активной реализацией национальных проектов — это проинфляционный фактор.

По нашему мнению, для роста ипотечного кредитования потребуются дополнительные стимулы, и заметную роль здесь сможет сыграть секьюритизация.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ДОЛЖНА БЫТЬ ДОСТУПНА ШИРОКОМУ КРУГУ БАНКОВ

Секьюритизация — это прежде всего инструмент привлечения долгосрочного фондирования от инвесторов.

Сегодня банковская система в целом не испытывает проблем с ликвидностью. Однако доступ к фондированию у разных банков крайне неравномерен. По результатам прошлогоднего исследования Эксперт РА, за год начиная с 1 июля 2018 года половина банков продемонстрировала признаки дефицита фондирования, 53% испытали чистый отток средств населения. При этом концентрация средств на счетах топ-10 банков увеличилась.

Фондируя свою ипотеку в значительной степени за счет депозитов населения, банки-кредиторы сталкиваются с серьезным процентным риском.

В недавно опубликованном докладе ЦБ «О лучших практиках управления процентным риском...» отмечается, что факторами, повышающими уязвимость российской банковской системы, являются «высокая доля краткосрочного фондирования банков на фоне преимущественно более долгосрочных активов и недостаточная развитость рыночных инструментов хеджирования процентного риска»².

При этом указывается, что снижение риска возможно за счет повышения сроч-

¹ Косарева Н. Б., Полиди Т. Д. Доступность жилья в России и за рубежом // Вопросы экономики. 2019. № 7. С. 29–51.

² О лучших практиках управления процентным риском по банковскому портфелю в кредитных организациях. Доклад для общественных консультаций. Банк России. Январь 2020 года.

ности пассивов через выпуск долгосрочных облигаций, в том числе секьюритизации.

Сегодня ставки снижаются, поэтому в докладе рассматривается риск сокращения процентной маржи в результате рефинансирования ипотечных кредитов и даются соответствующие рекомендации. Однако мы неоднократно наблюдали, как резко может развернуться ситуация, и рано или поздно это неизбежно случится. Когда — предсказать трудно, так как причины могут быть самыми разными, как финансово-экономическими, так и политическими. Это остается главным риском долгосрочной ипотеки с фиксированной ставкой, и его надо хеджировать через выпуск и продажу ИЦБ.

Для банков, специализирующихся на кредитовании физических лиц, особенно остро стоит вопрос достаточности капитала. Регулятором уже введен ряд мер по ограничению рисков потребительского кредитования. С 1 октября прошлого года действуют ограничительные надбавки к коэффициентам риска в зависимости от показателя долговой нагрузки (ПДН). В ипотечном кредитовании надбавки по риску сегодня привязаны к LTV, однако с 1 июля Банк России рассматривает возможность введения повышающих риск-коэффициентов и в зависимости от ПДН. В опубликованном в прошлом году докладе приводится шкала, которая дает калибровку надбавок в зависимости от LTV и ПДН. По расчетам ЦБ, при неизменной структуре портфеля нагрузка на капитал может вырасти в 1.4 раза¹. А с учетом тенденции к росту долговой нагрузки у новых ипотечных заемщиков, эта величина может быть существенно больше.

Секьюритизация дает возможность разгрузки капитала, при этом такая возможность есть для разных инструментов — как для бумаг с поручительством ДОМ.РФ, так и для «классических» ИЦБ, выпускаемых в соответствии с Положением ЦБ № 647-П.

И наконец, секьюритизация за счет относительного выравнивания условий фондирования для разных категорий кредитных организаций и перераспределения рисков

должна содействовать росту конкуренции на первичном рынке, что является ключевым условием его поступательного развития, и напрямую влиять на доступность ипотечных кредитов для населения. Но для этого секьюритизация должна быть доступной для широкого круга банков.

Анализ ситуации на рынке ипотечных ценных бумаг дает основания утверждать, что в прошлом году на нем наметился определенный качественный перелом.

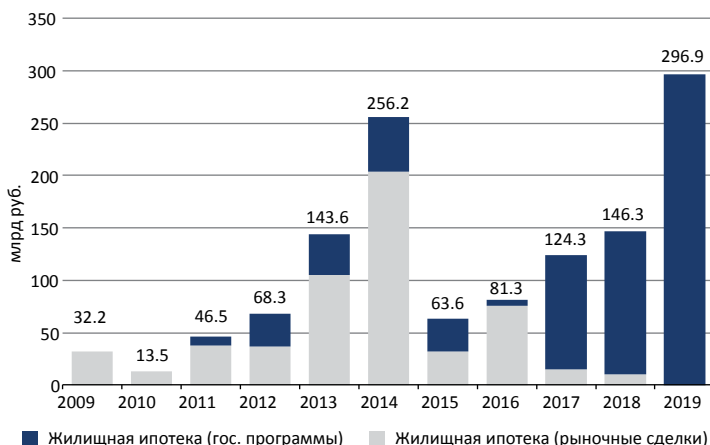
Общий объем сделок ипотечной секьюритизации, закрытых в прошлом году, достиг 296.9 млрд руб., что составило 11% от общего рекордного объема размещенных корпоративных облигаций, составляющего 2.6 трлн руб. (см. Рисунок 1). Понадобилось 5 лет, чтобы побить рекорд 2014 года, когда были реализованы сделки на сумму 256.19 млрд руб. При этом структура рынка тогда и теперь существенно различается. В 2014 году было осуществлено 28 выпусков ипотечных бумаг, включая балансовые, в которых участвовало 20 банков-оригинаторов. Выпускались бумаги как с гарантией АИЖК, так и с международным рейтингом. В 2019 году было закрыто всего 6 сделок, а оригинаторов было четыре. Все бумаги имели поручительство ДОМ.РФ, при этом 89.3% всего объема пришлось на Банк ВТБ (см. Таблицу 1). Конечно, отчасти такая ситуация связана с консолидацией банковского сектора, многих активных участников рынка 2014 года уже нет. Однако во многом высокая концентрация прошлого года объясняется особенностями реализации программ государственной поддержки рынка ипотечных бумаг тогда и сегодня. Характер прошлых программ предполагал большую конкурентность, а конкуренция — это двигатель рынка и источник увеличения доступности кредитов в результате ценовой конкурентной борьбы. Говорить о том, что Программа ДОМ.РФ стимулирует конкуренцию на рынке, расширяя круг участников за счет обеспечения относительно равных условий доступа к долгосрочному фондированию, все еще нельзя.

Мне уже приходилось говорить и писать, что одним из путей активизации участия средних банков в программе могло бы быть создание системы текущего фондирования выдачи через открытые кредитной линии на ипотечного агента, который бы выкупал у банков кредиты по установ-

¹ Меры Банка России по обеспечению сбалансированного развития ипотечного кредитования. Доклад для общественных консультаций. Банк России. Декабрь 2019 года.

Рисунок 1
Динамика объемов сделок по секьюритизации жилищной ипотеки

Источники:
Cbonds, Интерфакс-ЦРКИ



ленной цене с целью последующей секьюритизации, то есть механизм warehouse. Насколько мне известно, разработка подобной программы в ДОМ.РФ ведется. Очень надеюсь, что ее реализация позволит расширить рынок за счет привлечения новых участников, что создаст потенциал для дальнейшего наращивания объемов выпуска ипотечных облигаций.

«АГЕНТСКАЯ МОДЕЛЬ» ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ: РИСКИ И УРОКИ ДРУГИХ СТРАН

Растущее преобладание на рынке сделок по программе ДОМ.РФ вызвало дискуссию в профессиональном сообществе относительно перспектив «агентской модели» ипотечной секьюритизации в России. В этой связи хочу упомянуть прошлогоднее исследование АКРА, посвященное развитию российского рынка ипотечных ценных бумаг в России. В исследовании содержится немало интересных соображений, при этом выражается мнение, что система вторичного рынка, построенная на базе государственного ипотечного агентства, каким у нас является ДОМ.РФ, связана со значительными ограничениями, в том числе бюджетными, и несет серьезные риски. При этом авторы отсылают нас к опыту США и кризису 2008 года¹.

В этой связи позволю себе краткое и весьма схематичное отступление, обратившись к истории американской ипотечной секьюритизации.

Основы действующей и сегодня системы жилищного финансирования США были заложены во времена «Нового курса» Ф. Д. Рузвельта. С целью снижения рисков была создана система государственного страхования ипотечных кредитов. Для повышения доступности кредитов был внедрен новый инструмент — кредит на 30 лет с фиксированной ставкой, низким первоначальным взносом и амортизацией основного долга. Наконец, для финансирования системы было создано государственное агентство Fannie Mae, которое должно было покупать выданные по стандарту кредиты. Система развернулась уже после Второй мировой войны с началом строительного бума и стала основой массовой доступной ипотеки в США. Для широты охвата были созданы дополнительные агентства, однако не все шло гладко. Высокий процентный риск, который присущ долгосрочным кредитам с фиксированной ставкой, привел в 80-х к краху целую индустрию — систему ссудо-сберегательных ассоциаций. Был сделан вывод, что подобные долгосрочные кредиты нужно максимально секьюритизировать, а не держать на балансе, начался рост рыночной частной секьюритизации вне рамок агентств. Переход к модели originate to distribute сопровождался расширением охвата кредитованием семей со средним и низким доходом.

¹ Оптимизированная многотраншевая секьюритизация. Исследование. АКРА. 2 августа 2019 года.

Таблица 1. Выпуск ипотечных ценных бумаг в России в 2019 году

#	Банк-оригинатор	Эмитент	Организаторы выпуска*	Дата размещения	Срок обращения, дата погашения	Объем, всего, тыс. руб.	Рейтинг старшего транша / Поручительство
2019							
1	Банк ВТБ	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 009Р	АО ВТБ Капитал, ДОМ.РФ	29.05.2019	05.04.2029	72 973 525	Поручительство ДОМ.РФ
2	Банк ВТБ	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 010Р	АО ВТБ Капитал	30.10.2019	28.09.2049	95 652 798	Поручительство ДОМ.РФ
3	Металлинвестбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 011Р	Металлинвест-банк	25.10.2019	28.01.2050	4 923 727	Поручительство ДОМ.РФ
4	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 012Р	Сбербанк КИБ	13.12.2019	28.07.2049	24 085 632	Поручительство ДОМ.РФ
5	Банк ВТБ	ДОМ.РФ Ипотечный агент, 013Р	АО ВТБ Капитал, Совкомбанк	25.12.2019	07.05.2050	96 608 082	Поручительство ДОМ.РФ
6	Национальная Фабрика Ипотеки	ДОМ.РФ Ипотечный агент	ДОМ.РФ	27.12.2019	28.05.2040	2 663 462	Поручительство ДОМ.РФ

* По информации Cbonds
 Источник: Cbonds, Интерфакс-ЦРКИ

Сама модель originate to distribute несла в себе серьезный риск moral hazard, и когда кредиты выдали уже всем мало-мальски платежеспособным американцам и стали выдавать неплатежеспособным, так называемым subprime, «упаковывать» эти кредиты в MBS (mortgage-backed securities, ИЦБ) и переупаковывать в CDO (collateral debt obligation, облигации, обеспеченные долговыми обязательствами), этот риск реализовался в кризисе 2008 года.

Встал вопрос о пересмотре модели жилищного финансирования, построенной вокруг агентств. Соответствующий доклад был подготовлен Конгрессу США в 2011 году, но до сих пор серьезной реформы провести не удалось. Агентства не просто продолжают работать, но их рыночная доля увеличивается.

Так каков результат работы агентств за 60 лет (с конца 1940-х до 2008 года)? На мой взгляд, он очевиден. Ипотечные кредиты стали доступны для большинства американских семей, в том числе со скромным доходом, большинство работающих американцев получило возможность купить собственный дом, и таким образом была воплощена в жизнь «американская мечта». Цель была достигнута, модель выполнила свою роль, исчерпав себя. Несла ли в себе модель изначально возможность кризиса? Конечно, как и любая модель, но этот кризис реализовался, когда проникновение жилищной ипотеки в США составило 80% от ВВП (в России — 7.3% в 2019 году), отношение общего объема ипотечных бумаг к

ВВП — 63%, а только агентских — 42%. Сегодняшний объем российских ИЦБ ДОМ.РФ составляет по отношению к ВВП менее 0.5%.

Поэтому я считаю, что потенциал ДОМ.РФ не просто далеко не раскрыт, но есть возможность и необходимость кратного увеличения выпуска ИЦБ, привлечения в программу новых банков, расширения инвесторской базы. Нарастивание активности ДОМ.РФ по выпуску ИЦБ важно для решения общественно значимой задачи повышения доступности кредита и, таким образом, роста доступности жилья для граждан России применительно к сегодняшней специфике ее социально-экономического развития.

Это не значит, что мы не должны тщательно и всесторонне учитывать возможные риски и уроки стран, опыт которых мы во многом взяли за основу собственной модели ипотечного рынка. Прежде всего речь идет о контроле качества первичных кредитов. Критерии включения закладных в состав ипотечного покрытия ценных бумаг сегодня весьма консервативны, следование им является одним из условий надежности механизма ипотечной секьюритизации.

При этом я считаю, что конкурентное развитие рынка требует поддержки и других инструментов рефинансирования, каким является многотраншевая «классическая» секьюритизация. Она доказала свою надежность и востребованность у российских банков и инвесторов. Важно, чтобы относительно дешевое фондирование через механизм ИЦБ было доступно широкому кругу кредитных организаций. А для этого нужен доста-

точно емкий и ликвидный рынок. И сегодня именно бумаги с поручительством ДОМ.РФ являются локомотивом развития российского рынка секьюритизации, формируя инвесторский спрос и создавая условия для выхода на рынок альтернативных продуктов.

ВАЖНОСТЬ РАЗВИТИЯ ИНВЕТОРСКОЙ БАЗЫ

В прошлом году мы наблюдали значимые качественные изменения на рынке. Опыт нашей работы показал, что отношение инвесторов к ИЦБ, о которых мы всё еще говорим, как о «новом инструменте», начало меняться. Мы ясно почувствовали рост аппетита инвесторов. В прошлом году нам удалось продать рыночным инвесторам на 259.9 млрд рублей ипотечных бумаг, обеспеченных кредитами ВТБ и поручительством ДОМ.РФ. Это сделки, закрытые не только в 2019 году, но и ранее. При этом они отличались по структуре. Например, с целью привлечения новых инвесторов, которые не имеют опыта оценки риска досрочного погашения, мы закрыли в июне сделку на 73 млрд руб. с фиксированным графиком амортизации. Бумага имела хороший спрос, при этом спред по ней был заметен уже, чем по ипотечной облигации с традиционной структурой, то есть с риском досрочного погашения. Одновременно мы обнаружили, что некоторые инвесторы, напротив, предпочитают бумагу с досрочным погашением, поскольку она более доходна. И эта группа квалифицированных инвесторов, способных оценить профиль погашения ИЦБ, растет.

Более того, в конце года мы продали рыночным инвесторам более чем на 100 млрд руб. ипотечных бумаг, которые не только несли риск досрочного погашения, но и имели плавающий купон. Первоначально эти бумаги вообще не планировались к вторичной продаже, а были нацелены только на разгрузку капитала с учетом низкого RWA (20%). Спрос превзошел наши ожидания.

Конечно, это было связано с избытком ликвидности и недостатком инвестиционных инструментов на рынке. Но одновременно это свидетельствует о том, что инвесторам нужны новые надежные продукты и они готовы в них вкладываться. Спрос есть, но его надо поддерживать и стимулировать.

Для содействия позитивным изменениям на рынке требуется прежде всего повы-

шение его ликвидности. С этой целью мы планируем в 2020 году реализацию так называемого «эталонного», или benchmark, выпуска объемом до 300 млрд руб., меморандум об организации которого мы под писали с ДОМ.РФ в конце прошлого года.

Для формирования национального рынка ИЦБ необходимо принятие стимулирующих мер по развитию инвесторской базы.

Мы видим примеры конструктивного подхода регулятора к развитию рынка ипотечных облигаций. Летом прошлого года ЦБ дал разъяснения к Положению № 511-П «О порядке расчета величины рыночного риска», которое относит бумаги с поручительством ДОМ.РФ к категории бумаг со средним риском. Было снято одно из серьезных ограничений на вложение средств кредитных организаций в ипотечные бумаги, что стимулировало их инвестиционную активность. На банки пришлось 78% проданных нами бумаг с поручительством ДОМ.РФ. Это хороший шаг, но для других классов бумаг по-прежнему требуется наличие рейтинга от международных рейтинговых агентств, в противном случае они учитываются в торговом портфеле с риск-весом 1250%.

Вопрос мэппинга, использования национальных рейтингов при категоризации облигаций, до сих пор не решен, в том числе в части включения российских бумаг в список высоколиквидных активов при расчете показателя краткосрочной ликвидности по Положению № 421-П.

Участники рынка неоднократно ставили вопрос о необходимости пересмотра лимита на инвестирование средств пенсионных накоплений по Положению № 580-П в ипотечные облигации, учитывая их качество и обеспеченность. Однако изменений, к сожалению, пока нет. Более того, аналогичные 10%-ные ограничения инвестирования в ИЦБ вводятся и для пенсионных резервов.

Перечень необходимых нормативных инициатив многократно обсуждался участниками рынка и хорошо известен регулятору. Хочется верить, что в нынешних условиях, когда мы стремимся задействовать все механизмы ускорения экономического роста и решения стоящих перед страной социальных задач, стимулирующие меры будут приняты и в отношении ипотечной секьюритизации.



Евгений БАРДАДИМ,
руководитель управления
долгового финансирования,
Азиатско-Тихоокеанский Банк



Михаил ПИЧУГИН,
начальник отдела
правового сопровождения
международных расчетов
и ценных бумаг,
Азиатско-Тихоокеанский Банк

Промежуточное финансирование ипотечного агента в секьюритизации: практические вопросы

Промежуточное финансирование ипотечных агентов, или *warehouse*, несмотря на явные преимущества, не нашло широкого распространения в сделках ипотечной секьюритизации в России. Данный инструмент фондирования был предусмотрен еще программами АИЖК по покупке ипотечных облигаций в многотраншевых выпусках, которые имели цель поддержать вторичный рынок ипотеки в России. Программы были очень востребованы участниками в 2010–2016 годах. По теории *warehouse* было множество общих публикаций, мы же постараемся кратко раскрыть основные практические аспекты на основе нашего опыта.

Промежуточное финансирование (Промфин) ипотечного агента (ИА) под залог закладных позволяет первичному кредитору (Оригинатор) продать часть активов до даты

размещения жилищных облигаций с ипотечным покрытием (Облигации), причем без отсрочки в оплате покупной цены, которая в обычных условиях вызывает необходимость формирования дополнительных резервов на возможные потери. Таким образом, фактически положительный эффект от проекта может быть достигнут раньше даты размещения Облигаций, например уже на 2-й месяц, а не через 7–12 месяцев. Накопление пула происходит быстрее, что может сократить сроки реализации проекта, а значит, снизить расходы. Основным источником погашения Промфина при этом являются не собственные средства ипотечного агента или выручка в рамках текущей хозяйственной деятельности, а средства от размещения Облигаций.

В отличие от прямого кредитования первичного кредитора на осуществление текущей деятельности, Промфин имеет

четко ограниченное целевое назначение. Поэтому для оценки рисков это более прозрачный инструмент. Кредиты выдаются под залог уже имеющегося пула закладных на приобретение новых. Большим преимуществом является также то, что пул первоначально оценивается и отбирается самим кредитором на основе отчетов по портфелю по различным критериям (LLD, Vintage, Recovery rate), в том числе для того, чтобы определить соотношение Кредит/Залог (LTV) в рамках Промфина и окончательные условия финансирования. Проводится процедура проверки качества представленных в отчетах данных, изучаются паспорта продуктов. Разрабатывается модель денежных потоков по пулу с учетом прогноза скорости досрочного погашения и уровня дефолтов. Сопровождение закладных, которые будут обеспечивать задолженность ИА перед кредиторами, остается за Оригинатором, поэтому необходимо также изучить сложившийся порядок обслуживания. В отдельных известных нам проектах потребовалось создание резервных фондов на покрытие рисков уже на этапе финансирования до размещения ценных бумаг. Размер аналогичен фондам, создаваемым для покрытия рисков по старшим выпускам, то есть около 2.5–5.0%. Однако мы предпочитаем уделять большее внимание оценке рисков по пулу и отбору залога, не требуя при этом дополнительного фондирования от Оригинатора.

Целью Промфина фактически является оплата части покупной цены по договору купли-продажи закладных, заключенному между ИА и Оригинатором. Это значит, что у ИА к моменту возникновения обязательств по Промфину как минимум должны возникнуть права на закладные, передаваемые в залог. Таким образом, сначала 1) заключается договор купли-продажи закладных между ИА и Оригинатором, потом 2) происходит переход прав по закладным, далее 3) Оригинатор предоставляет кредитные средства, 4) основной кредитор предоставляет свою часть финансирования, 5) производится полная оплата покупной цены по договору купли-продажи закладных, 6) специализированный депозитарий фиксирует обременение закладных. Эталонная конструкция сделки предполагает получение основным кредитором в дату предоставления кредита подтверж-

дений: 1) зачисления специализированным депозитарием закладных на счет депо ИА; 2) платежного поручения ИА о полной оплате покупной цены закладных; 3) фиксации специализированным депозитарием обременения закладных в пользу основного кредитора и их обездвижения (в случае документарных закладных). Вместе с тем российское законодательство позволяет достаточно гибко структурировать сделку и при необходимости определить иной график оплаты ИА покупной цены закладных за счет полученных целевых кредитных средств с учетом интересов всех сторон.

Оплата покупной цены производится за счет кредитных средств, полученных от Оригинатора и основного кредитора. При этом очень важно детально прописать, отнести и согласовать между сторонами условия различных договоров и соглашений в одном проекте. Например, прописать порядок погашения задолженности перед Оригинатором и четко установить субординированность долга по отношению к долгу перед основным кредитором.

Во всех известных нам сделках производится передача закладных на учет в депозитарий. По нашему мнению, без депозитарного учета на практике не обойтись. При обездвижении документарной закладной депозитарий, который осуществляет хранение данной закладной, обязан уведомить об этом орган регистрации прав и обязанное по данной документарной закладной лицо. При этом права владельца подтверждаются записью по счету депо в системе депозитарного учета, передача прав на закладную и совершение иных сделок с закладной может осуществляться только путем внесения соответствующих записей по счету депо. Таким образом, если документарная закладная передана в депозитарий для учета, то залог возникает с момента зачисления (перевода) закладных на залоговый раздел счета депо, принадлежащего ИА. Передача закладных на депозитарный учет освобождает Оригинатора от необходимости государственной регистрации залога отдельно по каждой закладной в Едином государственном реестре недвижимости (Росреестр)¹, так как фиксация

¹ Ст. 339.1 и 8.1 Гражданского кодекса Российской Федерации.

обременений будет осуществляться непосредственно специализированным депозитарием, что также снижает расходы. Кроме учета депозитарий (специализированный депозитарий) дополнительно осуществляет проверку закладных на предмет соответствия законодательству. Описанный подход может, конечно, несколько увеличить расходы Оригинатора, связанные с оплатой услуг депозитария, однако это существенно компенсируется снижением рисков недобросовестности и ошибок оформления.

Необходимо отметить, что недавние изменения в законодательстве¹ подтверждают приоритеты развития российского рынка ценных бумаг и их постепенного перехода из документарной в электронную форму. Так, с 1 января 2019 года уже действуют некоторые ограничения на оборот документарных закладных, среди которых, например, следующие: документарная закладная, выданная до 1 июля 2018 года, с 1 января 2019 года не может быть передана в депозитарий для временного депозитарного учета, а также в случае, если до 1 июля 2018 года документарная закладная передана в депозитарий для временного депозитарного учета и после 1 июля 2018 года владелец документарной закладной потребовал от депозитария прекращения хранения такой закладной и (или) учета прав на нее, последующая передача такой закладной в депозитарий для временного депозитарного учета не допускается. Такая закладная может быть передана в депозитарий для депозитарного учета, а также фиксации перехода прав на нее (в том числе залога и иных обременений и ограничений) только по правилам, установленным для бездокументарных ценных бумаг².

Обращаем внимание, что в рамках Промфина под полноценным залогом закладных мы понимаем не просто залог самих документарных ценных бумаг в соответствии со ст. 358.16 ГК РФ. В договоре

залога (в рамках документации по Промфину) предусматривается обременение всех прав в совокупности с учетом ст. 49 Закона об ипотеке. Закладная не является спекулятивной ценной бумагой, содержащей высокие риски изменения рыночной цены. По сути, она удостоверяет права требования по обеспеченному ипотекой обязательству. Без полноценного обеспечения в виде прав требований по ипотеке источником кредитного риска в той или иной степени становится деятельность самого ИА как обычного хозяйствующего субъекта, к тому же ведущего финансово-посредническую деятельность³. У кредиторов анализ таких заемщиков всегда вызывает много вопросов. Классический же Промфин предполагает в первую очередь глубокий анализ структуры сделки, рисков пула ипотеки и срыва размещения Облигаций как основного источника погашения задолженности.

Если стороны изначально заинтересованы в размещении Облигаций в разумные сроки, а не в использовании ИА как долгосрочной платформы⁴, то как для основного кредитора, так и для второстепенного (Оригинатор) важно обеспечить успешную реализацию проекта. Одним из условий предоставления финансирования является наличие возможности контролировать риск неразмещения Облигаций. Это обычно достигается путем получения основным кредитором мандата на услуги по организации размещения, а также путем андеррайтинга ценных бумаг. Требования для андеррайтинга или участия в качестве «якорного» инвестора могут быть разные, в том числе присвоение выпуску определенного уровня рейтинга. Детальный ана-

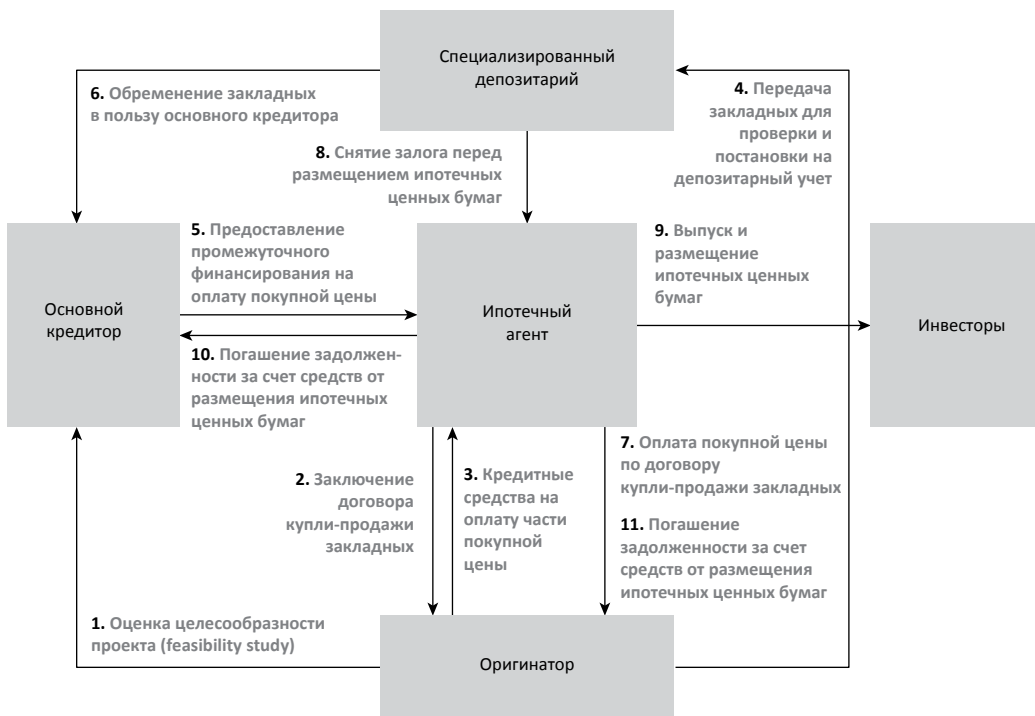
³ Кредиторам мы рекомендуем учесть особенности ипотечных агентов и разработать отдельную методику для оценки размера резервов на возможные потери по ссудам в соответствии с Положением Банка России № 590-П.

⁴ Насколько мы понимаем, потенциально инфраструктура может быть использована и для долгосрочного накопления. Это позволяет перенести основные расходы по организации выпуска на будущее и увеличить объем. Однако необходимо учитывать возможные налоговые последствия для ипотечного агента и спонсора, основной целью деятельности которого должна являться покупка портфелей ипотеки и размещение ипотечных ценных бумаг.

¹ Федеральный закон от 16.07.1998 N 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)».

² Федеральный закон от 25.11.2017 N 328-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон "Об ипотеке (залоге недвижимости)" и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Рисунок 1. Схема предоставления промежуточного финансирования ипотечному агенту в сделках секьюритизации



лиз рисков при предоставлении Промфина, а также роль организатора позволяют основному кредитору получить необходимую информацию для привлечения инвесторов и оценки эффективности возможного собственного участия в размещении бумага.

Подходим к финальной стадии, а именно к погашению Промфина. После накопления за счет заемных средств Промфина и финансирования со стороны Оригинатора нужного объема пула организуется размещение Облигаций. В соответствии с Законом об ипотечных ценных бумагах № 152-ФЗ ипотечное покрытие на дату размещения бумаг не должно быть обременено иными правами. Это значит, что технически на 1–2 дня задолженность ипотечного агента перед участниками останется без обеспечения. Мы не видим в этом существенных рисков при условии добросовестности участников и грамотного планирования этапов работ.

В заключение хотелось бы отметить, что в ходе реализации проекта секьюритизации с привлечением промежуточного фи-

нансирования стороны сталкиваются с вопросами, неправильный ответ на которые может существенно снизить эффективность сделки. Такими могут быть как юридически несогласованные между собой формулировки документации, так и порядок осуществления платежей и даже просто счет, на который осуществляется зачисление кредитных средств с целью дальнейшей оплаты покупной цены в рамках купли-продажи. АТБ имеет практический опыт организации сделок, редкий в России опыт предоставления финансирования под залог закладных, а также при определенных условиях готов рассматривать возможность андеррайтинга облигаций с ипотечным покрытием¹. Мы с удовольствием поделимся опытом успешной реализации таких проектов.

¹ Вопрос андеррайтинга или участия в качестве «якорного» инвестора рассматривается отдельно и подлежит дополнительному согласованию и утверждению сторонами.



Сергей БЕЛЯКОВ,
президент, СРО АНПФ

Об инвестициях НПФ в ипотечные ценные бумаги

В настоящее время на рынке инвестирования пенсионных средств сложилась ситуация, когда НПФ сильно ограничены в выборе финансовых инструментов для инвестирования как пенсионных накоплений (в особенности), так и пенсионных резервов.

Законодательно установленные Банком России ограничения и требования к НПФ, а также необходимость регулярного прохождения стресс-тестов финансовой устойчивости вынуждают фонды все больше перераспределять инвестиционные активы в пользу долговых инструментов. Так, по состоянию на III квартал 2019 года¹ доля корпоративных облигаций в агрегированном портфеле (пенсионные накопления + пенсионные резервы) НПФ составляет почти половину (49.45%), а вместе с государственными облигациями — более трех четвертей (77%) от инвестирования всех пенсионных активов (см. Рисунок 1).

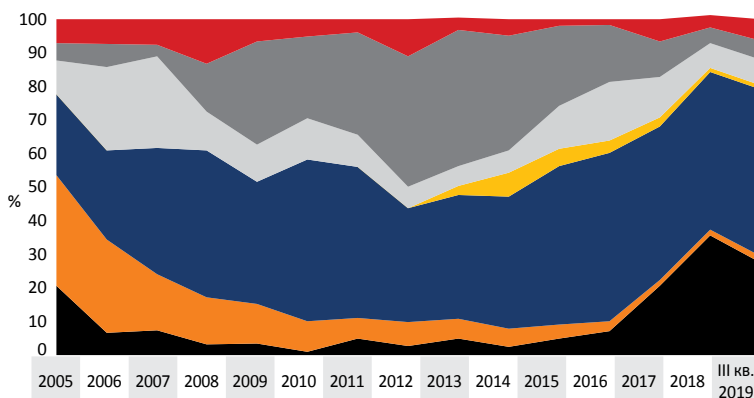
¹ Обзор ключевых показателей негосударственных пенсионных фондов III квартал 2019. https://cbr.ru/Content/Document/File/94732/rewiew_npf_19Q3.pdf.

При этом доля институциональных инвесторов в российской экономике остается небольшой. По данным ОЭСР за 2018 год, отношение финансовых активов страховых компаний к ВВП составляет в России скромные 2.87%, управляющих компаний — 2.6%, пенсионных фондов — 4%, с учетом пенсионных накоплений в ПФР — 5.6%, что сильно уступает странам с развитыми пенсионными системами и финансовыми рынками. Например, в Дании соотношение пенсионных активов и ВВП составляет 199%, в Нидерландах — 173%, в Исландии — 160%, в Канаде — 132% (см. Рисунок 2).

Если же сравнивать распределение финансовых инструментов ТОП-20 мировых фондов по величине активов с агрегированным инвестиционным портфелем российских НПФ, то можно увидеть, что доля акций в мировых фондах в среднем составляет 42% против 7.35% в российских фондах.

Во всем мире НПФ, страховые и инвестиционные компании являются источником «длинных» денег в экономике. Очевидно, что в России в силу жестких внешнеэкономических условий и отсутствия перспектив роста иностранных инвестиций развитие

Рисунок 1
Распределение активов
в агрегированном
инвестиционном
портфеле (ПН+ПР) всех
НПФ России по годам
 Расчеты АНПФ на основе
 данных Банка России



	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	III кв. 2019
■ Государственные облигации (ОФЗ)	20.6	6.8	7.4	3.2	3.4	1.1	4.9	2.8	4.9	2.4	5.0	7.1	20.6	35.7	27.6
■ Субфедеральные облигации	33.1	27.7	16.7	14.1	12.0	9.1	6.1	7.0	6.0	5.6	4.2	3.0	1.9	1.6	2.1
■ Корпоративные облигации	24.1	26.4	37.7	43.8	36.2	48.1	45.0	34.0	36.8	39.1	47.0	50.2	45.5	47.1	49.5
■ Ипотечные ценные бумаги															
■ Акции	10.0	25.0	27.1	11.4	11.2	12.2	9.6	6.3	6.1	6.7	12.9	17.3	12.1	7.4	7.7
■ Депозиты и средства на счетах	5.2	6.7	3.6	14.3	30.5	24.4	30.5	38.9	40.5	34.0	23.7	17.0	10.4	4.7	5.6
■ «Прочие активы»	7.0	7.4	7.5	13.2	6.7	5.1	3.9	11.0	3.6	4.9	2.0	1.7	6.7	3.5	6.4

рынка институциональных инвесторов представляет собой стратегическую задачу.

В декабре 2019 года по инициативе СРО АНПФ и ДОМ.РФ состоялась встреча представителей финансового рынка и Банка России для обсуждения вопроса выделения облигаций с ипотечным покрытием в отдельную группу активов с установлением самостоятельной доли инвестирования как пенсионных накоплений, так и пенсионных резервов. Обсуждались вопросы инвестирования средств негосударственных пенсионных фондов в ипотечные облигации с поручительством ДОМ.РФ (ИЦБ «ДОМ.РФ Ипотечный агент»).

По мнению участников пенсионного рынка, присутствовавших на встрече, стимулирующим фактором является отнесение ипотечных ценных бумаг к группе активов, определяемой в соответствии с п. 1.4.4 Положения Банка России № 580-П как «облигации, выплаты (часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными (за исключением процентных ставок и уровня инфляции) и (или) зависят от изменения стоимости активов или исполнения обязательств третьими лицами».

С целью изменения сложившейся ситуации, расширения инструментария, уве-

личения объема «длинных» пенсионных денег и доходности инвестирования пенсионных средств в интересах застрахованных лиц и участников НПФ, СРО АНПФ и ДОМ.РФ предлагают Банку России:

- внести изменения в проект Указания «О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов...»: скорректировать 10%-ный лимит от инвестиционного портфеля, а именно вынести ИЦБ в отдельную группу активов с установлением самостоятельной доли инвестирования, например в размере до 25% стоимости инвестиционного портфеля НПФ;
- не применять в отношении ипотечных облигаций лимит на одного эмитента и/или поручителя, учитывая обособленность ипотечного покрытия каждого выпуска, по примеру регулирования размещения средств страховых резервов страховых компаний в соответствии с Указанием Банка России № 4297-У¹;
- рассмотреть возможность разработки иных стимулирующих мер, в результате

¹ Указание Банка России от 22 февраля 2017 г. № 4297-У «О порядке инвестирования средств страховых резервов и перечне разрешенных для инвестирования активов».

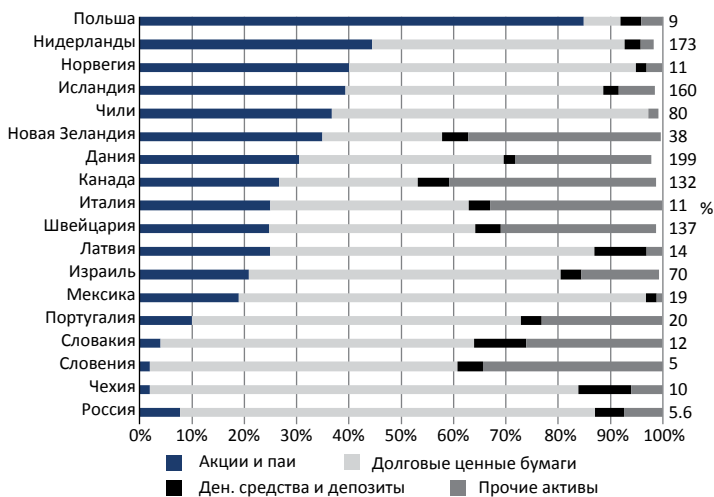


Рисунок 2
Распределение объектов инвестирования пенсионных средств в отдельных странах

Источник: OECD Pension Markets in Focus, 2019

которых НПФ будут экономически заинтересованы приобретать ИЦБ «ДОМ.РФ Ипотечный агент» и другие важные для развития экономики страны долгосрочные ценные бумаги, а также внести изменения в методики стресс-тестирования деятельности НПФ в части более корректного учета дюраций ИЦБ.

По состоянию на февраль 2020 года АНПФ провела несколько встреч, посвященных вопросу инвестирования в ипотечные облигации, с членами АНПФ, представителями ДОМ.РФ, РСПП и Банка России. Планируется проведение дополнительных встреч для уточнения позиций всех заинтересованных сторон.

АО ВТБ Капитал

+7 (495) 960 99 99

vtbcapital.ru

**Лучший инвестиционный
банк на развивающихся
рынках, в Центральной
и Восточной Европе,
в России***

Think Global.

Think VTB Capital**



* Лучший инвестиционный банк на развивающихся рынках по версии Global Finance 2018, 2019
Лучший инвестиционный банк в Центральной и Восточной Европе по версии Global Finance 2013–2019
Лучший инвестиционный банк в России по версии Global Finance 2010–2017, 2019; EMEA Finance 2010–2019
**Мысли глобально. Мысли с ВТБ Капитал

Реклама

«Нас ожидает поступательный рост количества инвесторов»

«Круглый стол» инвесторов на рынке ипотечных ценных бумаг

Представители регулятора и инвесторов в ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) в рамках «круглого стола» «Энциклопедии российской секьюритизации — 2020» обсудили, какой будет структура вложений на меняющемся рынке, чем привлекательны агентские выпуски, а также рассказали, какие инструменты и модели оценки ИЦБ используют участники рынка.

Какие маркетмейкеры существуют на рынке ипотечных бумаг? Как они влияют на ликвидность? Обеспечивают ли они достаточно комфортный вторичный рынок?



Никита Елистратов, главный дилер отдела комплексных кредитных инструментов, АО ВТБ Капитал

— Сегодня на рынке ИЦБ активны два основных маркетмейкера — ВТБ и ДОМ.РФ. Для дальнейшего развития рынка мы считаем необходимым более заметное участие других банков в поддержании ликвидности в таких бумагах.

Равиль Юсипов, заместитель генерального директора — руководитель управления фондовых операций, УК ТФГ

— По некоторым траншам «ДОМ.РФ Ипотечный агент» ликвидность находится

на удовлетворительном уровне. Существует стабильный спред bid-offer, который может расширяться в период волатильности, но в целом этот спред является рабочим.

Стоит отметить, что ИЦБ на уровне одного выпуска воспринимаются как бумага до погашения. Я оцениваю ликвидность ИЦБ путем формирования субпортфеля из разных выпусков. У ИЦБ есть ежеквартальная амортизация, которая в рамках субпортфеля уже формирует ликвидность, а в совокупности с котировками маркетмейкера можно получить удовлетворительный уровень ликвидности. К тому же в рамках субпортфеля легче управлять таким неприятным риском ИЦБ, как «отрицательная выпуклость» (negative convexity), который, в свою очередь, очень сильно влияет на ликвидность отдельного выпуска.

В 2019 году на вторичном рынке ИЦБ появились физические лица, есть интерес со стороны НПФ. Вы наблюдаете значимое изменение структуры инвесторов? Как расширение количества инвесторов повлияет на привлекательность ИЦБ?



Равиль Юсипов

— Да, мы также наблюдаем растущий интерес со стороны «физиков». Пока это продвинутые «физики» — клиенты частных банков. Спросу способствуют три компонента — работа по повышению финансовой грамотности брокерских подразделений крупных банков, премия к облигациям первого эшелона и более простая структура траншей «ДОМ.РФ Ипотечный агент».

«Физикам» ИЦБ сложны для самостоятельного анализа, особенно в части расчета доходности к погашению при наличии плавающей амортизации.

Никита Елистратов

— На данный момент мы не ожидаем большого эффекта от присутствия физических лиц на рынке ИЦБ. По нашим оценкам, основную долю рынка в 2020 году займут банки, далее, с большим отставанием, будут следовать НПФ и управляющие компании и только потом — физические лица. Несмотря на то что структура значительно не меняется, мы постоянно видим спрос от новых участников и ожидаем продолжения этой тенденции в дальнейшем. Увеличение количества участников положительно сказывается на ликвидности ценных бумаг, а значит, снижает спреды и повышает эффективность сделок для ординаторов, в конечном итоге способствуя развитию рынка.

Несмотря на улучшение ситуации на вторичном рынке, количество постоянно работающих на рынке инвесторов остается ограниченным. Как привлечь на рынок новых участников? Какие мероприятия по обучению инвесторов необходимы?



Павел Колосов, руководитель экспертной группы стоимостного анализа, департамент коллективных инвестиций и доверительного управления, Банк России

— Если тенденция по снижению процентных ставок, сжатию маржи и спредов на финансовом рынке продолжится, экономическая привлекательность ИЦБ в глазах инвесторов может вырасти.

Задача участников рынка — донести до инвестора эту мысль, сделав продукт более понятным и удобным. Так, в первую очередь необходимо обеспечить адекватный, унифицированный расчет доходности по ИЦБ. Значительный шаг в этом направлении уже сделан: ДОМ.РФ совместно с Московской биржей и участниками рынка разработали ценовую

конвенцию для ИЦБ, которой могут следовать участники рынка, в частности провайдеры ценовой информации.

Представляется логичным, чтобы сами эмитенты и объединения, в которые они входят, занимали активную позицию в популяризации ИЦБ как инвестиционного продукта и выступали с инициативами, способствующими развитию данного рынка.

Никита Елистратов

— Как показывает наш опыт, инвесторы сами выходят на рынок, когда понимают, что существует возможность вложить средства с высокой возвратностью на капитал. Текущие спреды по ИЦБ предоставляют такую возможность, но чтобы привлечь покупателей, необходимо упростить регулирование для определенных классов инвесторов и работать над повышением ликвидности ИЦБ.

Равиль Юсипов

— На текущий момент достичь экспоненциального роста количества инвесторов невозможно, нас ожидает эволюционный, поступательный рост. Работа по повышению финансовой грамотности розничного клиента требует времени. Для институциональных инвесторов нужно создавать регуляторные послабления, так как в данный момент ИЦБ с точки зрения надзорного регулирования не рассматриваются как инструмент пониженного риска в силу сложной плавающей структуры денежного потока.

Иван Новоселов, аналитик отдела рынков долгового капитала, ИФК «Солид»

— Существует один наиболее важный фактор, влияющий на приток инвесторов на рынок ИЦБ, — трудность прогнозирования

денежного потока, связанная с частичным досрочным погашением номинала облигаций и изменяющимися параметрами бумаги. Для решения этой проблемы необходим серьезный инструментарий, затрагивающий прогнозирование ипотечных ставок, что для институциональных инвесторов выливается в необходимость несения дополнительных издержек. Для физических лиц задача порой может выглядеть неподъемной в силу отсутствия в открытом доступе количественных научных исследований по российскому рынку. Постепенный переход рынка к модели агентских ИЦБ и снижение нормы резервирования по ним после пояснения ЦБ РФ к Положению № 511-П являются стимулами для развития рынка, унифицируя инструмент и снижая его издержки, но для получения эффекта от этих мер необходимо время.

В 2019 году на рынке размещались только однотраншевые ИЦБ по программе ДОМ.РФ. Отсутствие конкуренции со стороны многотраншевых сделок является «здоровым» состоянием?

**Андрей Буш, руководитель управления инвестиционно-банковских услуг, ИФК «Солид»**

— Проблема траншей является комплексной, однозначно сказать о «здоровье» рынка лишь по этому параметру сложно. Преимуществом агентской модели можно считать достаточно высокую предсказуемость кредитного риска для инвестора и связанное с этим упрощение привлечения фондирования оригинатором. Положительной стороной модели является более низкое в сравнении с частными сделками резервирование. В то же время многотраншевые сделки позволяют повысить гибкость сторон сделки и более полно удовлетворять потребности инвесторов. Для понимания того, каких инструментов лишен российский рынок, можно изучить статью Stone, Zissu (1994), описывающую поведение таких ценных бумаг, как, например, IO и PO стрипы. Избыточное количество траншей зачастую приводит к повышенному риску для инвесторов, а также к неверной оценке справедливой доходности и дефолтности, что иллюстрируется в работе Ghent, Torous, Valkanov (2017).

Из описанного можно сделать вывод, что российский рынок однообразен, но вряд ли это говорит о его «нездоровье».

Равиль Юсипов

— Я являюсь сторонником многотраншевой секьюритизации, которая позволяет снять нагрузку с государства, минимизировать риски концентрации и поддерживать стандарты ипотечных кредитов в автоматическом режиме. Такой я представляю идеальную модель развития ИЦБ. Но многотраншевые ИЦБ — это удел очень квалифицированных институциональных инвесторов, к тому же они являются дорогими. Модель ДОМ.РФ имеет большой плюс — юридическую простоту. При текущем уровне компетенций эти ИЦБ подходят более широкому кругу инвесторов.

Никита Елистратов

— Сделки по программе ДОМ.РФ имеют простую и понятную структуру для инвесторов, а также определенные регуляторные преимущества. Это позволяет снизить общие затраты на продажу пула для оригинатора. Однако всегда нужна альтернатива, поэтому я надеюсь, что в новом году помимо однотраншевых бумаг мы увидим выпуски с классической многотраншевой структурой.

Что привлекательнее для инвестора: одностраншевые сделки ДОМ.РФ или классическая секьюритизация?

Никита Елистратов

— С точки зрения инвестора, одностраншевые сделки ДОМ.РФ обладают рядом преимуществ: ликвидностью, стандартностью условий и наличием гарантии государственного института. Классические выпуски имеют свои плюсы в виде более высоких спредов, однако ситуация с ликвидностью и возможностью рефинансирования под эти бумаги отпугивает многих инвесторов. Если планомерно работать над этими вопросами, то многостраншевые бумаги смогут составить достойную конкуренцию бумагам с поручительством ДОМ.РФ в портфелях инвесторов.

Иван Новоселов

— Дать однозначный ответ на вопрос нельзя в силу различия потребностей отдельных групп инвесторов. Если говорить об институциональных инвесторах, кото-

рым необходимо соблюдать нормативные требования, одностраншевые сделки ДОМ.РФ позволяют им диверсифицировать облигационный портфель без серьезного давления на нормативы. Но для инвесторов с более агрессивным риск-профилем бумаги могут быть неинтересны в силу не самой высокой доходности.

Равиль Юсипов

— В сделках ДОМ.РФ привлекают более высокая ликвидность и простота анализа структуры сделок — в разы быстрее и дешевле проводить анализ. В классической секьюритизации привлекают настоящая обособленность от риска третьих лиц в части кредитного усиления и полная автономность ипотечного пула, что помогает бороться с риском концентрации на одном эмитенте.

Какие модели оценки ИЦБ существуют на рынке? Насколько трудозатратна реализация этих моделей?

Павел Колосов

— В своей работе Банк России сталкивается с неоднородностью подходов участников рынка к оценке ИЦБ: в редких случаях это могут быть сложные стохастические модели, но преимущественно это модели и методы, используемые для plain vanilla облигаций, которые не учитывают специфику ИЦБ. Текущий уровень распространенных методов оценки ИЦБ может являться отражением глубины понимания ИЦБ как продукта и умения оценить риски, сопряженные с инвестированием в данный инструмент.

Равиль Юсипов

— Основная проблема при оценке ИЦБ — это прогноз CPR и CDR. Математические модели являются громоздкими и требуют использовать большую big data по текущим пулам и винтажам, а также прогнозные модели по макроэкономике и процентным ставкам. Сейчас только ДОМ.РФ и несколько крупных банков в состоянии построить подобные модели, так как последние требуют больших IT и человеческих ре-

сурсов, а также доступа к огромному пулу ипотечных кредитов.

Упрощенный подход прогноза CPR и CDR заключается в сценарном моделировании денежного потока (например, 10%, 15% или 25% по CPR), что легко сделать в Excel. В этом случае управлять риском отрицательной выпуклости можно только через создание субпортфеля из нескольких ИЦБ.

Андрей Буш

— Основными способами оценки ИЦБ являются эконометрические модели и опционные методы. Первые более просты в применении, но часто недооценивают эффект кризисных событий, в то время как для адекватного применения вторых требуется ликвидность инструментов, из наличия которой вытекает возможность рассмотрения рыночных цен как справедливых.

Важным элементом для справедливой оценки ИЦБ является прогнозирование уровня досрочного погашения. Для повышения точности желательно использовать данные на уровне отдельных ипотечных

закладных. Это возможно благодаря реестрам ипотечного покрытия, ежемесячно публикуемым с 2013 года в виде Excel-таблиц. Проблема заключается в отсутствии единого

формата публикации реестров. Возможно, эта проблема решится естественным образом в случае продолжения тенденции пре-валирования агентских бумаг ДОМ.РФ

Какую роль в оценке ИЦБ сегодня оказывают регулятор, участники инфраструктуры (Мосбиржа, ДОМ.РФ)? Вы используете их инструменты в процессе оценки?

Равиль Юсипов

— Да, конечно, данные от ДОМ.РФ являются первичными. Важный момент — надо отметить котировки Ценового центра НРД, которые обязательны и важны в части справедливой оценки стоимости и выполнения требований по фидуциарной ответственности. Наблюдается очень большой прогресс в этом направлении — за последние полтора года сумели создать рабочую модель оценки ИЦБ.



Иван Новоселов

— Среди участников инфраструктуры в процессе оценки ИЦБ главную роль играет аналитика ДОМ.РФ. Она позволяет оценивать динамику как в разрезе всего рынка, так и по от-

дельным бумагам. В первую очередь это касается уровня досрочного погашения, прогнозирование которого становится особенно важным на волне снижения процентных ставок.

Павел Колосов

— В 2020 году представители Банка России продолжают оказывать методологическую поддержку рабочим группам при СРО участников рынка, в рамках которых, в частности, будут рассмотрены вопросы оценки ИЦБ.

Здесь первоочередной задачей представляется устранение явных методологических неточностей используемых моделей. Следующим шагом видится выработка рыночного консенсуса относительно оптимальной модели оценки ИЦБ с точки зрения соотношения Точность/Трудозатраты.

Какой эффект окажет на рынок ИЦБ создание индекса ипотечных бумаг ДОМ.РФ, станет индекс бенчмарком? Будут выпускаться биржевые фонды на этот индекс?

Равиль Юсипов

— Бенчмаркинг для российского рынка облигаций — это непростая тема. Даже на развитом рынке корпоративных облигаций мы постоянно сталкиваемся с проблемой концентрации, ликвидности и дюрации. Рынок ИЦБ находится в начале развития, выпусков мало, дюрация короткая, общепринятой модели прогноза CPR нет. Можно осуществлять попытки создания индекса, но пока в тестовом режиме. Нужно понимать, что официальный бенчмарк может быть использован как механизм контроля фидуциарной ответственности и в этом случае он должен быть лишен «детских болезней» и реально отражать состояние рынка,

иначе он может только отпугнуть инвесторов. В биржевые фонды на базе подобного индекса в ближайшее время я не верю.

Андрей Буш

— Нынешний объем ИЦБ в обращении (более 500 млрд рублей), подавляющая доля которого представлена бумагами с поручительством ДОМ.РФ, и увеличение объемов торгов на этом рынке позволяют выпуск биржевых фондов на подобный индекс. Основным вопросом является срок реализации индекса. Доля рынка ИЦБ ДОМ.РФ позволяет уверенно утверждать, что после появления этот индекс сможет стать бенчмарком.

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ 2020

Рынок секьюритизации альтернативных классов активов

Партнер рубрики:



К альтернативным активам для секьюритизации принято относить любые неипотечные активы, к примеру автокредиты, потребительские кредиты, кредиты на обучение, лизинговые активы. Кроме этих довольно распространенных для секьюритизации активов используют также права на налоговые возвраты (tax rebates), отложенные платежные требования (deferred payment rights), просроченную задолженность и прочее.

Объем новых выпусков ценных бумаг, обеспеченных активами — Asset-backed security, или ABS, — в США в 2019 году составил \$306 млрд (минус \$210 млрд к 2018-му) и вернулся на уровни 2013–2015 годов. Объем новых ABS выпусков в Европе в 2019 году составил €67.5 млрд, что примерно соответствует уровню 2018 года (€70 млрд).

В России в 2019 году были размещены две сделки кредитов МСП общим объемом 10 млрд руб. и одна сделка секьюритизации просроченной задолженности на 700 млн руб. Рынок стагнировал в 2019 году: основной причиной являлась избыточная ликвидность банков, делавшая заимствования через секьюритизацию экономически невыгодными. Другая причина — отсутствие стимула у УК и НПФ на инвестирование в секьюритизацию (включая ипотечную) из-за ограничений, введенных Постановлением 580-П. В 2019 году мы видели минимальное предложение и ограниченный спрос.

В то же время в 2019 году была успешно закрыта абсолютно новая для российского рынка сделка: выпуск секьюритизации просроченной задолженности Совкомбанка (эмитент СФО СФИ). Это пример успешной, экономически обоснованной сделки, позволившей оригинатору разгрузить нормативы.

Статья Ксении Поляковой из Райффайзенбанка, открывающая нашу рубрику, описывает возможные последствия низких ставок и ужесточения регуляторной политики ЦБ в отношении банковской секьюритизации. Секьюритизация как способ снизить процентный риск и разгрузить капитал может стать выходом для банков в новых реалиях. Выпуск СФО СФИ — иллюстрация того, как может развиваться банковская секьюритизация в 2020 году.

Отдельной частью рубрики является секьюритизация кредитов МСП. Статья управляющего директора рейтингового агентства «Эксперт РА» Александры Веролайнен рассматривает порядок подготовки и реализации сделки мультиоригинаторной МСП-секьюритизации. Наталья Кольцова и Илья Бобрышев из МСП Банка подводят итоги 2019 года для секьюритизации кредитов МСП.

Наша Энциклопедия выходит в марте 2020 года, а начало года ознаменовалось размещением облигаций «СФО Русол 1» — первой в России секьюритизации, обеспеченной платежами за электрическую мощность двух солнечных электростанций. Эта сделка стала первой в России синтетической секьюритизацией: механизм евробонда (СФО выдает заем из средств от размещения) успешно опробован в российском праве. В своей статье я подробно рассказываю об этой сделке, ее структурных особенностях, а также рассматриваю процесс размещения сделки и проблемы при привлечении спроса со стороны пенсионных фондов, возникающие из-за неудачных формулировок Постановления 580-П.

Потенциал у рынка секьюритизации в 2020 году есть. В условиях низких ставок любая возможность заработать дополнительную маржу будет привлекать спрос инвесторов. Будем надеяться также на благосклонность регулятора: устранение искусственных барьеров для инвестирования в секьюритизационные выпуски для НПФ, большую опору на рейтинговые агентства, упрощение механизма включения сделок секьюритизации в Ломбардный список.



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

10

шагов к успеху в 2020 году:



1

Зарегистрироваться со скидкой до 20 октября



2

Запланировать переговоры на бирже деловых контактов



3

Направить заявку на CBONDS Talks



4

Встретить старых друзей на pre-party



5

Послушать 100 спикеров



6

Пообщаться с 700 участниками



7

Выиграть в интеллектуальной игре



8

Сделать селфи с Буддой в Buddha-Bar



9

Получить Cbonds Awards на гала-ужине



10

Съездить на экскурсию



XVIII Российский облигационный конгресс

10-11 декабря 2020
Санкт-Петербург



Ксения ПОЛЯКОВА,
ведущий специалист
по секьюритизации,
Райффайзенбанк

Секьюритизация банковских активов в условиях снижения ставок

Продолжающийся переход экономики в режим низкой инфляции ставит перед банковской системой ряд серьезных вопросов. Неизбежное сокращение банковской маржи на фоне снижения ставок и увеличение процентных рисков способствуют пересмотру стандартных бизнес-моделей.

Несмотря на то что по причине реформы проектного финансирования в строительной отрасли темпы роста совокупного портфеля ипотечных кредитов в 2019 году оказались на 6,7% ниже, чем в 2018 году, в условиях ускоренной дезинфляции и установления ключевой ставки на уровне 6% эксперты ожидают повышенный спрос на ипотеку в 2020 году. Большинство прогнозов являются оптимистическими: ожидается не просто достижение рекордных показателей 2018 года, а даже их перевыполнение — до 3,3 трлн рублей выдач, что требует наличия достаточного фондирования у финансовых организаций.

Дополнительный объем выдачи банкам обеспечит возрастающий спрос на рефинансирование. Хотя данный процесс отчасти связан со снижением ставок, он также свидетельствует о вынужденном рефинансировании заемщиками ранее взятых розничных кредитов. Для поддержания уровня расходов население все меньше придерживается сберегательной модели поведения и чаще использует заимствования в виде необеспеченных кредитных ресурсов. И, как отмечают эксперты, появляются признаки снижения способности их обслуживать. Сейчас 46% ипотечных заемщиков имеют иные кредиты помимо ипотеки, тогда как в 2015 году таковых было 39%. Все больше распространяется перекрестное использование продуктов, и возникают риски накопления долговой нагрузки как в сегменте необеспеченных кредитов, так и в ипотеке.

Учитывая это, ЦБ принимает меры по ужесточению регулирования, требуя от банков держать больше капитала. С апре-

ля 2019 года применяются повышенные риск-веса в отношении всех новых необеспеченных кредитов с полной стоимостью выше 10%, что покрывает почти все потребительское кредитование в России. А с октября прошлого года регулятором введены требования по учету ПДН (показателя долговой нагрузки) при расчете надбавки к коэффициентам риска по потребительским кредитам и взвешенных по риску активов. До начала учета уровня закредитованности заемщиков надбавки рассчитывались только исходя из значения показателя ПСК (полной стоимости кредита).

На фоне введенных изменений регулятор ожидает замедления темпов роста потребительского кредитования до 10% в 2020 году и допускает, что дополнительные макропруденциальные меры в этом секторе могут и не потребоваться, в отличие от ипотеки, где смягчение денежно-кредитной политики будет наиболее сильным, поскольку это более крупные и долгосрочные кредиты. Однако не только темпы, но и структуру кредитования важно учитывать во избежание опасных рыночных тенденций, например роста доли кредитов с высоким LTV (loan-to-value). Сейчас эту долю удалось сократить, но она все равно зафиксировалась на довольно высоком уровне, поэтому требования к кредитам с LTV 80–90% продолжают оставаться достаточно жесткими. В целях покрытия рисков ЦБ рассматривает ужесточение ипотечных выдач для банков уже со второй половины 2020 года, поставив их отчисления в резервы в зависимости от долговой нагрузки и первоначального взноса заемщика.

Потенциально ипотечный рынок может создавать системные риски, но пока ситуация вполне позитивна. По сравнению с другими странами задолженность по ипотеке в России небольшая, рынок имеет большой потенциал для роста. Уровень проникновения ипотеки в стране остается низким — на уровне 6–7% от ВВП.

Под воздействием как макроэкономических факторов, так и особенностей регулирования отрасли происходит усиление позиций государственных банков в финансовой системе РФ одновременно с ростом концентрации активов у крупных кредитных организаций. Начиная с 2014

года из-за вывода средств и недостатка капитала были отозваны лицензии более чем у 400 банков. В 2019 году темпы снизились: за 8 месяцев были аннулированы лицензии 20 банков, ожидается, что чистка продолжится. Это может негативно сказаться на жизнедеятельности средних и мелких банков и отрицательно повлиять на ценовую конкуренцию.

В результате банки оказываются в ситуации, когда требуются привлечение долгосрочного фондирования, снижение процентных и кредитных рисков, уменьшение нагрузки на капитал при оцутимых объемах кредитов на балансах.

Важно понимать, что падение ставок неизбежно способствует сокращению банковской маржи, уменьшению доходности операций и, как следствие, рентабельности собственного капитала. Повышенный спрос на рефинансирование и кросс-рефинансирование может привести к потере банками не только денег, но и клиентов. Режим низкой инфляции обуславливает процентный риск. Любые рыночные колебания могут спровоцировать рост ставок, при котором выданные под низкий процент кредитные портфели окажутся убыточными. Регуляторные изменения, касающиеся учета ПДН, безусловно, увеличивают нагрузку на капитал, что особенно отразится на деятельности мелких и средних банков.

Инструментом, эффективно нивелирующим вышеуказанные риски, является секьюритизация. Она позволяет снять риск процентной ставки с первичного кредитора через передачу его инвестору; обеспечивает привлечение фондирования для новых выдач; при определенных условиях способствует разгрузке баланса, оставляя за банком-оригинатором возможность получения дохода от обслуживания кредитов и в виде избыточного спреда (разницы между доходностью по портфелю и купонном по бумаге). Иными словами, секьюритизация способствует трансформации стандартной банковской бизнес-модели, которая так необходима в сложившихся рыночных условиях.

В России секьюритизация существует более десяти лет. За это время сформированы необходимые законодательная и методологическая базы, аналитический

инструментарий и инфраструктура. Набирают обороты мультиоригинаторная платформа МСП и механизм ИЦБ ДОМ.РФ. Рыночная практика насчитывает более ста сделок с разного рода активами, но говорить о широком наращивании объемов пока не приходится.

В прошлом году рынок ипотечной секьюритизации продолжил свой рост исключительно в рамках программы с поручительством ДОМ.РФ. Доля ИЦБ ДОМ.РФ по состоянию на октябрь 2019 года составила 64% в общем объеме выпусков ИЦБ, показав двукратное увеличение за предыдущие 12 месяцев. Спрос обусловлен очевидными преимуществами программы: устойчивость конструкции сделок, льготное налогообложение, снижение нагрузки на капитал, оперативная передача рисков: процентного — инвесторам, кредитного — институту развития. Однако для эффективного и конкурентного функционирования рынку требуются разнообразные финансовые инструменты. Необходимо поддерживать механизмы традиционной, классической секьюритизации, спрос на которую есть и со стороны кредиторов, и со стороны инвесторов. Использование классической секьюритизации кроме привлечения фондирования, снижения процентного, кредитного и регулятивного рисков позволяет увеличить объемы кредитных выдач без нагрузки на государственный бюджет, укрепляет конкуренцию в банковском секторе. Выпуски отличаются прозрачной структурой, ориентированной на широкий круг инвесторов.

В 2019 году классических ипотечных выпусков размещено не было. Доли структурированных и балансовых ИЦБ сократились до 20% и 16% соответственно. Однако в декабре рынок увидел две успешные сделки секьюритизации кредитов МСП — СФО МОС МСП 2, СФО МОС МСП 3 — со ставкой купона на уровне 6.7–6.75% годовых. Малый и средний бизнес — не самый простой актив для секьюритизации. Это не настолько однородные кредиты, как ипотека или автокредиты. В портфеле могут быть разные формы предоставления кредита — разовая выдача, кредитная линия, в обеспечении — как традиционные, так и экзотические залоги, что осложняет процесс передачи прав по обеспечению в пользу СФО. Участников привлекают преимущества мультиоригинаторной платформы (в условиях, когда банки-оригинаторы не могут собрать пулы кредитов достаточного объема), качественная структура выпуска, возможность снизить нагрузку на капитал. Инвесторы отмечают наличие поручительства от корпорации МСП. Исходя из стратегической цели развития кредитования МСП, тренд на секьюритизацию будет сохраняться.

В условиях сложившихся рыночных тенденций есть все основания полагать, что секьюритизация станет востребована не только в сегменте МСП. Возрастающий спрос на потребительское кредитование, активное развитие ипотечного рынка вкупе с ужесточением регуляторной политики ЦБ будут способствовать пересмотру банками привычных подходов к обслуживанию и бизнес-планированию.

База данных Cbonds в структурированном виде

Cbonds API

Еврооблигации: Россия, 7.50% 31mar2030, USD (SK-0-CM-128, XS0114288789, X74344DM5, RUS-30)

Статус Страна риска Погашение (оферта) Объем Рейтинги эмиссии (MS&P/F)
В обращении Россия 31.03.2030 3 949 133 587,95 USD Baa1/BBB-/BBB-

Excel В WatchList Калькулятор Перейти к сравнению Просмотреть события

Эмиссия **Денежный поток** Комментарии Кредитные рейтинги

Эмиссионные документы
Prospectus I Prospectus II Prospectus III Exchange Offer results Exchange Offer 21 March 2018 Exchange Offer results 16 Mar 2018 Exchange Offer (eng)
Показать все документы

Информация по эмиссии

Заемщик	Россия	Дата погашения	31.03.2030
Вид облигаций	Купонные	Обменя на	Россия, 4.25% 23jun2027, USD, Россия, 5.25% 23jun2047, USD
Форма выпуска	Именные документарные	Плавающая ставка	Нет
Способ размещения	Открытая подписка	Ставка купона	7.50%
Тип размещения	Публичное	Ставка текущего купона	7.5%
Лот кратности	1 USD	Метод расчета НКД	30E/360
Номинал (еврооблигации)	1 USD	НКД	0,0030594 (03.05.2018)
Минимальный торговый лот	1 USD	Периодичность выплаты купона	2 раз(а) в год
Непогашенный номинал	0,445 USD	Расчетная дата начала обращения	11.01.2005
Объем эмиссии	21 218 176 656 USD	Дата начала начисления купонов	31.03.2000
Объем в обращении	8 874 457 501 USD	Торговая площадка, котировальный лист	Московская Биржа, XS0114288789 (Первый уровень, 21.12.2004)
Объем в обращении по непогашенному номиналу	3 949 133 587,945 USD	Листинг	Люксембургская ФБ
Дата окончания размещения			

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

Cbonds API & data feeds

- ← Риск-менеджеры
- ← Аналитики
- ← Инвестиционный блок
- ← Финансовые службы
- ← НПФ
- ← Депозитарии
- ← Страховые компании

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:

Реклама

database@cbonds.info
+7 (812) 336-97-21, доб. 147



Наталья КОЛЬЦОВА,
директор департамента
структурного
финансирования,
МСП Банк



Илья БОБРЫШЕВ,
руководитель службы
организации размещений
ценных бумаг департамента
структурного финансирования,
МСП Банк

Сделки секьюритизации кредитов МСП в 2019 году

В 2019 году МСП Банк продолжил реализацию своей стратегии, предусматривающей использование сделок секьюритизации в качестве ключевого инструмента для привлечения внебюджетных ресурсов институциональных и частных инвесторов для увеличения объемов кредитования субъектов МСП.

Паспортом национального проекта «Малое и среднее предпринимательство и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы» предусмотрена реализация на ежегодной основе рыночных механизмов рефинансирования портфелей кредитов МСП коммерческих банков с использованием механизмов секьюритизации в размере 93 млрд руб. в 2019–2024 годах, в том числе в 2019 году — 10 млрд руб. Для выполнения целевых объемов выпуска облигаций, обеспеченных портфелями кредитов субъектам МСП, в 2019 году МСП Банк завершил реализацию следующих сделок секьюритизации:

1. СФО МОС МСП 2:

- объем выпуска облигаций — 4.2 млрд рублей;

- объем секьюритизированного портфеля кредитов, предоставленных субъектам МСП, — 6 млрд рублей.;

- дата размещения облигаций — 12.12.2019;

- ставка купона — 6.75% годовых;

- револьверный период — 3 месяца;

- размер младшего транша — 30% от портфеля кредитов;

- 12.02.2020 выпуску присвоен рейтинг ruAAA.sf от рейтингового агентства «Эксперт РА».

Облигации СФО МОС МСП 2 в ходе первичного размещения были выкуплены на баланс МСП Банка с последующим предложением широкому кругу инвесторов в 1-м квартале 2020 года после завершения процедуры присвоения рейтинга.

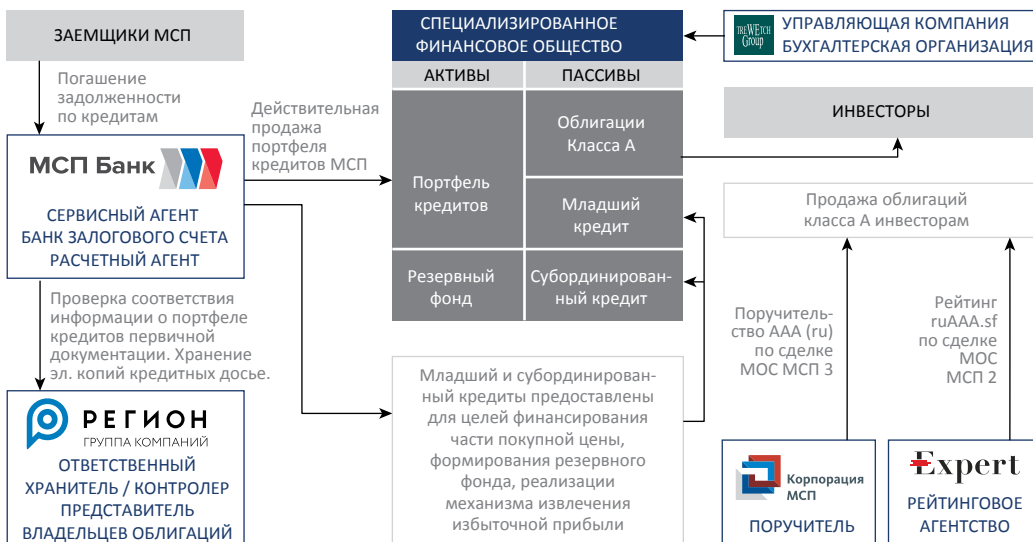
2. СФО МОС МСП 3:

- объем выпуска облигаций — 5.8 млрд рублей;

- объем секьюритизированного портфеля кредитов, предоставленных субъектам МСП, — 7.25 млрд рублей;

- дата размещения облигаций — 13.12.2019;

Рисунок 1. Структура и основные участники сделки СФО МОС МСП 3



- ставка купона — 6.7% годовых;
- револьверный период — 12 месяцев;
- размер младшего транша — 20% от портфеля кредитов;
- выплата номинальной стоимости и купонного дохода обеспечены солидарным поручительством Корпорации МСП на сумму 6 млрд рублей.

Облигации СФО МОС МСП 3 в ходе первичного размещения были проданы диверсифицированному кругу инвесторов, включая ВЭБ.РФ, международные банки развития, российские частные и государственные банки, финансовые компании. Впервые для сделок секьюритизации МСП активов на российском рынке в ходе первичного размещения облигаций в состав инвесторов вошли физические лица, что является знаковым событием и позволяет с оптимизмом говорить о дальнейшем формировании механизма использования сбережений граждан для финансирования реального сектора экономики.

По сравнению с первой сделкой МСП Банка, размещенной в декабре 2018 года, за счет надежной структуры, предусматривающей высокий уровень кредитного усиления (в виде младшего кредита,

кредитной линии, предоставленной МСП Банком для целей формирования резервного фонда и оплаты расходов), и широкого круга инвесторов удалось существенно снизить спред к сопоставимым ОФЗ и привлечь финансирование с использованием механизма секьюритизации по стоимости, сопоставимой с корпоративными взаимствованиями ведущих компаний и банков первого эшелона: 110 б.п. по сделке СФО МОС МСП 3 против 134 б.п. по сделке в декабре 2018 года.

Отличительной особенностью всех сделок секьюритизации портфелей кредитов, предоставленных субъектам МСП, является наличие револьверного периода, в течение которого все средства, поступающие в счет погашения основного долга по кредитам, входящим в состав залогового обеспечения, направляются на покупку у банка новых кредитов.

При этом каждый новый кредит по отдельности, а также обновленный портфель должны полностью соответствовать установленным в решении о выпуске критериям и триггерам, таким как предельная доля кредитов с исторической и текущей просрочкой, категорией качества ниже II в соответствии с положением

Таблица 1. Размещения облигаций первого эшелона в октябре — декабре 2019 года (сортировка по ставке купона)

Эмитенты	Объем (млн руб.)	Срок (лет)	Дюрация (лет)	Купон	Доходность	Доходность ОФЗ	Спред над ОФЗ	
1	СФО МОС МСП 3	5800	3.00	1.76	6.70%	6.90%	5.80%	110
2	СФО МОС МСП 2	4200	2.20	1.16	6.75%	6.95%	5.64%	131
3	РЖД	15 000	6.00	4.90	6.75%	6.95%	6.21%	74
4	ЕАБР	8000	3.50	3.15	6.80%	7.00%	5.97%	103
5	Ростелеком	10 000	6.00	4.90	6.85%	7.05%	6.20%	85
6	Газпром нефть	25 000	5.00	4.18	6.85%	7.05%	6.18%	87
7	Газпромбанк	10 000	5.00	4.20	6.90%	7.10%	6.09%	101
8	РСХБ	5000	4.00	3.40	7.00%	7.20%	5.93%	127
9	ВЭБ.РФ	10 000	7.00	5.50	7.27%	7.47%	6.24%	123
10	РОСНАНО	12 000	3.00	2.50	7.70%	7.90%	6.14%	176
11	МБЭС	7000	3.00	2.50	7.90%	8.10%	6.51%	159
Итого:		112 000						

Банка России № 590-П, относящихся к высоко рискованным отраслям экономики и ряда других. При нарушении предельных концентраций, установленных решением о выпуске, пополнение портфеля прекращается и включается режим обычной или ускоренной амортизации облигаций. Такой механизм является защитой от риска ухудшения качества портфеля обеспечения во время револьверного периода.

Необходимость револьверного периода обусловлена особенностями кредитования МСП сектора с высокой долей краткосрочных кредитов и возобновляемых кредитных линий с высокой оборачиваемостью траншей. В отсутствие револьверного периода слишком короткая дюрация облигаций приводила бы к существенному снижению эффективности сделки для банка-оригинатора. Так,

для СФО МОС МСП 3 юридический срок погашения облигаций, исходя из самого длинного кредита в пуле, установлен в 2033 году. Средневзвешенный срок до погашения по портфелю составлял 40 месяцев, а WAL — всего 21 месяц. При условии револьверного периода в 1 год мы прогнозируем дюрацию облигаций не более 1.8 года. Для СФО МОС МСП 2 револьверный период составляет 3 месяца, а ожидаемая дюрация не превысит по нашим оценкам 1.2 года.

В 2019 году МСП Банк выступил инициатором и подготовил предложения по внесению изменений в Программу льготного кредитования, утвержденную постановлением Правительства РФ от 30.12.2018 г. № 1764 «Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским кредит-

Таблица 2. Размещения облигаций первого эшелона в октябре — декабре 2019 года (сортировка по спреду над ОФЗ)

Эмитенты:	Объем (млн руб.)	Срок (лет)	Дюрация (лет)	Купон	Доходность	Доходность ОФЗ	Спред над ОФЗ	
1	РЖД	15 000	6.00	4.90	6.75%	6.95%	6.21%	74
2	Ростелеком	10 000	6.00	4.90	6.85%	7.05%	6.20%	85
3	Газпром нефть	25 000	5.00	4.18	6.85%	7.05%	6.18%	87
4	Газпромбанк	10 000	5.00	4.20	6.90%	7.10%	6.09%	101
5	ЕАБР	8000	3.50	3.15	6.80%	7.00%	5.97%	103
6	СФО МОС МСП 3	5800	3.00	1.76	6.70%	6.90%	5.80%	110
7	ВЭБ.РФ	10 000	7.00	5.50	7.27%	7.47%	6.24%	123
8	РСХБ	5000	4.00	3.40	7.00%	7.20%	5.93%	127
9	СФО МОС МСП 2	4200	2.20	1.16	6.75%	6.95%	5.64%	131
10	МБЭС	7000	3.00	2.50	7.90%	8.10%	6.51%	159
11	РОСНАНО	12 000	3.00	2.50	7.70%	7.90%	6.14%	176
Итого:		112 000						

ным организациям на возмещение недополученных ими доходов по кредитам, выданным в 2019–2024 годах субъектам малого и среднего предпринимательства по льготной ставке». Изменения были приняты Правительством Российской Федерации 31 декабря 2019 года. Данные предложения направлены на снятие ограничений по включению льготных кредитов в сделки секьюритизации путем сохранения субсидий в результате уступки прав по таким кредитам от уполномоченного банка в пользу специализированного финансового общества. При оценке портфелей возможность получения СФО компенсации недополученных доходов по льготным кредитам в виде субсидии от Минэкономразвития будет означать дополнительный избыточный спред по портфелю залогового обеспечения, позволяющий дополнительно компенсировать потенциальные убытки, возникающие по портфелю.

С учетом сделок 2019 года с начала 2016 года реализовано 6 сделок секьюритизации, общая сумма портфелей кредитов субъектам МСП, участвовавшим в сделках секьюритизации на российском

рынке, составила 47.45 млрд рублей, а объем размещенных облигаций и/или предоставленных старших кредитов — 33.9 млрд рублей. Все сделки были подготовлены и размещены с участием МСП Банка в качестве организатора. Доля портфеля, оригинатором которого является МСП Банк, в общем объеме секьюритизированных портфелей составила 49%.

Развитие и продвижение механизмов секьюритизации портфелей кредитов МСП на ближайший год и перспективу до 2024 года остается одним из приоритетных направлений деятельности МСП Банка. В частности, в 2020 году в наших планах значится:

- объем выпуска облигаций в рамках сделок секьюритизации не менее 10 млрд рублей;
- создание условий для секьюритизации небанковских обязательств субъектов МСП, в частности лизинговых контрактов;
- расширение практики мультиоригинаторной секьюритизации путем привлечения сторонних банков;
- совершенствование условий, правового регулирования и инфраструктуры сделок секьюритизации МСП активов.



Александра ВЕРОЛАЙНЕН,
управляющий директор,
рейтинги структурированного
финансирования, Эксперт РА

На пути к мультиоригинаторной сделке секьюритизации кредитов МСП

Каждая сделка неипотечной секьюритизации — это событие. Мультиоригинаторная сделка секьюритизации кредитов малому и среднему предпринимательству (МСП) — это инновация. Ее успешное внедрение требует длительной подготовки и внимания к деталям.

СФОРМИРОВАТЬ ПУЛ ДЛЯ СДЕЛКИ

Сделки секьюритизации кредитов МСП являются наиболее перспективным направлением неипотечной секьюритизации. На российском рынке уже состоялось 5 таких сделок с портфелями Промсвязьбанка, Транскапиталбанка и МСП Банка (3 выпуска). Объемы размещений составляли по 5–7 млрд рублей. Важную роль в развитии сегмента, безусловно, играет факт закрепления объемов планируемых сделок в национальном проекте по развитию и поддержке МСП. До 2024 года должно быть проведено

сделок на общую сумму 93 млрд рублей. Сделки МСП Банка создают рыночную практику, формируют опыт у участников инфраструктуры и задают бенчмарки для будущих выпусков другими банками.

Первоочередной вопрос в сделках секьюритизации — качество секьюритизируемого портфеля кредитов МСП. В отличие от ипотеки, кредиты субъектам МСП характеризуются более высокими уровнями просроченной задолженности и ее большей волатильностью, более короткими сроками погашения, высоким разнообразием кредитных продуктов и профилей рисков заемщиков.

Задача по формированию пула для секьюритизации является нетривиальной. Подготовка сделки занимает не менее полугода. За это время в силу высокой оборачиваемости портфеля состав пула может неоднократно меняться. По этой причине срок выдержки как фактор, определяющий надежность

ссуды, менее применим для кредитов МСП по сравнению, например, с ипотекой. К тому же портфель кредитов МСП, как правило, однороден по размерам ссуд, и в течение подготовки сделки его уровень концентрации может меняться. Высокая концентрация пула на отдельных заемщиках повышает зависимость кредитного качества сделки от их платежной дисциплины и финансового состояния, поэтому при формировании пула необходимо придерживаться соблюдения принципа диверсификации.

Немаловажным фактором готовности банка к сделке секьюритизации является наличие качественной автоматизированной банковской системы (АБС), позволяющей выгружать в отчет сервисного агента множество параметров по кредиту, а также наличие определенной истории выдач кредитов МСП и практики взыскания. Статистика по винтажам и уровням и срокам возмещения при взыскании по дефолтным кредитам позволяет точнее прогнозировать поведение секьюритизируемого пула. Наиболее важными характеристиками ссуды, которые должна содержать выгрузка реестра, являются платежная дисциплина заемщика, уровень процентной ставки, срочность кредита и тип его амортизации, цели кредита, безусловно, качество и уровень обеспечения ссуды.

Агентство учитывает при расчетах уровня возмещения по кредитам только определенные виды залога: жилую и коммерческую недвижимость, землю, транспорт и оборудование, а также поручительство или гарантию от региональных гарантийных организаций (РГО), Корпорации МСП и банков. Потенциальные выплаты по поручительствам и гарантиям корректируются на надежность самого гаранта или поручителя и обычно покрывают не более половины долга по ссуде (например, гарантия РГО или Корпорации МСП). Остальное обеспечение в случае наличия поручительства или гарантии учитывается в сумме остатка залога после удовлетворения прав требования поручителя или гаранта по регрессу. Наличие надежных поручителей и гарантов, безусловно, повышает качество пула, но требует дополнительной подготовительной работы перед сделкой, связанной с получением согласия от поручителей или гарантов на уступку ссуды на специализированное финансовое общество (СФО).

Еще одним важным моментом на этапе формирования пула является отслеживание отсутствия фактов последующих залогов по уступаемым ссудам. «Последзалог» могут встречаться в ситуациях, когда на балансе банка имеется несколько кредитов одного заемщика, по которым заложено одно и то же имущество. Важно, чтобы СФО не стало владельцем ссуды, по обеспечению которого право первоочередного залогодержателя имеет оригинатор. Такое обеспечение не будет учитываться агентством в расчетах возмещения.

Обеспеченность ссуд — это проблемный вопрос для предприятий МСП, но важный критерий качества портфеля. Для повышения качества сделки этот критерий, как правило, фиксируется в эмиссионной документации в виде минимального уровня среднего покрытия для критической доли портфеля. При том что это один из самых важных пунктов с точки зрения оценки качества портфеля, он является наиболее сложным в администрировании. Передача на СФО кредитов МСП, обеспеченных разнообразными залогами в виде долей в капитале заемщика, недвижимости, векселей, транспорта и оборудования, объектов интеллектуальной собственности и так далее, требует трудоемкой работы с регистрирующими органами по реоформлению залогов на СФО. Особенно эту задачу усложняет наличие револьверного периода в сделках МСП и географическое разнообразие пула. Банку следует заранее, до принятия решения о сделке отрегулировать этот бизнес-процесс. При этом издержки на перерегистрацию залогов, как правило, закладываются в водопад платежей по облигации.

Характеристики самого заемщика также являются важными факторами, влияющими на ожидаемую вероятность дефолта кредита. Для оценки заемщика агентству достаточно его идентификатора (ОГРН и ИНН), используемого для выгрузок данных из публичных источников. В расчетах учитываются как классические финансовые показатели для оценки кредитоспособности (например, достаточность капитала, наличие убытков, покрытие ликвидными активами краткосрочных обязательств), так и информационные сигналы (например, участие в государственных тендерах, наличие исполнительных производств и их характер, факты блокировки счетов

налоговой службой). Отдельную сложность представляет оценка ИП в портфеле в силу их низкой информационной прозрачности. ИП, как правило, составляют незначительную долю в пулах, но тем не менее их присутствие повышает ожидаемую дефолтность пула. Для их оценки принципиально важна статистика оригинатора по просроченной задолженности ИП и работе по взысканию. Обычно вероятность дефолта ИП примерно в два раза превышает вероятность дефолта компаний МСП.

Помимо этого на прогноз ожидаемой вероятности дефолта кредитов влияют отрасль и регион работы заемщика. Из статистики Банка России по просроченной задолженности предприятий агентством была сформирована матрица корректировок вероятности дефолта в зависимости от этих параметров. При наличии высокой доли заемщиков из наиболее уязвимых отраслей (например, строительство и сельское хозяйство) из определенных регионов агентство может вводить повышающие коэффициенты корреляции вероятности дефолта кредитов.

Введение корректировок на кросс-дефолтность — еще один важный фактор роста средней ожидаемой вероятности дефолта портфеля при наличии высокой доли связанных заемщиков в секьюритизируемом портфеле. Агентство оценивает наличие внутри пула заемщиков, связанных между собой, а также связанных с банком-оригинатором, как по формам отчетности, так и по неформальным признакам. Наличие высокой доли связанных сторон не обязательно критично ухудшит кредитное качество выпуска, но создаст плохой прецедент в плане репутации сделок секьюритизации МСП. Такие кейсы, учитывая юный возраст сегмента рынка и чувствительность регулятора к сделкам секьюритизации, могут иметь крайне нежелательные последствия для развития рынка.

ВЫДЕРЖАТЬ «РЕВОЛЬВЕР»

Важной особенностью сделок секьюритизации кредитов МСП является наличие револьверного периода. В револьверный период поступления по основному долгу от портфеля направляются первоочередным образом на покупку траншей в рамках уже уступленных кредитных линий, а затем дополнительных прав требований.

Приобретение новых траншей в рамках уступленных линий происходит вплоть до наступления ускоренной амортизации в соответствии с условиями эмиссионной документации. При оценке револьвера важны юридическая точность и чистота оформления перехода новых прав требований и передачи средств от СФО. Недопустима отсрочка в переходе прав требований к СФО после перевода денежных средств оригинатору. Будущие права требования по кредитным линиям (новые транши) переходят СФО в дату предоставления оригинатором заемщику нового транша, а оплата происходит в ближайшую дату купона в рамках уступленного кредитного договора.

Длинный револьверный период позволяет создать более долгосрочный инструмент с прогнозируемой дюрацией для инвестора, что выгодно отличает секьюритизацию кредитов МСП от ипотечных ценных бумаг, но в то же время накладывает определенные риски для сделки. В длинный револьверный период в зависимости от темпов оборачиваемости кредитов и линий может произойти сильное обновление пула. Степень изменения портфеля за револьверный период прогнозируется исходя из предпосылок по оборачиваемости кредитов и кредитных линий в пуле. Для разных типов ссуд (кредитов, ВКЛ, НКЛ) при этом будут характерны разные темпы. Предпосылки устанавливаются исходя из данных формы 0409303 банковской отчетности, ретроспективного поведения секьюритизируемого пула, темпов погашений по прошлым сделкам оригинатора при их наличии и среднерыночных значений.

Наиболее чувствительными изменениями в результате револьвера для оценки кредитного качества сделки являются снижение средневзвешенной процентной ставки по кредитам, изменение уровня концентрации пула, уровня покрытия обеспечением. Для предупреждения этих рисков в эмиссионной документации фиксируются критерии портфеля, которые должны соблюдаться на протяжении всего срока обращения облигаций. Они важны также с точки зрения бенчмарка для будущих сделок. При прогнозе изменения структуры пула агентство исходит из того, что при соблюдении соответствия характеристик пула всему портфелю банка отклонения от первоначального портфеля в револьверный период маловероятны по

типу ссуды (кредиты или линии), доли ИП, региональной и отраслевой структуре. Если при формировании структуры портфеля заметна попытка originатора выбрать лучшее (cherry picking), то агентство будет закладывать риски ухудшения портфеля в револьверный период, но в рамках лимитов, зафиксированных в эмиссионной документации.

Для оценки способности originатора поддерживать пул в рамках револьвера учитываются текущие темпы выдач и характеристики выдаваемых ссуд, а также сформированный портфель кредитов МСП. Немаловажно учитывать наличие иных сделок секьюритизации, по которым originатору тоже необходимо генерировать уступки ссуд, соответствующих определенным критериям. Демпфером рисков невыполнения револьвера из-за недостаточности кредитов у originатора может быть введение триггеров на досрочный старт амортизации в эмиссионной документации при превышении заданной величины доли денежных средств в покрытии и наличие процентного дохода по залоговому счету.

Роль контролера соблюдения критериев портфеля отводится расчетному агенту. В связи с этим важно, чтобы он был независимой стороной в сделке. С другой стороны, результаты расчета критериев по портфелю независимой стороной могут быть спорными в силу сложности и наличия различных методов расчета некоторых показателей (например, покрытия определенными видами обеспечения). Оптимальным может быть расчет критериев расчетным агентом и их сверка с originатором с закреплением приоритета отчета расчетного агента или расчет критериев originатором и их проверка независимой стороной, например представителем владельцев облигаций (ПВО).

ПОВЫСИТЬ КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО

Классические форматы кредитного усиления сделки, применяемые в ипотечных сделках, применимы и для секьюритизации кредитов МСП: резервный фонд, младший кредит, избыточный спред, триггеры на досрочное закрытие сделки при пробитии определенных ковенант, наличие резервного сервисера и другие.

Объем младшего транша в сделках секьюритизации МСП-кредитов составляет, как правило, около 30% от выкупаемого

портфеля кредитов; для сравнения: в ипотечной секьюритизации — примерно 10%, что соответствует разнице рисков сегментов. 30%-ное превышение покрытием обязательств по облигациям — сложившийся на рынке бенчмарк. Тем не менее необходимая величина младшего транша для высокого кредитного качества старшего долга определяется многими факторами, которые варьируются от сделки к сделке: ожидаемая вероятность дефолта кредитов, уровень обеспеченности кредитов, величина избыточного спреда, темпы оборачиваемости кредитов, длина револьверного периода, контрактный срок погашения облигаций.

Для сделок с кредитами МСП, как правило, характерен высокий уровень избыточного спреда в силу высокого уровня процентных ставок по кредитам МСП по сравнению, например, с ипотекой при сопоставимых ставках размещения облигаций. В последнее время выросла доля выдач по программе льготного финансирования МСП по Постановлению Правительства № 1764. При этом отсутствует законодательная возможность передачи субсидий, получаемых банком, в качестве процентного дохода на СФО при уступке кредитов. При уступке таких кредитов в текущих условиях банки-оригинатор теряет субсидию, и СФО не получает весь процентный доход по передаваемым кредитам, что делает невыгодными их включение в пул. Решение этого вопроса важно для расширения портфеля кредитов МСП, доступных для секьюритизации.

Еще одним классическим методом кредитного усиления является формирование резервного фонда. Наиболее оптимальной его формой является размещение средств на залоговом счете в независимом банке с высоким кредитным рейтингом. Размер резервного фонда, как правило, равен полугодовым купонным выплатам. Его роль как источника ликвидности для обслуживания облигаций критична в период падения сервисера и/или банка залогового счета, на который поступают средства от заемщиков. Форма субординированного кредита или кредитной линии на резервы от банка-оригинатора не решает задачи по усилению сделки, поскольку в случае падения банка резервные средства тоже становятся недоступными. В такой ситуации вероятность дефолта выпуска не может быть ниже вероятности дефолта банка-оригинатора. Открытие

залогового счета в другом банке не требует значительного времени, однако длительным может оказаться процесс внесения в эмиссионную документацию изменений реквизитов залогового счета. Месячная периодичность обслуживания облигаций еще более усиливает необходимость счета резервного фонда в отдельном банке для поддержания устойчивости сделки.

Включение в сделку резервного сервиса также снижает риски разрыва ликвидности при падении основного сервисного агента. Принципиальным является характер взаимодействия с резервным сервисером в период обращения облигаций: регулярная передача выгрузок портфеля, наличие регламента взаимодействия в «холодном» и «горячем» режимах. Влияние наличия резервного сервиса на кредитное качество сделки снижается при высоком уровне кредитного рейтинга основного сервисера, поэтому на практике не является обязательным элементом для любых сделок.

ОБЪЕДИНИТЬСЯ, ЧТОБЫ РАЗГРУЗИТЬ КАПИТАЛ

Небольшие банки, которые не имели опыта секьюритизации портфелей и для которых стоит задача разгрузки капитала, заинтересованы в сделках секьюритизации на мультиоригинаторной основе под организационным руководством МСП Банка. Мультиоригинаторная сделка привлекательна возможностью разделить операционные расходы выпуска, а также тем, что в таких сделках отсутствует консолидация СФО в периметр банка-оригинатора. Последнее позволяет улучшить показатель достаточности капитала банка также и по отчетности МСФО. Необходимость наличия единой ИТ системы не является критическим требованием. Важно наладить выгрузку отчетов сервисера в едином табличном формате из АБС банка, отладить внебалансовый учет портфеля, а также иметь электронный документооборот с хранителем кредитной документации по уступаемым кредитам и ПВО.

МСП Банк как банк развития принимает в таких сделках на себя функцию разработчика единых форм отчетности сервисера и расчетного агента, непосредственно расчетного агента, резервного сервисера, банка залогового и/или резервного счета, организатора выпуска, промежуточного кредито-

ра и якорного инвестора. Это существенно упрощает инфраструктуру сделки. С другой стороны, банки — участники сделки могут сдержанно отнестись к идее поделиться с МСП Банком коммерчески чувствительной информацией о своих кредитах и заемщиках, включаемых в пул. Это будет ограничивать влияние МСП Банка, который уже имеет опыт секьюритизации своего портфеля, на отбор кредитов для сделки и снижать отработанность процедуры смены сервисера при падении одного из банков.

Наличие нескольких пулов в мультиоригинаторных сделках обуславливает специфику водопада платежей. Избыточный спред портфеля одного банка может использоваться как финансовая поддержка водопада портфеля другого банка. Кроме того, в качестве источника ликвидности для обслуживания облигаций могут использоваться средства резервного фонда другого банка. Но при этом каждый оригинатор предоставляет младший кредит, который абсорбирует дефолты только своего портфеля. Он же является средством вывода остатка процентной маржи.

Наличие нескольких портфелей в сделке создает дополнительную трудоемкость их оценки в силу разнородности портфелей, различий практики андеррайтинга и взыскания разных оригинаторов. Портфели разных банков будут отличаться по концентрации, типам продуктов, региональной и отраслевой структуре, обеспеченности, оборачиваемости и так далее. Все принципы оценки, которые были описаны в отношении монооригинаторной сделки, релевантны и для мультиоригинаторной с тем различием, что такой анализ нужно проводить по каждому портфелю отдельно. Время, необходимое для подготовки такой сделки, также удлинится вплоть до одного года.

В условиях роста концентрации на крупнейших банках в сегменте кредитования МСП мультиоригинаторные сделки являются интересной альтернативой фондирования для региональных банков с базовой лицензией. Успех первых точечных сделок секьюритизации кредитов МСП позволит масштабировать этот опыт. В конечном итоге секьюритизация через разгрузку капитала банков позволит увеличить объемы и улучшить условия кредитования МСБ, что расширит возможности инвестирования малого и среднего бизнеса.



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

Первая в России секьюритизация выручки солнечных электростанций

Выпуск облигаций «СФО Русол 1» стал первой в России сделкой секьюритизации платежей, получаемых в рамках программы ДПМ (Договоров предоставления мощности) квалифицированными генерирующими объектами, функционирующими на основе возобновляемых источников энергии (ВИЭ). Указанные ДПМ представляют собой долгосрочные договоры с остаточным сроком действия более 10 лет на покупку мощности по регулируемому государством тарифу, заключенные между генератором электроэнергии и крупными игроками оптового рынка электроэнергии и мощности (ОРЭМ). Тариф формируется таким образом, чтобы за период действия договора инвесторам была полностью возмещена величина инвестированного капитала с установленной нормой доходности, а также с учетом компенсации эксплуатационных затрат Проектных компаний и возмещения налогов на имущество и прибыль.

Всего было размещено три транша: Старший транш А (рейтинг АКРА «ruA+»), Мезонинный транш Б («ruBBB+») и Младший транш В (без рейтинга).

Получателями займов в сделке были две построенные солнечные электростанции (СЭС) в Астраханской области совокупной установленной мощностью 30 МВт:

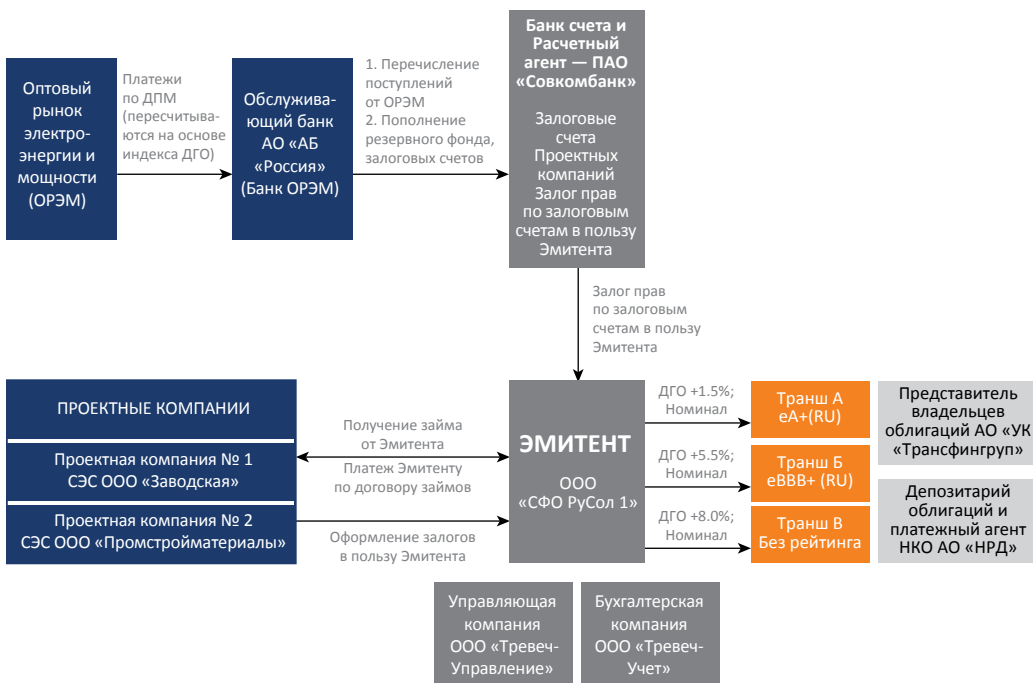
Проектная компания № 1 — СЭС «Заводская» установленной мощностью 15 МВт (начало коммерческой эксплуатации — сентябрь 2017 года);

Проектная компания № 2 — СЭС «Промстройматериалы» установленной мощностью 15 МВт (начало коммерческой эксплуатации — май 2018 года).

Прежде чем обратиться к описанию структурных моментов сделки, необходимо объяснить мотивацию заказчика, компании «Солар Системс», к реализации такой сложной транзакции.

Во-первых, компания смогла рефинансировать кредиты ЕАБР и, не увеличивая ставки по сравнению с кредитом ЕАБР,

Рисунок 1. Схема сделки секьюритизации «СФО Русол 1»



сделать кэш-аут около 2 млрд рублей. Полученные средства планируются к инвестированию в новые проекты.

Во-вторых, протестирован механизм создания публичного долгового инструмента с рыночным обращением. Высокие рейтинги «А+» и «BBB+» не были бы получены без объединения активов, что позволило диверсифицировать риски. Объем сделки вызвал заинтересованность у широкого круга рыночных участников.

В-третьих, полученный уровень leverage вряд ли был достижим при частном обращении «Солар Системс» в банки. Большинство банков отказалось бы рефинансировать заем под уровень DSCR 1.2. Обычно банки требуют большего покрытия. Организаторам удалось найти баланс между желанием компании занять как можно больше и риск-аппетитом инвесторов за счет создания резервных фондов на уровне эмитента и Проектных компаний.

Задачей данной статьи является обзор основных структурных элементов транзак-

ции, а также обсуждение проблем, которые были выявлены в ходе размещения.

ИННОВАЦИОННЫЕ СТРУКТУРНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ СДЕЛКИ

Синтетическая секьюритизация (отсутствие true sale). Основными генерирующими денежный поток активами в сделке являлись договоры ДПМ, непосредственно привязанные к конкретным станциям и действующие до ноября 2030 года. Первой мыслью организаторов было использовать механизм классической секьюритизации, то есть продать СФО права требования по ДПМ. При реализации возникло две проблемы:

1. Регуляторная: получатель платежей по ДПМ должен был стать участником рынка ОРЭМ;

2. Налоговая: ФНС мог потребовать у СЭС заплатить налог на прибыль от реализации прав по ДПМ.

Первая проблема была решаемая: примерно за три месяца СФО могло бы

получить одобрение Совета рынка и стать участником ОРЭМ. Вторая проблема явилась камнем преткновения: никакое структурирование договора уступки прав не могло бы избавить СЭС от рисков начисления налога на прибыль up-front или по ходу сделки. В итоге было принято решение секьюритизировать станции как единый имущественный комплекс через механизм залога по договорам займа от СФО Проектным компаниям. Впервые в России была применена синтетическая секьюритизация.

Структурные облигации. Использование займов СФО вынудило нас структурировать сделку как структурные облигации, так как в ФЗ «О рынке ценных бумаг» сказано, что если СФО выдает займы, то оно выпускает структурные облигации. Для обычных облигаций с залоговым обеспечением предусмотрено только приобретение, а не выдача денежных требований. Выпуск структурных облигаций избавлял нас также от необходимости решать вопрос с 20%-ным удержанием риска оригинатором.

Кредитное событие. Закон требует для структурных облигаций наличия кредитного события, при котором происходит списание номинала облигаций. Мы понимали, что будет крайне тяжело объяснить инвесторам возможность полной потери инвестиций. Логичным выходом стало сделать кредитным событием факт подачи на банкротство Проектных компаний, но при этом обеспечить, чтобы менеджмент, бенефициары и прочие кредиторы СЭС не могли бы подать на банкротство без ведома и согласия СФО/ПВО. Таким образом, подача на банкротство стала возможна только в ситуации, когда у СЭС действительно нет активов для компенсации инвесторам.

Запрет на банкротство без ведома СФО потребовал согласия заемщиков и их бенефициаров на подписание квазикорпоративного договора (ККД) с СФО с целью ограничения прав УК СЭС и бенефициаров СЭС. Ограничения СЭС только обмычной операционной деятельностью помимо ККД были также отражены в уставах СЭС.

Плавающий купон и амортизация.

Выручка СЭС состоит на 93% из гарантированных платежей за мощность по договорам ДПМ, и только 7% выручки зависит от продажи электроэнергии. Выручка по ДПМ привязана к ставке долгосрочных государственных обязательств (ДГО) — доходности 10-летних ОФЗ за прошлый календарный год, рассчитываемой на основе G-кривой, а также имеет предсказуемые сезонные колебания. В целом, выручка по ДПМ похожа на аннуитетный платеж, меняющийся от ставки ДГО.

Данная специфика выручки была перенесена на облигации. Транши «прайсились» как «Ставка ДГО плюс маржа». Для класса А мы прямо прописали формулу аннуитета в Решении о выпуске в надежде привлечь средства НПФ, так как неопределенность в погашении сделок секьюритизации (prepayment risk) зачастую становится препятствием для УК НПФ.

Для классов Б и В из-за сезонных колебаний выручки прямые аннуитетные формулы решено было не прописывать, но по факту амортизация классов Б и В была замоделирована на уровне аннуитетной амортизации класса А.

Резервные фонды. Внезапные колебания выручки, связанные с авариями и прочими внештатными ситуациями, призваны нивелировать Резервный фонд Эмитента и Резервные фонды Проектных компаний.

Резервный фонд Эмитента эквивалентен совокупной сумме двух квартальных выплат части номинальной стоимости облигаций и купонного дохода по облигациям класса А, купонного дохода по облигациям класса Б и операционных затрат СФО за год.

Резервные фонды Проектных компаний представляют собой неснижаемые остатки денежных средств на залоговых счетах с целью обеспечения DSCR не ниже 1.2 в любой момент времени. Согласно условиям договоров займа, если на залоговых счетах Проектных компаний оказывается недостаточно средств для поддержания требуемого объема резервного фонда, то проектные компании в течение 6 месяцев обязаны пополнить Резервный фонд Проектных компаний до

требуемого уровня путем перечисления денежных средств на залоговые счета. Проектные компании в этом случае будут вынуждены использовать механизм поддерживающего платежа (означает любой заем, предоставленный Проектным компаниям на залоговый счет, требования по которому субординированы по отношению к обязательствам Проектных компаний в рамках договора займа).

Квазикорпоративный договор (ККД).

ККД явился ключевым элементом договорной документации, обеспечивающим комфорт инвесторов. ККД предусмотрено полное обособление денежных потоков Проектных компаний, вводится полный запрет на принятие самостоятельных решений Проектными компаниями без предварительного письменного согласия эмитента, в том числе решений, связанных с:

- утверждением внутренних документов, регламентирующих распределение и использование денежных потоков проекта;
- принятием решений об одобрении (в соответствии с требованиями статьи 46 Федерального закона № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью») крупных сделок с имуществом, стоимость которого составляет не менее 25% балансовой стоимости каждой Проектной компании;
- использованием резервного фонда;
- принятием решения о реорганизации/ликвидации Проектных компаний;
- расторжением/уступкой прав по ДПМ по инициативе Проектных компаний;
- увеличением уставного капитала Проектных компаний;
- размещением облигаций и иных неэмиссионных ценных бумаг, неконвертируемых в доли участия;
- принятием решения о распределении чистой прибыли Проектных компаний между их участниками;
- внесением по инициативе Проектных компаний любых изменений в следующие договоры (за исключением изменений, предусмотренных действующим законодательством, и/или правилами ОРЭМ, и/или в результате индексации суммы договора в связи с ростом потребительских цен на товары и услуги

(на величину не более опубликованного Федеральной службой государственной статистики индекса потребительских цен с даты заключения такого договора)):

- договор на эксплуатацию СЭС между ООО «ИЦЭВЭ» и Проектной компанией;
- договор об оказании услуг по оперативно-диспетчерскому управлению в электроэнергетике между АО «СО ЕЭС» и Проектной компанией;
- соглашение о технологическом взаимодействии между АО «СО ЕЭС» и Проектной компанией;
- совершением любых действий (в том числе заключением, изменением или прекращением любых договоров), которые могут повлечь потерю любой из Проектных компаний статуса субъекта ОРЭМ;
- заключением сделок, направленных на отчуждение или обременение любого имущества Проектных компаний (за исключением обременения, связанного с исполнением ими своих обязательств по кредитам, полученным в любой момент времени от ПАО «Совкомбанк»);
- предоставлением займов третьим лицам (в том числе совершением сделок в отношении аналогичной финансовой задолженности);
- предоставлением поручительств или гарантий по обязательствам третьих лиц;
- заключением сделок по приобретению имущества стоимостью свыше 5 000 000 рублей;
- привлечением финансирования в любом виде (кроме займов Эмитента по договорам займа и любого поддерживающего платежа), за исключением возникновения на принадлежащих Проектным компаниям СЭС аварий или иных чрезвычайных обстоятельств, при которых такие сделки требуются для экстренного восстановления нормального текущего функционирования таких СЭС, на сумму не более 25 000 000 рублей (при условии предварительного письменного согласия Эмитента с приложением документов, подтверждающих наличие таких обстоятельств и необходимость заключения таких сделок);
- заключением, изменением или прекращением договора с резервной эксплуатирующей организацией;

- обращением любой из Проектных компаний в арбитражный суд с заявлением о признании Проектной компании банкротом.

Залоги. Так как имущественный комплекс и доли в станциях до сделки находились в залоге по кредитам ЕАБР, сделкой предусмотрен срок 60 дней на перевод залогов в пользу СФО. При этом купон, который необходимо заплатить инвесторам в случае, если залоги не будут оформлены, предварительно фондируется в дату размещения, а средства от размещения не поступают Проектным компаниям до оформления залогов.

Сделкой предусмотрены залоги:

- 100% уставного капитала Проектных компаний;
- прав требования по Договорам о предоставлении мощности;
- прав требования по договорам банковских счетов Проектных компаний (на которые поступает выручка Проектных компаний);
- движимого имущества Проектных компаний;
- прав требования по договорам на оказание услуг по эксплуатации;
- прав требования по договорам страхования имущества Проектных компаний в размере балансовой стоимости СЭС с назначением Эмитента выгодоприобретателем, а также залог прав требований по данным договорам в пользу Эмитента.

Резервный оператор и Прямое соглашение. С целью предотвращения прекращения обслуживания станций Проектные компании и действующий оператор станций ООО «ИЦЭВЭ» заключили прямое соглашение о продолжении оказания эксплуатационных услуг оператором на условиях действующего договора в случае реализации события дефолта и перехода прав требования по заложенному имуществу в пользу СФО. А на случай некачественной работы оператора было подписано соглашение с резервным оператором АО «СО ЕЭС» на тех же условиях.

В процессе структурирования был разработан и осуществлен список всевозможных мер для обеспечения комфорта

инвесторов, в некоторых аспектах (например, наличие резервного оператора) превышающий требования банков, выдающих корпоративные кредиты.

РАЗМЕЩЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ

Организаторы сделали все возможное для привлечения максимального спроса всех классов инвесторов. Для банков класс А был привлекателен не только ставкой, но и низким давлением на капитал. Согласно Постановлению № 647-П от 04.07.2018 «Об определении банками величины кредитного риска...» RWA класса А составило всего 37%.

Класс Б за счет рейтинга «ruBBB+» и высокой премии (доходность ~14%) вызвал интерес со стороны частных квалифицированных инвесторов и инвесторов, не имеющих ограничений по 647-П.

Класс В не предлагался рынку и был выкуплен менеджментом и бенефициарами «Солар Системс».

К сожалению, мы не нашли спроса среди УК НПФ из-за ограничений, налагаемых «Положением об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование...» (утв. Банком России 01.03.2017 № 580-П). Управляющие ссылались на Постановление № 580-П как препятствие к покупке данного инструмента. Предлагаемые облигации трактовались как «облигации, выплаты (часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными», а также как «зависящие от исполнения обязательств третьими лицами». Согласно п. 1.4.4. Постановления № 580-П совокупный объем данных инструментов в портфеле ограничен 10% стоимости инвестиционного портфеля.

Первая причина (использование «формул с переменными») могла быть устранена, так как в данной сделке переменной величиной является ежегодно определяемая ставка ДГО, рассчитываемая на основе 10-летней G-кривой в торговой системе Московской биржи, то есть параметр, связанный с процентными ставками.

Вторая причина («зависимость от исполнения обязательств третьими лица-

ми» — солнечными электростанциями) стала препятствием для управляющих НПФ. Делая эту оговорку, регулятор явным образом пытается ограничить любые секьюритизационные бумаги в портфелях НПФ. Однако, как мы знаем, риск в секьюритизации зависит не от «третьих лиц», а от уровня субординации.

Неисполнение обязательств «третьими лицами» оспаривается через суд, данные обязательства, как правило, обеспечены залогами. Никаких принципиальных отличий в действиях ПВО при дефолте по корпоративным облигациям или по секьюритизациям нет: идет обращение взыскания на залоги, реализация залогов через аукцион и так далее. Использование термина «обязательства третьих лиц» является основным препятствием к привлечению длинных пенсионных средств к участию в надежных секьюритизационных инструментах. Это также блокирует возможности банков по рефинансированию процентных рисков и в итоге тормозит развитие экономики страны. Пенсионные средства не могут быть привлечены для финансирования длинных концессионных соглашений, инфраструктурных проектов, к развитию

нацпроектов. Мы планируем обратиться к регулятору с предложением полностью исключить неудачный термин «обязательства третьих лиц» из № 580-П.

РЕЗЮМЕ

Сделка позволила доказать возможность использования лучших мировых практик синтетической секьюритизации и whole-business securitization в российском законодательстве. Был построен механизм создания публичного долгового финансирования для любых бизнес-активов с предсказуемой, надежной выручкой. Он может быть применен для концессий на эксплуатационной стадии, проектов естественных монополий и инфраструктурных проектов.

При условии снятия ограничений в № 580-П мы видим спрос со стороны пенсионных фондов, заинтересованных в длинных, надежных инвестициях с доходностью, гарантированно отбивающей инфляцию. Мы видим спрос также и со стороны девелоперов, инфраструктурных компаний, которые предпочитают зарабатывать на стройке, а не на эксплуатации. Подобные инструменты — это win-win для всех участников рынка.

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2020

Инфраструктура
рынка секьюритизации

«Рынок ждет новых стандартов эмиссии»

«Круглый стол» представителей инфраструктуры рынка

Представители управляющих организаций и специализированных депозитариев в рамках «круглого стола» «Энциклопедии российской секьюритизации – 2020» рассказали, какие изменения в законодательстве вступили в силу в 2019 году, что рынок ожидает от регулятора в 2020 году, поделились интересными юридическими кейсами в последних сделках и обсудили роль юридических консультантов, а также инфраструктурной поддержки в условиях стандартизации сделок.

Какие юридические новеллы рынка секьюритизации появились в 2019 году? Какие нововведения в законодательстве ожидаются в 2020 году?



Илья Фомичев, генеральный директор, АО ВТБ Специализированный депозитарий

— Основными правовыми новеллами стали расширение перечня включаемых в состав ипотечного покрытия требований и появление возможности эмиссии биржевых облигаций с залоговым обеспечением.

Существенной является возможность включения в ипотечное покрытие требований по кредитам и займам требований, обеспеченных залогом прав требования участника долевого строительства, вытекающих из договора участия в долевом строительстве, отвечающего требованиям Федерального закона от 30.12.2004 № 214-ФЗ

«Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» (права требования участника долевого строительства).

Кроме того, стала возможной эмиссия облигаций с ипотечным покрытием в качестве биржевых облигаций, правила выпуска которых определяются Федеральным законом № 39-ФЗ от 22.04.1996 «О рынке ценных бумаг». При этом биржевыми облигациями с залоговым обеспечением могут быть только облигации с ипотечным покрытием, предусмотренные Федеральным законом № 152-ФЗ от 11.11.2003 «Об ипотечных ценных бумагах».

Предполагается, что в течение 2020 года законодателем будет рассмотрена дополнительная возможность секьюритизации

автокредитов и кредитов, предоставляемых субъектам малого и среднего предпринимательства.

Анна Зайцева, генеральный директор, ДК «Регион»

— Для нас как специализированного депозитария наиболее существенными стали изменения в ФЗ «Об ипотеке», меняющие принципы депозитарного учета закладных. Конечно, это не совсем новеллы рынка секьюритизации, но на сделках и расходах эмитентов эти изменения сказываются существенно, если в сделке используется депозитарный учет. При этом депозитарный учет используется во всех сделках с ДОМ.РФ.

Внесенные в закон правки изменили порядок работы с закладными. Депозитарный учет стал обязательным, введено понятие обездвижения. Закладная, учитываемая в системе депозитарного учета, не может быть списана со счета депо и передана владельцу закладной иначе как в случае полного погашения обязательства и погашения регистрационной записи об ипотеке. Таким образом, закладные обязаны учитываться на счетах депо, в том числе после погашения выпуска ипотечных ценных бумаг и расформирования ипотечного покрытия. После закрытия сделки у эмитента или банка-оригинатора сохраняются расходы на депозитарный учет закладных до тех пор, пока ипотека не будет прекращена. Кроме того, законом введено обязательство депозитария по уведомлению Росреестра и всех обязанных по закладной лиц об обездвижении закладной. Это также увеличило расходы эмитентов при формировании ипотечного покрытия. Изменения вступили в силу 1 июля 2018 года, но в полной мере они стали ощутимы именно в 2019 году.

Внесенные изменения в закон также коснулись порядка погашения записи об ипотеке в Росреестре. Сервисные агенты были вынуждены изменить свои бизнес-процессы. Для некоторых это повлекло увеличение операционных издержек, что впоследствии может сказаться на стоимости их услуг.

У отделений Росреестра не было единой практики, что существенно осложняло взаимодействие и сервисных агентов с Росреестром, и депозитария с Росреестром.

В течение 2019 года практика потихоньку формировалась, и мы позитивно смотрим в этом плане на 2020 год. Рассчитываем, что в 2020 году все отделения Росреестра будут иметь одинаковые инструкции и предъявлять единые требования. Очень рассчитываем также на возможность электронного взаимодействия с Росреестром.

Луиза Лесная, директор, Trewetch Group

— Самым «громким» нововведением стало внесение существенных, можно даже сказать, революционных изменений в регулирование рынка ценных бумаг, а именно упрощение эмиссии ценных бумаг и отказ законодателя от документарных облигаций, о чем было много сказано и написано за последний год.

Сейчас рынок начинает применять новые подходы на практике, в том числе размещая в 2020 году зарегистрированные в 2019 году выпуски облигаций уже по новым требованиям. Так, в одночасье зарегистрированные, но не размещенные документарные облигации стали бездокументарными, но от этого не потеряли своей привлекательности, что доказало успешное их размещение в январе — феврале 2020 года.

Теперь рынок ждет второй части «ценно-бумажной» реформы, а именно принятия новых стандартов эмиссии и раскрытия информации.

Кроме того, в 2019 году появился на свет новый инструмент — биржевые облигации с ипотечным покрытием, — позволяющий оригинаторам значительно экономить время и средства.

Законодатель в том же августе 2019 года позволил ипотечным агентам вступать в возмездные договорные отношения с физическими лицами в целях отчуждения ими недвижимого имущества.

Геннадий Годяев, руководитель направления структурного финансирования, TMF Group

— Наиболее заметной юридической новеллой, захватившей внимание участников рынка секьюритизации в конце 2018-го — начале 2019 года, стало появление в ФЗ о РЦБ положений о структурных облигациях (Федеральный закон № 75-ФЗ от 18.04.2018 «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг”»

в части регулирования структурных облигаций). Во второй половине 2019 года была реализована первая сделка, организатором которой выступила компания БКС.

Помимо этого 1 мая 2019 года вступил в силу Федеральный закон № 310-ФЗ от 03.08.2018, изменивший регулирование инсайдерской информации. В соответствии с новым документом эмитенты должны были разработать правила внутреннего контроля по предотвращению, выявлению и пресечению неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком и собственный перечень дополнительной инсайдерской информации.

Важной новеллой также является вступление в силу Федерального закона № 76-ФЗ от 01.05.2019, предоставившего заемщикам возможность использовать «ипотечные каникулы». Принятие данного

Закона — однозначно прогрессивный и позитивный шаг.

Для заемщиков — физических лиц, оказавшихся в сложной жизненной ситуации, опция полной приостановки платежей по ипотечному кредиту на срок до 6 месяцев является большим плюсом. Однако есть и обратная сторона медали. Данные изменения усложняют банку-оригинатору стадию планирования сделки, а по текущим сделкам появляется необходимость в корректировке финансовой модели. Кроме того, увеличиваются трудозатраты расчетного агента.

В 2020 году ожидается вступление в силу пакета поправок по упрощению процедуры эмиссии и раскрытия информации, обозначенных в Федеральном законе № 514-ФЗ от 27 декабря 2018 года, в частности новых Положений о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг и о стандартах эмиссии ценных бумаг.

Какой является позиция юридического консультанта / управляющей организации в 2020 году в условиях преобладания на рынке стандартизированных сделок ДОМ.РФ? Услуги юридических консультантов / управляющих организаций в сделках секьюритизации востребованы?



Геннадий Годяев

— С 2014 года наблюдается тенденция государственного преобладания на рынке. В 2018 году доля рыночных сделок в ипотечной секьюритизации была минимальной, а в 2019 году полностью оформилась монополия государства в лице ДОМ.РФ.

Но позитивным моментом является курс Банка России на снижение ключевой ставки. Это дает возможность заемщикам брать более дешевые кредиты, а банкам активно наращивать ипотечные портфели. Мы с оптимизмом смотрим на развитие рынка ипотечного кредитования и прогнозируем интерес к услугам управляющих компаний на рынке секьюритизации.

Рынок секьюритизации является самым заметным сектором более обширного рынка структурного финансирования. В теку-

щих условиях мы сосредотачиваемся на других направлениях структурного финансирования и рынков капитала, используя опыт наших западных коллег.

Луиза Лесная

— В силу требований федерального законодательства по передаче функции единичного исполнительного органа ипотечного агента и специализированного финансового общества услуги управляющей организации в 2020 году остаются востребованными: как обслуживание текущих сделок ипотечной секьюритизации, так и подготовка и последующее обслуживание сделок неипотечной секьюритизации, в том числе раскрытие информации, корпоративное сопровождение, организация бухгалтерского учета, взаимодействие с иными элементами инфраструктуры сделки секьюритизации — все перечисленное требует ежедневной и кропотливой работы управляющей организации. Как показала практика, это очень

удобно для оригинатора, и к профессиональному опыту управляющей организации прибегают не только в тех случаях, когда это требует законодатель, но и добровольно. Кроме профессионального опыта преимуществом УК является и отсутствие трудовых отношений у эмитента, четкий контроль обязательств УК и финансовая прозрачность деятельности эмитента.

На наш взгляд, в сложившихся условиях «стандартизированных сделок ДОМ.РФ» рынок стремится найти новые инструменты, поэтому роль юридических консультантов и управляющих компаний должна возрастать. Ведь подготовка новых сделок в новых условиях требует новых знаний, быстроты реакции, способности быстро

изменить устоявшиеся внутренние бизнес-процессы.

Илья Фомичев

— Как уже неоднократно отмечалось, существенным моментом организации сделок по секьюритизации являются функции юридического и налогового консультанта. Очевидно, что в условиях заключения стандартных договоров (контрактов) роль таких консультантов снижается.

При этом услуги юридических консультантов востребованы, но конкурентная среда на данном рынке еще продолжит свое формирование (предполагается расширение количества предложений со стороны лиц, оказывающих юридические услуги).

Вы наблюдали интересные юридические кейсы в последних сделках? Расскажите о них.



Луиза Лесная

— Государственная регистрация Банком России первого выпуска «зеленых» структурных облигаций, размещение первого выпуска облигаций специализированным обществом проектного

финансирования (СОПФ) в рамках федеральной программы «Фабрика проектного финансирования», секьюритизация под залог будущих прав требования, секьюритизация в области кредитования малого и среднего предпринимательства — это только единичные примеры интересных кейсов последнего года.

Кроме того, сделки предполагают теперь участие не только СОПФ, но и специализированного финансового общества (СФО) в федеральных программах. Так, например, программа федерального субсидирования в области кредитования малого и среднего предпринимательства предусматривает возможность получения субсидий СФО; ипотечные агенты участвуют в федеральной программе по «ипотечным каникулам».

Стоит отметить, что прецеденты подобного участия SPV в федеральных программах «финансовой помощи» уже были. Так, ипотечные агенты участвовали в фе-

деральных программах, реализуемых на базе ДОМ.РФ.

2019 год отмечен также интересной сделкой по успешной секьюритизации просроченной задолженности в области потребительского кредитования, организованной Совкомбанком.

Геннадий Годяев

— Для TMF Group в прошедшем году самым ярким кейсом стал выпуск первых структурных облигаций по российскому праву. В данной сделке структурные облигации являются инструментом с частичной защитой капитала, в качестве базового актива выступают акции и депозитарные расписки крупнейших российских эмитентов, которые смогут позволить покрыть снижение стоимости «рискованной» части активов. Потенциальный доход инвесторов — 16% годовых. В соответствии с требованиями закона покупка данных бумаг доступна только квалифицированным инвесторам. Ноты были эмитированы через специализированное финансовое общество, которому TMF Group предоставил услуги управляющей и бухгалтерской организаций.

На развитых рынках структурные облигации пользуются популярностью у инвесторов в связи с возможностью получения повышенного дохода при не самых высоких рисках. На российском рынке данный

продукт пока является относительно новым. До настоящего выпуска российским инвесторам были доступны структурные облигации, выпущенные за пределами РФ. Мы видим большой потенциал развития этого инструмента и прогнозируем рост спроса на эти бумаги со стороны новых инвесторов, особенно в случае снижения законодательных барьеров в отношении квалифицированных инвесторов.

Илья Фомичев

— В настоящий момент на рынке имеется опыт секьюритизации ипотечных обязательств и неипотечных активов (автокредитов, кредитов, предоставляемых субъектам малого и среднего предпринимательства).

Наиболее перспективным с точки зрения новизны кейсов представляется вариант секьюритизации сделок проектного финансирования инвестиционных проектов.

Какие активы кроме ипотеки можно секьюритизировать? Существуют ли юридические сложности, которые мешают развитию неипотечной секьюритизации?



Анна Зайцева

— В соответствии с законом о секьюритизации можно секьюритизировать любые активы. Непосредственно наша компания принимает участие в секьюритизации кредитов малому и среднему бизнесу. Такие сделки, насколько мы можем судить, не встречают юридических препятствий.

Илья Фомичев

— Как уже отмечалось, наиболее перспективным представляется вариант секьюритизации сделок проектного финансирования. Допустима также секьюритизация неипотечных активов — автокредитов, кредитов, предоставляемых субъектам малого и среднего предпринимательства.

Основной проблематикой с правовой точки зрения реализации данных сделок являются объективные пробелы в регулировании рынка ценных бумаг, связанные с данными кейсами.

Геннадий Годяев

— Помимо традиционной ипотечной секьюритизации российскому рынку знакомы сделки секьюритизации кредитов малому и среднему предпринимательству и автокредитов. В практике зарубежных рынков в силу значительно более развитого по большинству из требуемых направлений регулирования (в частности, банковского законодательства и законодательства о ценных бумагах) имеют

ся примеры использования других активов в сделках, например секьюритизация поступлений по кредитным картам или прав требования по залоговым счетам. За рубежом не остаются без внимания и криптовалюты. В ближайшие годы существует перспектива проведения сделок с их использованием.

Сложившаяся рыночная и регуляторная ситуация на российском рынке не способствует активному развитию большинства направлений неипотечной секьюритизации. Особенно сильно повлияло применение рекомендаций Базель III, в частности Положений Банка России 511-П, 647-П.

Луиза Лесная

— Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в настоящее время предоставляет возможность секьюритизировать самые различные активы: денежные требования по кредитным договорам (без ограничения по их видам: потребительские, автокредиты, кредиты малого предпринимательства), договорам займа, в том числе будущие денежные требования, иные денежные требования, в том числе по договорам лизинга и договорам аренды, ценные бумаги, даже иностранные финансовые инструменты, не квалифицированные в качестве ценных бумаг, производные финансовые инструменты. Более того, теперь СФО — эмитенту структурных облигаций — дано право предоставлять заемные средства, размещать денежные средства во вклады, в том числе в драгоценных металлах, приобретать драгоценные металлы.

В феврале 2020 года состоялось успешное размещение выпуска структурных об-

лигаций, базисным активом по которым являются паи ЗПИФ, что только подтверждает, что рынок готов пробовать новые продукты.

Более того, законодатель не предъявляет требований к кредитному качеству секьюритизируемых денежных требований, что позволяет переводить в ликвидные активы (облигации) даже просроченную

задолженность, так называемые «плохие» долги (в случае плодотворной работы коллекторской службы originатора). Прецедент такой секьюритизации уже есть, это стало одним из открытий 2019 года на рынке секьюритизации, и опыт реализации сделки оказался более чем успешен и однозначно будет востребован и повторен.

Каких решений рынок ждет от регулятора в 2020 году? Является текущая регуляторная среда стабильной? Что нужно для развития рынка?

Илья Фомичев

— Представляется необходимым рассмотреть вопросы, связанные с секьюритизацией проектного финансирования и повышением доступности финансовых услуг для населения и субъектов малого и среднего предпринимательства путем введения единых стандартов кредитования.

Внедрение единых стандартов кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства стандартизирует процедуру выдачи кредитов таким субъектам, упростит взаимодействие между кредитными организациями, оптимизирует ситуацию для реализации сделок по секьюритизации. Все вышеуказанное должно способствовать снижению ставок для конечного заемщика и стимулировать развитие кредитования данного сегмента предпринимательства.

Луиза Лесная

— Рынок ждет новых стандартов эмиссии, нового положения о раскрытии информации, в том числе в части урегулирования новых форм эмиссионных и отчетных документов, а также изменения подхода к объему, сроку и периодичности раскрытия информации, в том числе инсайдерской.

Кроме того, практика реализации и обслуживания сделок секьюритизации выявляет те или иные пробелы и неточности в правовом регулировании. Развитию рынка способствовало бы решение и урегулирование пусть точечных, но от этого не менее важных вопросов.

Взять, например, решение судьбы имущества, оставшегося на балансе SPV после погашения облигаций в силу невозможности его реализации; закрепление упрощенной про-

цедуры банкротства и ликвидации SPV, от которого фактически отказался originator на стадии до выпуска облигаций; введение презумпции отсутствия вины, а следовательно, и субсидиарной ответственности акционеров (участников) и управляющей организации SPV (ипотечных агентов и специализированных обществ), которые не осуществляют фактического контроля и управления, так как SPV является только инструментарием структурирования сделки и не участвует в распределении прибыли, — это лишь отдельные вопросы, требующие законодательного регулирования или как минимум разъяснений Банка России как регулятора либо Верховного суда Российской Федерации.

Геннадий Годяев

— В текущем году регулятор уже успел порадовать очередным снижением ключевой ставки на 25 б.п., до 6% годовых. Ряд аналитиков и экспертов прогнозируют последующее снижение ключевой ставки до 5.5% годовых в текущем году. Данный шаг скажется благоприятно на развитии российского рынка кредитования, поставляющего «сырье» для последующей секьюритизации.

Регуляторная среда в РФ традиционно не является стабильной. Каждый год участники рынка находятся в ожидании вступления в силу либо разработки тех или иных изменений законодательства. Поэтому наиболее благоприятным сценарием развития рынка видится минимизация изменений регулирования в текущем году. Более важны периоды стабильности, за которыми должны следовать плавные изменения, давая возможность адаптироваться всем участникам рынка и привлечь новых игроков.

Летом Госдума приняла поправки в ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», которые позволят выпускать ИЦБ как биржевые. Работа с биржей ускорит процесс размещения ИЦБ? Способствует ли упрощение эмиссии увеличению количества сделок?

Луиза Лесная

— Да, действительно, со 2 августа 2019 года законодатель дал зеленый свет биржевым облигациям с ипотечным покрытием, предоставив бирже право присваивать идентификационные номера программам облигаций с ипотечным покрытием, а также всем выпускам облигаций, обеспеченных залогом одного ипотечного покрытия, в том числе размещаемых путем закрытой подписки, если облигации хотя бы одного из таких выпусков размещаются путем открытой подписки и допускаются биржей к организованным торгам. Это новшество существенно сокращает как расходы по сделке, так и временные затраты. Счет до выхода на рынок может теперь уже идти даже на дни.

Бесспорно, это новый инструмент на рынке ипотечных ценных бумаг, но представляется, что он будет востребован как ДОМ.РФ, так и отдельными оригинаторами, поскольку позволяет быстро выходить на рынок и привлекать денежные средства инвесторов.

Геннадий Годяев

— Размещение облигаций с ипотечным покрытием в форме биржевых ускорит процесс за счет отсутствия необходимости прохождения регистрационных процедур в Банке России. Биржа работает оперативно и всегда идет навстречу участникам рынка.

Выпуск ипотечных облигаций напрямую зависит от объемов базовых активов. Количество потенциальных сделок ограничено ипотечными портфелями банков. Для количественного роста сделок необходимо снижение стоимости недвижимости и улучшение экономической ситуации в стране.

Илья Фомичев

— Как известно, биржевая облигация является финансовым инструментом, не требующим регистрации эмиссии регулятором, выпуск ценных бумаг регистрируется самой биржей. В обычной практике стандарты проспекта биржевых облигаций либеральнее, чем стандарты обычных корпоративных облигаций.

Упрощенная процедура эмиссии и более либеральные условия обращения объективно способствуют увеличению количества сделок секьюритизации.

Анна Зайцева

— Мы полагаем, что такая возможность ускорит и упростит регистрацию решения о выпуске ценных бумаг, но едва ли скажется на числе потенциальных клиентов и сделок. Основным в сделках секьюритизации, по нашему мнению, являются подготовка пула и привлечение инвесторов.

Как можно использовать инструмент структурных облигаций в сделках синтетической секьюритизации? В чем преимущества и недостатки таких сделок по сравнению с традиционной секьюритизацией?

Геннадий Годяев

— Появление в российском законодательстве такого инструмента, как структурные облигации, открывает возможность проведения сделок синтетической секьюритизации в российском правовом поле. Структурные облигации могут выступать в роли кредитных нот, используемых в сделках синтетической секьюри-

тизации. Оригинатор или КСН выпускают структурные облигации, устанавливая в эмиссионной документации условия невыплаты по ним при наступлении определенных обстоятельств — барьерных событий. В качестве барьерных событий могут рассматриваться ситуация дефолта по правам требований, являющихся предметом кредитно-дефолтного сво-

па, падение котировок ценных бумаг определенных эмитентов, биржевых индексов и так далее. Таким образом, оригинатор/КСН делится своим кредитным риском с владельцами облигаций. Также банки вправе выпускать структурные облигации без обеспечения залогом денежных требований и (или) иного имущества. На практике появляется возможность проводить как фондированную, так и нефондированную синтетическую секьюритизацию.

Очевидным преимуществом синтетической секьюритизации по сравнению с традиционной является отсутствие необходимости длительного формирования ипотечного покрытия / денежно-имущественного залогового обеспечения и его последующего учета и контроля в случае проведения нефондированной сделки. Таким образом, отсутствуют расходы на специализированный депозитарий и сервисного агента. Большим плюсом является также потенциально больший доход для инвестора, что может стимулировать развитие российских рынков капитала.

Однако имеются и значительные риски синтетической секьюритизации, проводимой с использованием инструмента структурных облигаций. Прежде всего, в нефондированной сделке исполнение обязательств по облигациям может быть поставлено в зависимость сразу от нескольких производных финансовых инструментов, что может серьезно повысить вероятность невыплаты при возникновении нестабильной ситуации на фондовых рынках. При отсутствии механизма «действительной продажи» права требования по облигациям никак не обособлены от основных активов оригинатора/КСН и подвержены риску его банкротства.

Можно резюмировать, что участникам рынка еще предстоит опробовать данный инструмент и сформировать положительную практику.

Луиза Лесная

— При синтетической секьюритизации, в отличие от традиционной, не осуществляется продажа соответствующих активов на SPV, а переходит только кредитный риск. Пожалуй, в этом и состоит ее преимущество, поскольку такая структура

сделки позволяет секьюритизировать деривативы, отделяющие кредитный риск от актива для последующей передачи контрагентам на рынке ценных бумаг.

Структурные облигации, введенные в законодательство не так давно, как раз и могут быть востребованы при сделках секьюритизации, например, кредитных дефолтных свопов, кредитных нот.

Недостатками подобного рода схемы может теоретически стать как сложность структурирования сделки и ее обслуживания после выпуска облигаций, так и ситуация, когда вместо денежного исполнения по деривативу у СФО возникнет необходимость принять исполнение в виде поставки базисного актива, например стать владельцем реструктурированного допустившего дефолт евробонда, который невозможно передать владельцам структурных облигаций, с вытекающими отсюда всеми негативными последствиями как для СФО, так и для ее управляющей организации. Здесь очень важно учесть и заранее прописать в документации по сделке — как эмиссионной, так и договорной — последствия такого перехода актива к СФО вплоть до установления, в идеале, обязанности оригинатора по «обратному» выкупу базисного актива.

Кроме того, могут возникнуть вопросы по бухгалтерскому учету дериватива или базисного актива, по определению его справедливой стоимости при его отчуждении.

В таких выпусках важно, безусловно, и качество раскрытия информации, так как достаточная информированность инвестора — это залог успеха сделки.

Илья Фомичев

— Если под синтетической секьюритизацией понимать выпуск эмиссионных ценных бумаг, содержащих условия в том числе кредитных деривативов, структурные облигации позволяют учесть и принять риски инвестора, связанные с изменением стоимости рыночного актива.

Преимуществом использования структурных облигаций (в первую очередь для квалифицированных инвесторов) является возможность «привязки» дохода (купона) по облигации к изменению стоимости кредитного дериватива.



Надежда ЛЕБЕДЕВА,
старший юрист,
Trewetch Group

Актуальные вопросы деятельности компаний специального назначения: «непрофильные» активы и функции

Прошедший год для компаний специального назначения (КСН) был не только успешен и достаточно богат на сделки, но и ознаменовался важными, с точки зрения теории и практики реализации сделок секьюритизации, событиями.

Среди прочего Банк России зарегистрировал выпуск так называемых «зеленых» структурных облигаций в целях финансирования реализации проекта возобновляемых источников энергии (солнечных батарей). Эмитентом данного выпуска выступает ООО «СФО Русол 1». Выпуск «зеленых» структурных облигаций подлежит включению в Сегмент «зеленых» облигаций Сектора

устойчивого развития ПАО «Московская биржа»¹.

Особенность данной сделки секьюритизации, во многом беспрецедентной для рынка, заключается не только в том, что специализированное финансовое об-

¹ В сегмент «зеленых» облигаций могут включаться облигации российских и иностранных эмитентов при соответствии выпуска, эмитента или инвестиционного проекта принципам в области «зеленого» финансирования Международной ассоциации рынков капитала (International Capital Market Association, ICMA) либо Международной некоммерческой организации «Инициатива климатических облигаций» (Climate Bonds Initiative, CBI), а также при наличии независимой внешней оценки, соответствующей указанным принципам.

щество (СФО) впервые не приобретет путем уступки, а само предоставит заемные средства оригинатору сделки (его группе лиц) за счет денежных средств, поступивших от размещения структурных облигаций. Новизна рассматриваемой сделки состоит и в том, что на эмитента в лице его управляющей организации возлагается важная, в целом не свойственная для КСН роль: не просто взаимодействовать с заемщиками, что в силу сложившейся уже практики секьюритизации входит в зону ответственности оригинатора как сервисного агента, а осуществлять несколько «непрофильный» для управляющей организации функционал, а именно осуществлять своего рода квазикорпоративный контроль за деятельностью заемщиков, права требования к которым будут включены в залоговое обеспечение по указанным структурным облигациям.

Так, в интересах инвесторов помимо залога долей в уставном капитале заемщиков в пользу эмитента как заимодавца (без перехода к СФО права голоса на общих собраниях участников заемщиков) предусмотрено заключение СФО квазикорпоративных договоров с участниками каждого из заемщиков в соответствии с пунктом 9 статьи 67.2 ГК РФ¹. В соответствии с условиями таких договоров определенные решения на общем собрании участников заемщиков принимаются с согласия СФО как заимодавца и залогодержателя. Кроме того, предусматривается закрепление отдельных ограничений и особых требований на уровне устава

СФО², уставов заемщиков и, конечно, в условиях эмиссионной документации³.

Следует отметить, что в данной связи остро встают вопросы о пределах и распределении ответственности управляющей организации эмитента при осуществлении этого квазикорпоративного контроля. Так, решением о выпуске структурных облигаций расширена компетенция общего собрания владельцев облигаций, с тем чтобы эмитент мог получить мнение общего собрания владельцев облигаций по отдельным вопросам. При этом квазикорпоративный контроль за деятельностью заемщиков в любом случае не предполагает вмешательство в операционные вопросы их деятельности: это остается исключительно зоной ответственности и компетенции заемщиков.

Как было отмечено выше, права требования, включенные в залоговое обеспечение по структурным облигациям в рассматриваемой ситуации, обеспечены залогом долей в уставном капитале заемщиков. Таким образом, потенциально заложенные доли в уставном капитале могут перейти в собственность залогодателя.

При этом, следует отметить, что регулятор не приветствует приобретение на баланс СФО «непрофильного» для него имущества, тем самым стимулируя все стороны сделки секьюритизации предпринять все необходимые меры для ее реализации и получения денежных средств в целях осуществления выплат инвесторам.

Так, согласно пункту 2 статьи 15.1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о РЦБ), целями и предметом деятельности специализированного финансового общества могут являться либо приобретение имущественных прав требовать исполнения от должников уплаты денежных средств (далее — денежные требования) по кредитным договорам, договорам займа и (или) иным обязательствам, включая права, которые возникнут в бу-

¹ Кредиторы общества и иные третьи лица могут заключить договор с участниками хозяйственного общества, по которому последние в целях обеспечения охраняемого законом интереса таких третьих лиц обязуются осуществлять свои корпоративные права определенным образом или воздерживаться (отказаться) от их осуществления, в том числе голосовать определенным образом на общем собрании участников общества, согласованно осуществлять иные действия по управлению обществом, приобретать или отчуждать доли в его уставном капитале (акции) по определенной цене или при наступлении определенных обстоятельств либо воздерживаться от отчуждения долей (акций) до наступления определенных обстоятельств. К этому договору соответственно применяются правила о корпоративном договоре.

² См. пп. 13.8, 13.9 Устава ООО «СФО Русол 1», который публично раскрыт по адресу: <http://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=37931&type=1>.

³ Публично раскрыта в сети Интернет по адресу: <http://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=37931&type=7>.

дущем из существующих или из будущих обязательств, приобретение иного имущества, связанного с приобретаемыми денежными требованиями, в том числе по договорам лизинга и договорам аренды, и осуществление эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований, либо приобретение ценных бумаг, иностранных финансовых инструментов, не квалифицированных в качестве ценных бумаг, денежных требований по кредитным договорам и договорам займа, заключение договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, размещение во вклады, в том числе в драгоценных металлах, приобретение драгоценных металлов, предоставление займов, заключение договоров страхования рисков и осуществление эмиссии структурных облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и (или) иного имущества.

В соответствии с пунктом 1 статьи 334 ГК РФ в случаях и в порядке, которые предусмотрены законом, требование залогодержателя может быть удовлетворено путем передачи предмета залога залогодержателю (оставления у залогодержателя). При этом право залогодержателя оставить предмет залога за собой может следовать из соглашения между залогодателем, осуществляющим предпринимательскую деятельность, и залогодержателем (пункт 1 статьи 350 и пункт 2 статьи 350.1 ГК РФ).

В этом случае (с учетом отсутствия ограничений на виды имущества, которое может являться предметом залога по договорам, заключенным специализированным обществом в качестве залогодержателя) возникает риск использования соответствующих договоров с целью приобретения специализированным финансовым обществом имущества, не предусмотренного пунктом 2 статьи 15.1 Закона о РЦБ (долей в уставном капитале, недвижимого и движимого имущества, денежных требований, не являющихся требованиями по кредитным договорам и договорам займа), то есть непрофильного для СФО актива.

В данной связи регулятор может поставить под сомнение правомерность в тех случаях, когда денежные требования, составляющие залоговое обеспечение по

облигациям СФО, обеспечены залогом «непрофильных» для СФО активов¹, закрепления в эмиссионной документации права СФО **оставить за собой как залогодержателем по соглашению с залогодателем** (статья 350.2 ГК РФ).

Кроме того, возникает вопрос, может ли СФО оставить за собой такое имущество в случае признания повторных торгов при принудительной реализации этого имущества несостоявшимися?²

¹ Например, залогом долей в уставном капитале заемщика, прав требований по договорам о предоставлении мощности квалифицированных генерирующих объектов, иного движимого имущества заемщика, прав (требований) заемщика по договору страхования имущества, оказанию услуг по эксплуатации СЭС, заключенным заемщиком, и залогом недвижимого имущества и прав долгосрочной аренды земельных участков, принадлежащих заемщику, как в рассматриваемом примере по «зеленым» облигациям.

² Согласно статье 87 Федерального закона от 02.10.2007 N 229-ФЗ «Об исполнительном производстве», если имущество должника не было реализовано в течение одного месяца после снижения цены, то судебный пристав-исполнитель направляет взыскателю предложение оставить это имущество за собой. Нереализованное имущество должника передается взыскателю по цене на двадцать пять процентов ниже его стоимости, указанной в постановлении судебного пристава-исполнителя об оценке имущества должника. Если эта цена превышает сумму, подлежащую выплате взыскателю по исполнительному документу, то взыскатель вправе оставить нереализованное имущество за собой при условии одновременной выплаты (перечисления) соответствующей разницы на депозитный счет подразделения судебных приставов. Взыскатель в течение пяти дней со дня получения указанного предложения обязан уведомить в письменной форме судебного пристава-исполнителя о решении оставить нереализованное имущество за собой. При этом в случае отказа взыскателя от имущества должника либо непоступления от него уведомления о решении оставить нереализованное имущество за собой имущество возвращается должнику.

Аналогичный порядок действует в случае объявления вторичных торгов несостоявшимися: судебный пристав-исполнитель направляет взыскателю предложение оставить имущество за собой в порядке, установленном статьей 87 Федерального закона «Об исполнительном производстве».

Здесь важно иметь в виду, что при отказе от оставления в такой ситуации имущества за собой **эмитент утрачивает права залога на данное имущество** и денежное требование становится необеспеченным в этой части. При этом де-факто само требование переходит в разряд «плохого» долга, то есть фактически речь идет об утрате как обеспечения, так и самого обязательства с точки зрения отсутствия реальных поступлений денежных средств.

Таким образом, с одной стороны, представляется, что отказ эмитента от оставления за собой заложенного имущества, которое является для СФО непрофильным, ущемляет интересы инвесторов в облигации, поскольку согласно эмиссионной документации права требования обеспечены залогом конкретного имущества, а залог прекратится в результате волеизъявления эмитента об отказе.

С другой стороны, при появлении на балансе СФО такого имущества возникает масса вопросов, связанных с его сопровождением (ведь переход права собственности сопровождается и переходом бремени по его содержанию) и реализацией этого потенциально неликвидного имущества перед ликвидацией СФО (возникает вопрос ценообразования, поиска покупателя в случае отказа оригинатора от обратного выкупа и пр.).

Важно отметить, что не только для СФО, но и для других КСН проблема непрофильных активов на балансе и их судьба стала достаточно актуальной темой в 2019 году.

Возьмем, к примеру, ипотечного агента как самостоятельный вид КСН, правоспособность которого также ограничена законом, при этом законом прямо предусмотрена возможность оставления за ипотечным агентом недвижимого имущества. Применительно к ипотечному агенту также возникает вопрос, могут ли активы на балансе ипотечного агента стать непрофильными в результате правомерной деятельности ипотечного агента и как от них «избавляться», если деятельность КСН строго регламентирована?

Так, в соответствии с пунктом 1 статьи 13 Федерального закона от 11.11.2003 N 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» (далее — Закон об ИЦБ) **недвижимое имущество** может составлять ипотечное покрытие

облигаций **только в результате его приобретения (оставления за собой) эмитентом** в соответствии с гражданским законодательством Российской Федерации **при обращении на него взыскания** в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения обеспеченного ипотекой обязательства, если такое приобретение не противоречит требованиям, установленным федеральными законами, **и в течение не более чем двух лет с момента такого приобретения.**

Таким образом, недвижимое имущество, нереализованное в рамках исполнительного производства, может быть оставлено за ипотечным агентом как залогодержателем с включением данного недвижимого имущества в состав ипотечного покрытия. При этом, как было отмечено выше, к ипотечному агенту переходит и бремя содержания недвижимого имущества (оплата коммунальных платежей и налога на имущество, проведение капитального ремонта и возмещение ущерба третьих лиц, судебные расходы по снятию с регистрационного учета физических лиц, возможно даже несовершеннолетних, которые там были зарегистрированы, и пр.).

На практике случаи оставления ипотечным агентом недвижимого имущества за собой стали довольно частыми. География расположения объектов крайне разнообразна.

При этом в 2019 году была обозначена позиция специализированного депозитария и Банка России о том, что **факт нереализации такого недвижимого имущества по истечении двух лет** с момента его приобретения при сохранении недвижимого имущества в собственности ипотечного агента не может являться основанием для исключения такого имущества из состава ипотечного покрытия и в исполнении распоряжения ипотечного агента о внесении в реестр ипотечного покрытия записи об исключении имущества из состава ипотечного покрытия будет отказано.

Данная позиция мотивируется тем, что Закон об ИЦБ не предусматривает иного основания исключения из ипотечного покрытия имущества, кроме как совершение **возмездной сделки** (юридически значимых действий) с таким имуществом, в результате которого имущество **переходит в собственность третьего лица.** То есть не

допускается даже «замена» недвижимого имущества на денежные средства, включаемые ипотечным агентом в ипотечное покрытие, в размере стоимости недвижимого имущества, оставленного за собой. Такой вывод делается из анализа части 2 статьи 4¹ и части 3 статьи 14 Закона об ИЦБ², а также пункта 5.10 Правил ведения реестра ипотечного покрытия³.

При этом в случае нарушения требований Закона об ИЦБ к максимальному сроку нахождения недвижимого имущества в составе ипотечного покрытия (два года), с учетом части 3 статьи 25 Закона об ИЦБ, специализированный депозитарий ипотечного агента должен уведомить об этом Банк России.

Важно отметить, что, по мнению Банка России, факт нереализации недвижимого имущества по истечении двух лет с момента его приобретения в состав ипотечного покрытия также не является основанием, при котором стоимость указанного имущества не учитывается при определении размера ипотечного покрытия в соответствии с требованиями Закона об ИЦБ.

Таким образом, в составе ипотечного покрытия (ИП) сохраняется «мертвая душа», заменить которую на денежные средства ипотечный агент в добровольном порядке не вправе, как было указано выше, и которую достаточно трудно ипотечному агенту реализовать третьим лицам, особенно если учесть, что только со 2 августа 2019 года законодатель позволил ипотечным агентам отчуждать **физическим лицам** недвижимое имущество, оставленное за собой. При этом насколько в сохранении в ИП такой «мертвой души» заинтересованы ин-

весторы в облигации с ипотечным покрытием — вопрос достаточно спорный.

Важно заметить, что ситуация осложняется тем, что как на оставление за собой недвижимого имущества, так и на его отчуждение ипотечный агент должен получить согласие специализированного депозитария, так как речь идет о распоряжении имуществом, составляющим ипотечное покрытие. При этом на практике специализированный депозитарий может занять консервативную позицию и отказать в выдаче согласия на отчуждение недвижимого имущества по цене ниже цены оставления эмитентом имущества за собой, то есть ниже стоимости включения недвижимого имущества в ипотечное покрытие. Однако, к сожалению, отчуждение третьим лицам неликвидного актива даже по такой цене довольно часто маловероятно.

Как было отмечено выше, болезненно для ипотечного агента встает вопрос судьбы недвижимого имущества, особенно в ситуации отсутствия originатора (в случае его банкротства, прецеденты чего уже были) или отказа originатора как от обратного выкупа (опять же в силу того, что и для originатора это непрофильный актив), так и от организации его сопровождения и отчуждения недвижимого имущества. В таком случае у КСН в лице ее управляющей организации возникает не свойственная ей, то есть «непрофильная» функция — обслуживание недвижимого имущества и организация его отчуждения со всеми вытекающими сложностями, включая отсутствие фактического доступа к недвижимому имуществу, в том числе с учетом разнородной географии расположения объектов на территории Российской Федерации.

Возвращаясь к вопросу возможного отказа эмитента от оставления за собой заложеного имущества в случае признания повторных торгов несостоявшимися, важно отметить, что не исключена необходимость и в этом случае получения согласия специализированного депозитария на данный отказ, поскольку в силу последствий отказа (прекращение ипотеки) он может быть теоретически квалифицирован как распоряжение эмитентом правом требования, обеспеченным ипотекой, так как оно перестанет быть таковым, а соответственно, не может составлять ипотечное покрытие по облигациям.

¹ Согласно части 2 статьи 4 Закона об ИЦБ, исключение из состава ипотечного покрытия имущества, за исключением денежных средств, допускается только в связи с его заменой или продажей.

² При этом в соответствии с частью 3 статьи 14 Закона об ИЦБ, замена имущества, составляющего ипотечное покрытие облигаций, посредством его продажи или иного возмездного отчуждения третьим лицам предполагает обязательное включение в состав ипотечного покрытия облигаций имущества, полученного в результате такого отчуждения.

³ Утверждены Приказом ФСФР России от 01.11.2005 № 05-60/пз-н.

Более того, при самом консервативном сценарии такой отказ эмитента от оставления недвижимого имущества за собой может повлечь за собой возникновение основания для предъявления владельцами облигаций требований о досрочном погашении облигаций¹, если он будет квалифицирован как нарушение порядка замены имущества, составляющего ипотечное покрытие, или как существенное ухудшение обеспечения с учетом, например, доли требования в размере ипотечного покрытия.

С практической точки зрения, ситуация при решении вопроса целесообразности или ее отсутствия оставления эмитентом за собой нереализованного на торгах заложенного имущества осложняется тем, что на принятие решения Закон об исполнительном производстве отводит только пять дней с момента вынесения судебным приставом-исполнителем предложения. В течение этого срока эмитент должен успеть согласовать ответ с оригинатором, поручителем по облигациям (если применимо) и

специализированным депозитарием, если речь идет об ипотечном агенте. При этом истечение срока влечет за собой прекращение права залога, равно как и отказ². Таким образом, крайне важно исключить необоснованные задержки сервисным агентом в предоставлении документов, в том числе от судебного пристава-исполнителя, и злоупотребление бездействием на стороне всех согласующих сторон.

В заключение, обобщая, представляется возможным сделать вывод, что, несмотря на то что законодательство в области секьюритизации существенно дополняется, остается простор для совершенствования в силу «открытий» правоприменительной практики, с которыми сталкивается рынок в ходе уже состоявшихся сделок, в том числе в части возникновения вопросов о непрофильных активах и непрофильных функциях КСН и их управляющих организаций, принимающих как единоличный исполнительный орган (ЕИО) КСН на себя высокую долю риска в силу модной тенденции современной правоприменительной практики о субсидиарной ответственности ЕИО за действия и бездействия, о которой в последнее время не говорит только ленивый³.

¹ Пункт 1 статьи 16 Закона об ИЦБ: Владельцы облигаций с ипотечным покрытием вправе требовать от их эмитента досрочного погашения таких облигаций в случае, если нарушены требования к размеру ипотечного покрытия облигаций, установленные статьей 13 Закона об ИЦБ, нарушен установленный порядок замены имущества, составляющего ипотечное покрытие, нарушены установленные условия, обеспечивающие надлежащее исполнение обязательств по облигациям с ипотечным покрытием, и (или) эмитент таких облигаций осуществляет предпринимательскую деятельность или совершает не разрешенные ему сделки, а также в иных случаях, предусмотренных решением о выпуске облигаций с ипотечным покрытием.

² Пункт 13 Федерального закона от 02.10.2007 № 229-ФЗ «Об исполнительном производстве».

³ Концепция субсидиарной ответственности ЕИО, как в целом возможность применения к управляющей организации КСН, действующей добросовестно, следуя как инструкциям оригинатора как бенефициара сделки, так и требованиям и ограничениям, установленным законом, уставом и документацией по сделке, вызывает большие вопросы и сомнения, к которым целесообразно вернуться в отдельной статье.



Геннадий ГОДЯЕВ,
руководитель направления
структурного финансирования,
TMF Group



Максим КАЧАНОВ,
юрист, TMF Group

Сопровождение сделок секьюритизации: юридические аспекты и риски

Прошедший 2019 год продемонстрировал монополию государства на рынке ипотечной секьюритизации в России, одновременно преобладала тенденция скорее к досрочному погашению имеющихся сделок, нежели к регистрации новых компаний специального назначения (КСН). Позитивным шагом можно назвать курс Банка России на снижение ключевой ставки. Доступные кредиты дают возможность накапливать портфели банков и потенциально увеличивают количество возможных сделок секьюритизации. Еще одним важным шагом является реализация на практике нового инструмента в российском праве — структурных облигаций. Повышенная доходность структурных облигаций привлекает новых инвесторов, а другие игроки рынка с интересом наблюдают за опытом «первопроходцев». Управляющая организация вместе с оригинатором проходит все этапы сделки и разделяет

риски. В настоящей статье мы разберем некоторые из рисков, а также актуальные аспекты работы управляющей организации.

РЕГУЛЯТОРНЫЕ РИСКИ

Рассматривая положительные изменения в российском законодательстве, стоит отметить, что масштабность изменений может создавать дополнительный стресс участникам сделок секьюритизации. Принятие Положения Банка России № 647-П существенно изменило подход к порядку расчета кредитного риска по сделкам секьюритизации. Банкам-оригинаторам пришлось вносить корректировки в финансовую модель и пересматривать целесообразность всей сделки.

Иные изменения могут полностью заблокировать возможность продолжения сделки для определенных участников рынка. Самым ярким примером является внесение изменений в Федеральный закон «О микрофинансовой деятельности

и микрофинансовых организациях»¹. Микрофинансовые организации потеряли возможность выдавать займы под залог недвижимости и таким образом накапливать свой портфель. Закон был принят в июле, а 1 ноября уже вступил в силу. Микрофинансовые организации, готовые к выпуску облигаций, оказались в ситуации, когда были вынуждены свернуть сделку и понести убытки по организации выпуска. Столь радикальные и быстрые перемены добавляют дополнительных рисков и недоверия со стороны участников рынка. Размещение облигаций по открытой подписке должно базироваться на принципе публичности. Соответственно, система должна быть стабильной и прозрачной для всех участников процесса. В связи с такими прецедентами на рынке секьюритизации у потенциальных новых игроков рынка появляется все больше сомнений. В итоге в России образуется очень узкий круг участников и происходит отставание от развитых западных рынков секьюритизации, где в сделках участвуют различные типы инвесторов, в том числе физические лица.

Стоит отметить, что стремительное развитие рынка ведет к необходимости участия регулятора в лице государства и изменения законодательства для своевременного регулирования процессов. Соответственно, регуляторные риски всегда будут свойственны российскому рынку. Но важным моментом является добавление переходного периода, в котором участники рынка смогут плавно перестроиться под новые правила.

ПРОБЛЕМЫ ФОНДИРОВАНИЯ КСН

На первый взгляд, процесс фондирования КСН в сделках секьюритизации является стандартной процедурой. Оригинатор выдает субординированный заем или кредит созданной КСН. А после погашения облигаций весь остаток выводится обратно оригинатору. На практике появляются различные ситуации, которые затрудняют жизнь участникам сделки секьюритизации.

В сделках CMBS (Commercial Mortgage-Backed Securities) основным активом выступает одна или несколько закладных на дорогостоящие объекты недвижимости, такие как бизнес-центры, торгово-развлекательные центры, производственные объекты или многоквартирные комплексы. Данная сделка очень восприимчива к любым негативным факторам, что в итоге может приводить к дефолту по облигациям.

В случае банкротства компании-заемщика денежные средства по закладной перестают поступать в КСН. Соответственно, у КСН отсутствует возможность исполнить свои обязательства по облигациям. Зачастую финансовая модель по сделке не предусматривает некоего резервного фонда или участия поручителя. К тому же организатор сделки не имеет интереса дополнительно фонтировать КСН и покрывать все убытки. В итоге управляющая организация КСН вынуждена объявить дефолт по облигациям и заниматься долгой процедурой банкротства. Помимо владельцев облигаций страдают все контрагенты КСН. По действующим договорам ежемесячно начисляются новые счета, а также пени. При этом у КСН отсутствует возможность их оплатить. В дальнейшем контрагенты начинают претензионно-исковую работу, и КСН во главе с управляющей организацией остается заложником ситуации. Получить фондирование фактически невозможно. Также очень туманной является перспектива получения денежных средств после завершения процедуры банкротства компании-заемщика.

Обратная ситуация может сложиться с невозможностью вывода остатка денежных средств с КСН после погашения облигаций в случае неправомерного расхода. Как правило, после погашения облигаций начинается процедура ликвидации КСН. На практике могут возникать непредвиденные расходы КСН, что значительно осложняет процедуру ликвидации.

У КСН, зарегистрированных в форме обществ с ограниченной ответственностью, есть дополнительное ограничение по сроку процедуры ликвидации в один год². Но КСН в форме акционерных об-

¹ «О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях».

² П. 6 ст. 57 Федерального закона от 08.02.1998 N 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».

ществ несут дополнительные расходы на регистратора. Ежемесячная абонентская плата или необходимость подготовки дополнительных списков акционеров для проведения повторного внеочередного общего собрания акционеров может существенно добавить головной боли при ликвидации КСН, так как дополнительное фондирование на такой стадии получить будет невозможно.

Структура сделки секьюритизации предполагает наличие некоммерческих фондов, которые владеют 100% акций или долей КСН. При ликвидации КСН ликвидационный остаток можно поднять до акционера/участника КСН. Но некоммерческий фонд может направить денежные средства только на благотворительные цели в соответствии с уставом фонда. Соответственно, единственным способом получения денег является регулирование взаимоотношений между КСН и оригинатором напрямую. В нашей практике уже отработаны различные механизмы, которые успешно решают эту проблему.

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ КСН С ГОСУДАРСТВЕННЫМИ ОРГАНАМИ

При оказании услуг управляющей и бухгалтерской организациям мы сталкиваемся со сложностями взаимодействия с государственными органами, которые не учитывают специфику деятельности КСН и особенности законодательства в сделках секьюритизации. Государственные органы применяют различные административные рычаги, но это только осложняет бизнес-процессы КСН. Наиболее часто возникают вопросы к деятельности КСН у Федеральной налоговой службы в лице ее различных инспекций. Рассмотрим типичные ситуации, возникающие на практике.

Вызов в налоговую инспекцию для дачи объяснений. Происходит это регулярно в отношении КСН, которые не являются эмитентами и не имеют на балансе портфеля кредитов. Причиной является отражение убытков в ежеквартальной отчетности. В процессе жизнедеятельности КСН несет расходы по действующим договорам с контрагентами. А в момент отсутствия базового актива у общества отсутствует доходная часть. Соответ-

ственно, появляются убытки, за которые необходимо отчитаться перед налоговым органом. При этом инспекторам вполне понятна деятельность КСН и структура сделок секьюритизации, но российская бюрократия в государственных органах вынуждает проводить ненужные налоговые проверки и отчитываться перед вышестоящим органом.

Приостановление налоговой инспекцией регистрационных действий по одной или сразу нескольким КСН. Особенно остро стоит вопрос с «черными метками» в отношении юридических адресов КСН. Несколько лет назад налоговые органы начали активную борьбу с адресами массовой регистрации. Появившаяся тенденция являлась абсолютно положительной. Но со временем этот процесс набирал обороты. По итогу бюрократия победила здравый смысл, и действующие компании с реальными адресами стали получать «черные метки». Первым этапом было требование уточнения юридического адреса до конкретного кабинета или комнаты. Позже появилось ограничение количества юридических лиц, зарегистрированных в одной комнате. В дальнейшем ограничение только ужесточалось, а адрес КСН должен был соответствовать требованиям п. 2 ст. 54 ГК РФ.

В связи с большим количеством КСН это для управляющих организаций является огромными трудозатратами в части подготовки корпоративных одобрений для смены юридического адреса. При этом меняется или добавляется только комната. Кроме того, увеличиваются расходы КСН на удостоверение корпоративных решений и налоговых форм для подачи на государственную регистрацию. Это препятствует нормальным бизнес-процессам и отражается на сроках по сделкам секьюритизации.

До сих пор остается непонятным механизм добавления «черных меток» для КСН. Налоговые органы поясняют, что это происходит в автоматическом режиме, но не раскрывают все карты. На нашей практике были случаи, когда при одновременной подаче документов на государственную регистрацию по двум КСН, зарегистрированным в одном каби-

нете, одна КСН получала приостановку регистрационных действий, а в ЕГРЮЛ появлялась «черная метка» в части юридического адреса. Бремя доказывания действительности юридического адреса остается на самом КСН, что приводит к необходимости визита в налоговую инспекцию и дачи разъяснений с приложением всех необходимых документов. Остается только надеяться на разумный подход в регулировании со стороны налогового органа.

АДАПТАЦИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ К САНКЦИОННЫМ РИСКАМ

Российская банковская система испытала серьезное напряжение после введения Евросоюзом секторальных экономических санкций, в частности принятия Советом Европейского Союза Решения 2014/512 / CFSP от 31 июля 2014 года, а также Постановлений № 833/2014 от 31.07.2014, 960/2014 от 08.09.2014, 1290/2014 от 04.12.2014¹, которые ограничили возможность проведения сделок со Сбербанком, Банком ВТБ, Газпромбанком, а также их дочерними структурами. Это неминуемо привело к замедлению темпов экономического роста в России. Нестабильность в банковском секторе серьезно отразилась на количестве рыночных сделок секьюритизации. Участникам рынка пришлось быстро приспосабливаться к новым правилам. К примеру, для сделок секьюритизации появился новый подход с введением в сделку резервной управляющей и резервной бухгалтерской организаций. На практике пока не было случая замены на резервную УК и БО по санкционным основаниям.

Другим примером является переход от использования голландских штихтингов на российские некоммерческие фонды

в сделках секьюритизации. Это вызвано рекомендациями рейтинговых агентств для исключения санкционных рисков. Ведь существуют риски изменения законодательства иностранной юрисдикции, что может привести к невозможности продолжения обслуживания российского originатора. Конечно, у российских некоммерческих фондов есть и ряд недостатков. Но они связаны с требованиями действующего законодательства. А как известно, в России очень быстро меняется законодательство, что позволяет с оптимизмом ожидать позитивных изменений. Некоммерческие фонды обязаны проходить дополнительную проверку в Минюсте перед государственной регистрацией в ЕГРЮЛ. Некоммерческие фонды должны иметь расчетный счет, а их ликвидация возможна только по решению суда.

Применение новых подходов и возможностей в сделках секьюритизации ярко показывает, как инфраструктура рынка адаптируется к современным условиям.

АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДСТАВИТЕЛЯ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

Институт представителей владельцев облигаций появился в российском правовом поле еще с 1 июля 2014 года в связи с вступившими в силу изменениями в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», однако с тех пор, к сожалению, не претерпел существенных позитивных изменений. В зарубежных юрисдикциях представитель владельцев облигаций в силу достаточной развитости экономических отношений и правового регулирования выполняет функцию «почтового ящика» между владельцами облигаций, эмитентом, юридическим консультантом и прочими участниками сделок структурного финансирования. В российской же действительности ПВО зачастую подвергается высоким рискам и большим штрафным санкциям. Одним из факторов этого является высокий по сравнению с иностранной практикой уровень дефолтов по облигациям.

ПВО обладает весьма небольшими полномочиями, которые может реализо-

¹ Доступны по следующим ссылкам: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1582011457120&uri=CELEX:32014D0512>; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1582011562604&uri=CELEX:32014R0833>; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1582011638430&uri=CELEX:32014R0960>; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1582011562604&uri=CELEX:32014R1290>.

выывать только путем раскрытия информации либо предоставления копий документов владельцам облигаций, как гласит Положение Банка России от 29.10.2014 № 439-П. Зачастую владельцы облигаций требуют от ПВО не исполнять решения общего собрания владельцев облигаций, игнорируя п. 1 ст. 29.6 и п. 4 ст. 29.8 ФЗ «О рынке ценных бумаг», особенно если речь идет о подписании соглашения о новации для реструктуризации обязательств по облигациям эмитента. Не получая желаемого результата, владельцы облигаций массово обращаются в суды и Банк России для оказания воздействия на эмитента и ПВО, которые, с их точки зрения, бездействуют и находятся в сговоре. Суды и Банк России при поступлении массовых обращений со схожим предметом оперативно реагируют на ситуацию. В адрес ПВО поступают многочисленные предписания Банка России с максимально сжатыми сроками на ответ, а также судебные повестки. В случае нарушения срока ответа на предписание хотя бы на один день Банк России активно применяет положения ч. 9 ст. 19.5 КоАП РФ, влекущие для ПВО потенциальный штраф в размере от 500 до 700 тыс. рублей. В це-

лях соблюдения экономической целесообразности и учитывая возможные риски из сложившейся практики ПВО увеличивает стоимости услуг, что отражается на расходах КСН. В итоге мы имеем институт с минимальным количеством полномочий, подверженный бесконечным запросам от государственных органов и физических лиц. В связи с увеличением числа инвесторов — физических лиц ситуация будет лишь усугубляться.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В завершение снова отметим важность качественной проработки документации к сделкам. Ведь выпуски секьюритизации рассчитаны на долгосрочный период, поэтому важно урегулировать отношения между участниками всей инфраструктуры. Хотелось бы также обратить внимание на необходимость реалистичного подхода в оценивании рисков, тщательного анализа финансовой модели и возможных расходов по сделкам. Ожидай неожиданное, и ничто не сможет тебя застать врасплох, но лучше «на берегу» организовать грамотный риск-менеджмент и предусмотреть выходы из возможных дедлоков, прецеденты по которым уже сформированы на практике.

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2020

ESG – секьюритизация



Олег ИВАНОВ, сопредседатель
Комитета по инвестиционным
банковским продуктам,
советник председателя Совета
Ассоциации банков России

Перспективы «зеленой» секьюритизации в России

В 2019 году в России были выпущены первые «зеленые» облигации, что потенциально ставит в повестку дня вопрос о возможной будущей «зеленой» секьюритизации российских активов. Цель настоящей статьи — оценить перспективы проведения подобных сделок с учетом особенностей российского природоохранного законодательства, а также готовности участников рынка и государства оказать им необходимую поддержку.

«ЗЕЛЕННЫЕ» ОБЛИГАЦИИ И СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ В МИРЕ

Прошедший год был отмечен бурным ростом объемов «зеленого» финансирования. Глобальный рынок «зеленых» облигаций и кредитов превысил \$257 млрд¹, что в полтора раза больше показателя 2018 года. Подавляющую долю этой суммы составили облигационные выпуски и только 4% (\$10 млрд) — «зеленые» кредиты. Основным драйвером роста выступил европей-

ский рынок, на который пришлось почти 45% эмиссии. Несмотря на расширение рыночной географии, лидерами рынка с большим отрывом являются три страны — США (20%), Китай (12%) и Франция (11%).

Крупнейшим эмитентом «зеленых» облигаций остался Fannie Mae. В течение года он выпустил «зеленых» агентских ИЦБ (Green MBS) общим объемом на \$22.9 млрд. Американский рынок ИЦБ при посредничестве федерального игрока становится одним из глобальных драйверов «зеленых» финансов. Эмиссионная программа Fannie Mae по финансированию энерго- и водосберегающих многоквартирных домов (Multifamily Green Financing Business) ориентирована на собственников арендного жилья, которые принимают на себя обязательства по ресурсосбережению. Она была запущена в 2010 году, а спустя два года состоялся первый выпуск облигаций. Текущий портфель «зеленых» облигаций Fannie Mae превышает \$70 млрд.

Вторым по объему «зеленой» эмиссии стал Германский банк развития (KfW) с \$9 млрд облигаций. Выручка от размещения была направлена на финансирование

¹ Согласно статистике Climate Bonds Initiative, <https://www.climatebonds.net/>.

проектов в области возобновляемой энергетики и «зеленого» строительства.

Наконец, третье место досталось Датскому государственному казначейскому агентству (DSTA) с \$6.7 млрд «зеленых» суверенных облигаций.

Обратим внимание на лидерство на рынке «зеленого» финансирования государственных и квазигосударственных институтов. Резонно ожидать, что в российских реалиях аналогичную роль могли бы сыграть институты развития — ДОМ.РФ, ВЭБ.РФ, а также крупнейшие банки.

ПОНЯТИЕ «ЗЕЛЕНОГО» ФИНАНСИРОВАНИЯ В РОССИЙСКОМ РЕГУЛИРОВАНИИ

Переходя к рассмотрению российского регулирования, следует обратить внимание на необходимость уточнения терминологии. На зарубежных рынках используются различные виды классификации «зеленого» финансирования. По определению, «зеленые» облигации — это любые долговые инструменты, поступления от размещения которых направляются исключительно на финансирование и рефинансирование новых и существующих «зеленых» проектов, нацеленных на обеспечение сохранности окружающей среды, создание инфраструктуры, снижающей негативное воздействие на изменение климата, и прочее. Чаще всего такие облигации соответствуют добровольным международным стандартам — Принципам «зеленых» облигаций (Green Bond Principles), разработанным в 2014 году Международной ассоциацией рынка капитала (ICMA). В свою очередь, для рынка «зеленых» кредитов соответствующие стандарты были разработаны в 2018 году несколькими международными кредитными ассоциациями, включая IMA.

Сертификация, оценивание и таксономия «зеленых» облигаций производятся различными структурами — глобальными международными организациями (например, Climate Bonds Initiative), рейтинговыми агентствами (например, Moody's Green Bond Assessment) и узкопрофильными экологическими экспертами¹. По-

¹ Настасьин С. «Зеленые» финансы становятся частью структурированного финансирования // Энциклопедия российской секьюритизации 2019, с. 107–112.

добное «мягкое» регулирование и сертификация, зачастую удовлетворяющие иностранных инвесторов, требуют различия и большей определенности в случае российского правоприменения, особенно если ставится задача получения государственной поддержки.

В российском законодательстве понятие «зеленого» проекта является расплывчатым. Специальные признаки таких производств в праве не установлены. Можно выделить некоторые критерии деятельности предприятий, которые упоминаются в праве и косвенно могут служить признаками «зеленых» технологий². Речь прежде всего идет о технологиях, направленных на сохранение природных ресурсов и их рациональное использование, в том числе на сокращение потребления ископаемого топлива, переработку и повторное использование отходов и прочее. Частным случаем «зеленых» технологий, наилучшим образом формализованным, то есть определенным и описанным в установленном законом порядке для целей последующего регулирования (нормирования в сфере охраны окружающей среды и экономического стимулирования внедрения), являются так называемые наилучшие доступные технологии (НДТ).

Понятие НДТ определено в Законе об охране окружающей среды³. В соответствии с ним под НДТ понимается технология производства продукции (товаров), выполнения работ, оказания услуг, определяемая на основе современных достижений науки и техники и наилучшего сочетания критериев достижения охраны окружающей среды при условии наличия технической возможности ее применения.

Комплексные изменения законодательства об охране окружающей среды, содержащие нормы об НДТ, были введены

² Например, упоминание о «зеленых» технологиях содержится в Прогнозе долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года, разработанном Минэкономразвития России (редакция от 30.04.2013). В нем, в частности, заявлены планы по увеличению расходов на охрану окружающей среды.

³ Ст. 1 Федерального закона от 10.01.2002 № 7-ФЗ «Об охране окружающей среды».

в середине 2014 года. В рамках нового регулирования НДТ занимает центральное место. С одной стороны, на основе НДТ осуществляется нормирование: определяются нормативы загрязняющих выбросов и сбросов, рассчитывается плата за негативное воздействие на окружающую среду, разрабатываются программы технологического перевооружения. С другой стороны, регулирование на основе НДТ вводит меры экономического стимулирования предприятий. Регулирование на основе принципов НДТ означает постановку экономически обоснованных целей по внедрению ресурсосберегающих и безотходных производств, технологическому перевооружению, решению задач импортозамещения, формированию конкурентоспособной промышленности, обеспечивающей переход экономики государства от экспортно-сырьевого к инновационному типу развития.

Предприятия (объекты), оказывающие негативное воздействие на окружающую среду, в зависимости от уровня такого воздействия подразделяются на четыре категории¹:

- объекты, оказывающие значительное негативное воздействие на окружающую среду и относящиеся к областям применения наилучших доступных технологий, — объекты I категории;
- объекты, оказывающие умеренное негативное воздействие на окружающую среду, — объекты II категории;
- объекты, оказывающие незначительное негативное воздействие на окружающую среду, — объекты III категории;
- объекты, оказывающие минимальное негативное воздействие на окружающую среду, — объекты IV категории.

Правительством утвержден перечень областей применения наилучших доступных технологий². На основании данного перечня подготовлены информационно-технологические справочники НДТ.

¹ Критерии разделения предприятий на категории установлены в Постановлении Правительства от 28.09.2015 № 1029 «Критерии отнесения объектов, оказывающих негативное воздействие на окружающую среду, к объектам I, II, III и IV категорий».

² Распоряжение Правительства от 24.12.2014 № 2674-р.

Другая возможная область «зеленых» финансов, четко определенная в законодательстве, — проекты в сфере энергосбережения и энергоэффективности. Базовое законодательство, касающееся энергоэффективности, было принято на пять лет ранее законодательства об НДТ. Благодаря более продолжительному сроку Правительство России, предприятия и банки успели осуществить некоторое количество конкретных программ, проектов и мероприятий, направленных на повышение энергоэффективности и внедрение энергосберегающих технологий. Тем самым удалось добиться определенной вовлеченности банкиров в реализацию энергосберегающих проектов. Заметную роль в становлении и оформлении программ банковского кредитования проектов, направленных на внедрение энергосберегающих технологий (до введения санкций), сыграли международные финансовые организации, в том числе IFC, EBRD и KfW. Следует также отметить, что между программами по внедрению НДТ и программами повышения энергоэффективности (в промышленной сфере) существует тесная связь. Многие НДТ, включенные в информационно-технологические справочники (ИТС), имеют также ощутимый энергосберегающий эффект, то есть могут рассматриваться в качестве энергосберегающих технологий.

ПЕРВЫЕ РОССИЙСКИЕ «ЗЕЛЕННЫЕ» ПРОЕКТЫ

Постепенное развитие природоохранного законодательства в прошлом году ознаменовалось важным прорывом. Зарегистрированы первые выпуски «зеленых» облигаций российских эмитентов, Московская биржа запустила соответствующую инфраструктуру, а Правительство создало специфический инструмент поддержки для данного инструмента.

В августе 2019 года Московская биржа открыла специальную секцию ценных бумаг устойчивого развития. Данный сектор создан для финансирования проектов в области экологии, защиты окружающей среды и социально значимых проектов. В него вошли три самостоятельных сегмента: «зеленых облигаций», социальных облигаций и национальных проектов. Облигации для включения в этот сектор должны соответ-

ствовать принципам для «зеленых» облигаций International Capital Market Association (ICMA) и стандарту Climate Bonds Initiative (CBI). Кроме того, такие облигации должны пройти независимую оценку верификаторами, а целевой характер выпуска должен быть указан в эмиссионных документах.

В ноябре Московская биржа включила в сегмент «зеленых» облигаций биржевые облигации ростовского банка «Центринвест» объемом 250 млн руб. Это стало первым в России выпуском «зеленых» банковских облигаций. Средства от него банк направит на финансирование и рефинансирование кредитов для реализации энергоэффективных проектов, возобновляемых источников энергии и финансирование экологически чистого транспорта¹.

ГОСУДАРСТВЕННАЯ ПОДДЕРЖКА

Другим знаковым событием прошедшего года стало принятие Постановления Правительства², предусматривающего механизм господдержки облигаций в рамках национального проекта «Экология» в целях стимулирования проектов по внедрению наилучших доступных технологий. Субсидии предоставляются в целях компенсации до 70–90% выплаты купонного дохода по облигациям, за счет размещения которых финансировались инвестиционные проекты по внедрению НДТ. Субсидией могут воспользоваться компании, реализующие инвестиционные проекты по внедрению соответствующих технологий на объектах, которые оказывают значительное негативное воздействие на окружающую среду. Субсидия предоставляется по выпускам облигаций, не превышающим 30 млрд руб., размер субсидии зависит от приобретаемого оборудования.

В 2020 году на федеральный проект «Внедрение наилучших доступных тех-

нологий» (по этому разделу проходят «зеленые» облигации) бюджет намерен потратить 3 млрд руб., а в последующие годы — по 6 млрд руб.

В этом году Правительство планирует распространить субсидирование процентной ставки также на «зеленые» кредиты. Для проектов небольших объемов или с продолжительной инвестиционной фазой кредиты являются более удобной формой финансирования. Потенциально такие кредиты могли бы стать сырьем для секьюритизации. Банки уже накопили опыт контроля за расходованием целевых заемных средств, что полностью укладывается в логику «зеленого» финансирования. Однако пока не существует утвержденной методики оценки таких проектов с точки зрения экологических рисков. Оценка, как правило, осуществляется сторонними организациями, так как банки не могут определить, насколько заявленные компанией эффекты (снижение выбросов, энергоэффективность или эффективность модернизации) достижимы.

ESG-БАНКИНГ: РОЛЬ БАНКОВСКИХ АССОЦИАЦИЙ

С учетом заметной роли, которую на международном рынке «зеленого» финансирования играют профессиональные объединения и некоммерческие организации, Ассоциация банков России в подготовленных Основных направлениях деятельности на 2020–2022 годы выделила в качестве приоритетов развитие ESG-банкинга.

В целях укрепления доверия к финансовой системе за последние годы получили развитие новые подходы к банковскому бизнесу не только с позиции финансовых технологий, но и с учетом принципов управления рисками бизнеса: устойчивый, ответственный, трансформационный, «зеленый», этический банкинг. В настоящее время эти подходы объединяются вокруг концепции банкинга на основе ESG-принципов (Environmental, Social, Governance — экологической, социальной и корпоративной ответственности).

Ассоциация готова стать одним из национальных лидеров в процессе подключения России к глобальному процессу «озеленения» финансовой системы

¹ Зеленые облигации разместили также «ФПК Гарант-Инвест» (500 млн руб.) и «СФО Русол» (5,7 млрд руб.).

² Постановление Правительства РФ от 30 апреля 2019 г. № 541 «Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским организациям на возмещение затрат на выплату купонного дохода по облигациям, выпущенным в рамках реализации инвестиционных проектов по внедрению наилучших доступных технологий».

и проработать вопросы формирования национальной системы финансовых инструментов устойчивого развития, организации методологической и верификационной системы по инструментам ответственного финансирования¹.

В целях реализации интересов банковского сообщества в сфере ESG-финансов важным является обсуждение проблемных вопросов взаимосвязи финансовых рейтингов и ESG-рейтингов. Ведущие рейтинговые агентства по-разному учитывают ESG-факторы в своих рейтингах: в качестве дополнения к финансовым рейтингам, на основе корреляции финансовых показателей и ESG-факторов. Российские банки предоставляют большой объем информации по корпоративной социальной ответственности, но она преимущественно отражает мероприятия в сфере благотворительности. В то же время вопросы влияния деятельности банков на реализацию целей устойчивого развития и «зеленых» проектов пока слабо отражаются в отчетности банков.

Качественная оценка ESG-факторов на социально-экономическое развитие позволит запустить экономические стимулы: льготное налогообложение, программы и механизмы субсидирования, учет при

формировании резервов по ссудам. Совместно с международными и российскими экспертами Ассоциация намерена участвовать в разработке экономических стимулов для бизнеса и, соответственно, регуляторных требований к банкам.

Объединение принципов ESG-банкинга с механизмами структурного финансирования создает основы для появления сделок «зеленой» секьюритизации. К настоящему моменту сформировались все необходимые предпосылки для ускоренного развития этого рынка. В начале 2019 года вступили в действие новые правила Банка России о расчете рисков по сделкам секьюритизации, что заметно уменьшило давление на капитал originатора и инвесторов в ценные бумаги. По мере увеличения объемов банковского кредитования, завершения периода профицита ликвидности в банковской системе и стабилизации процентных ставок появятся экономические стимулы для проведения новых сделок секьюритизации. При этом базовыми активами для таких сделок могут выступать не только ипотечные кредиты, но также необеспеченные потребительские кредиты, автокредиты, кредиты МСП, кредиты застройщикам, а также «зеленые» кредиты. Первичной задачей Ассоциации является поддержка данного рынка и стандартизация формирующихся на нем рыночных практик. Соответствующие стандарты могут также применяться для квалификации сделок в качестве сделок простой, прозрачной сопоставимой секьюритизации или «зеленой» секьюритизации.

¹ Банк России подготовил Концепцию организации в России методологической системы по развитию «зеленых» финансовых инструментов и проектов ответственного инвестирования, которая предполагает разработку национальных правил и стандартов для верификации «зеленых» финансовых инструментов.



Коринн БЕНДЕРСКИ,
аналитик направления
«Устойчивое
финансирование»,
S&P Global Ratings



Мэттью МИТЧЕЛЛ,
руководитель
аналитического направления
«Структурированные финансы»,
регион EMEA, S&P Global Ratings

Кредитные факторы ESG в структурированном финансировании

Экологические, социальные и управленческие кредитные факторы (Environmental, Social and Governance, ESG) уже в течение длительного времени учитываются в нашей методологии анализа инструментов структурированного финансирования. В большинстве случаев кредитные факторы ESG не являются основными, определяющими кредитный рейтинг, и учитываются в других аспектах нашего анализа.

Даже в тех случаях, когда, по нашему мнению, они могут быть достаточно существенными для того, чтобы оказывать прямое влияние, большинство кредитных факторов ESG обычно выступают в качестве позитивного фактора или фактора риска, оказывающего лишь опосредованное влияние на сделки структурированного финансирования, а структурные особенности сделки могут смягчать факторы риска. Как следствие, лишь в некоторых случаях факторы ESG оказывали непосредственное влияние на уровень рейтинга в рамках нашего анализа.

Кредитные рейтинги выпусков, присваиваемые S&P Global Ratings сделкам структурированного финансирования, включают анализ кредитных факторов ESG в тех случаях, когда эти факторы, по нашему мнению, могут оказать влияние на своевременную выплату процентов или окончательное погашение основного долга до юридически установленного срока погашения. По нашему мнению, существенные кредитные факторы ESG могут оказывать негативное или позитивное влияние на кредитное качество секьюритизированных активов, связанные с ними операционные, административные, юридические и регуляторные риски, а также на структуру выплат в сделках структурированного финансирования. Кроме того, кредитные факторы ESG могут оказывать влияние на наш анализ риска контрагента, если рейтинги зависимых контрагентов изменяются под воздействием этих кредитных факторов, что, в свою очередь, может оказать влияние на рейтинг соответствующего структурированного продукта.

Мы полагаем, что структурные и правовые механизмы, действие которых уже учитывается в сделках структурированного финансирования, могут в определенной степени снизить потенциальные риски, создаваемые кредитными факторами ESG. К ним относятся в числе прочего механизмы кредитной поддержки для абсорбирования убытков, амортизация и снижение уровня долга, лимиты концентрации рисков, требования к залоговому обеспечению, сокращение периода обращения рейтингуемых ценных бумаг в сравнении с долгосрочными факторами риска, триггеры замены контрагентов, триггеры изменений в распределении денежных потоков в зависимости от фактического поведения обеспечивающих активов, а также изоляция активов от банкротства originатора.

ЧЕМ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ ОТЛИЧАЮТСЯ ОТ ОЦЕНОК РИСКОВ ESG И «ЗЕЛЕННЫХ» ОЦЕНОК?

Кредитные рейтинги, оценки ESG и «зеленые» оценки S&P Global Ratings представляют собой разные виды мнений, для определения которых применяются разные методоло-

гии анализа. Как следствие, фактор, который мы считаем позитивным при оценке ESG или «зеленой» оценке, может не оказывать значительного влияния или не иметь такого же большого значения в нашем анализе кредитного рейтинга (и наоборот). В Таблице 1 показано, на чем делается акцент в рамках каждого вида мнений S&P Global Ratings.

НАСКОЛЬКО ЗНАЧИМЫМИ ЯВЛЯЮТСЯ КРЕДИТНЫЕ ФАКТОРЫ ESG ДЛЯ КРЕДИТНЫХ РЕЙТИНГОВ ИНСТРУМЕНТОВ СТРУКТУРИРОВАННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ?

При оценке сделки структурированного финансирования в нашей системе анализа рассматриваются пять основных рейтинговых факторов (или пять «базовых принципов»; см. статью «Принципы присвоения кредитных рейтингов», опубликованную 16 февраля 2011 года):

- кредитное качество секьюритизированных активов;
- юридические и регуляторные риски;
- структура платежей и механизм распределения денежных потоков;

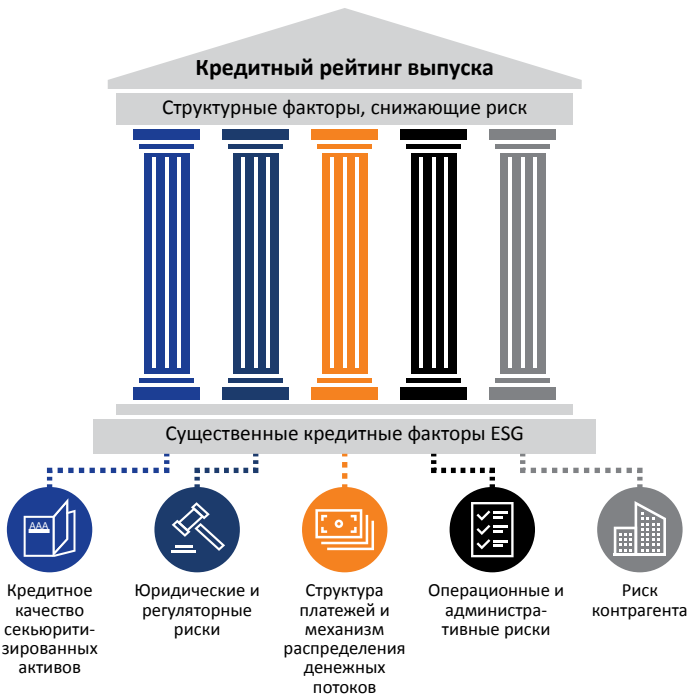


Рисунок 1
Как S&P Global Ratings учитывает факторы ESG при анализе инструментов структурированного финансирования

Источник: S&P Global Ratings

Таблица 1. Сравнение кредитных рейтингов, оценок факторов ESG и «зеленых» оценок S&P Global Ratings

	Кредитные рейтинги	Оценки ESG	«Зеленые» оценки
На чем делается акцент?	Мнение о будущей способности и готовности заемщика выполнять свои финансовые обязательства в соответствии с условиями этих обязательств.	Межсекторальный анализ, позволяющий оценить относительную способность компании успешно вести операционную деятельность в будущем. Это мнение зависит от того, каким образом факторы ESG могут воздействовать на акционеров компании, оказывая существенное прямое или опосредованное влияние на ее финансовую деятельность. В анализе также учитывается наше мнение о том, насколько компания подготовлена к принятию рисков ESG в долгосрочном плане; это мнение отражает нашу качественную оценку способности организации прогнозировать различные вероятные стрессовые ситуации в долгосрочной перспективе и адаптироваться к ним и, таким образом, поддерживать устойчивость в долгосрочном плане.	Определяется относительная оценка инструментов, которые используются для финансирования проектов, благоприятных с экологической точки зрения. Она представляет собой экологическую оценку на уровне актива, в которой используются данные Trucost об экологических факторах и которая предназначена для того, чтобы представить инвесторам более полную характеристику их активов и портфелей с точки зрения влияния на экологию и климатического риска.
Каким образом они взаимосвязаны?	Учитывается анализ кредитных факторов ESG в тех случаях, когда, по нашему мнению, они могут оказать влияние на вероятность своевременной выплаты процентов или окончательного погашения основного долга до юридически установленного срока погашения. Однако в большинстве случаев подверженность рискам, связанным с кредитными факторами ESG в сделках структурированного финансирования, является опосредованной или смягчается юридическими и структурными особенностями, которые уже учтены в рамках типичной сделки.	Предлагается углубленный анализ факторов ESG дополнительно к тем, которые являются значимыми для определения кредитного качества. Оценка факторов ESG не является частью нашей методологии присвоения кредитных рейтингов.	Не является кредитным рейтингом, не учитывает кредитное качество эмитентов, не учитывается в наших кредитных рейтингах.

- операционные и административные риски;
- риск контрагента.

В тех случаях, когда, по нашему мнению, какой-либо фактор ESG может оказывать влияние на способность и готовность эмитента выполнять свои текущие финансовые обязательства, он становится кредитным фактором ESG. Если мы полагаем, что кредитный фактор ESG является достаточно существенным для того, чтобы оказать положительное либо отрицательное влияние на наше мнение о каком-либо основном факторе кредитоспособности, данный фактор ESG может стать значимым для нашего кредитного рейтинга. Однако в большинстве случаев кредитные факторы ESG не являются основными факторами, обуславливающими кредитный рейтинг: они представляют собой опосредованные риски, которые учитываются в других аспектах нашего анализа. Даже в тех случаях, когда факторы ESG оказывают прямое влияние на показатели кредитного качества, структурные особен-

ности, снижающие риски ESG (такие, как повышение уровня кредитной поддержки или дополнительные структурные механизмы защиты), могут нейтрализовать негативное влияние факторов ESG. В этих случаях факторы ESG, как правило, не будут оказывать влияния на кредитный рейтинг.

Как следствие, число рейтинговых действий по сделкам структурированного финансирования, обусловленных кредитными факторами ESG, до сих пор было небольшим. Однако, по нашему мнению, рейтинги инструментов структурированного финансирования могут стать чувствительными к изменениям вследствие значительных рисков ESG, обусловленных определенными событиями.

КАКОВЫ КРЕДИТНЫЕ ФАКТОРЫ ESG?

Кредитный фактор ESG — это экологический, социальный или управленческий фактор, который, по нашему мнению, может оказать влияние на вероятность своевре-

менной уплаты процентов или окончательного погашения основного долга по сделке структурированного финансирования до наступления юридически установленного срока погашения. В сделках структурированного финансирования кредитные факторы ESG, как правило, представляют собой опосредованные риски, которые уже учтены в других аспектах нашего анализа.

Если мы полагаем, что существенные кредитные факторы ESG окажут прямое негативное или позитивное влияние на сделку, то мы можем четко отразить это в нашем анализе. Как и где эти факторы точно отражены в рейтинге, зависит от анализа, проводимого рейтинговым комитетом при помощи применения соответствующих критериев.

НЕКОТОРЫЕ ПРИМЕРЫ КРЕДИТНЫХ ФАКТОРОВ ESG В СДЕЛКАХ СТРУКТУРИРОВАННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Ниже мы приводим несколько примеров кредитных факторов ESG в сделках структурированного финансирования. Несмотря на то что мы разбили эти примеры на несколько категорий по трем факторам ESG и пяти основным факторам нашего анализа, на практике многие из этих примеров пересекаются и механизмы, включенные в типовые структуры, могут обуславливать смягчающие воздействия более одного кредитного фактора ESG. Многие из этих факторов ESG

уже были учтены в других аспектах нашего анализа, поэтому они не оказывают прямого воздействия на рейтинги. Даже если мы полагаем, что тот или иной кредитный фактор ESG является существенным, механизм структурированной сделки может нейтрализовать его влияние на рейтинг.

КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО СЕКЬЮРИТИЗИРОВАННЫХ АКТИВОВ Экологические факторы

- Подверженность рискам, связанным с автомобилями, работающими на дизельном топливе, которые не соответствуют новейшим стандартам выбросов, может обусловить снижение возвратности дефолтных кредитов или увеличение потерь, связанных с остаточной стоимостью заложенных автомобилей.
- Особые риски, связанные с электро-автомобилями, снижают предсказуемость их будущей стоимости по сравнению со стоимостью обычных автомобилей с двигателями внутреннего сгорания. Это может обусловить снижение возвратности дефолтных кредитов или увеличение потерь, связанных с остаточной стоимостью заложенных автомобилей.
- Концентрация на отдельных заемщиках или регионах может обусловить подверженность более высоким рискам, связанным с возможными стихийными бедствиями, или другим физическим рискам, связанным с



Рисунок 2
Какими бывают кредитные факторы ESG

изменением климата, в частности с ураганами, землетрясениями и наводнениями.

- В сделках CMBS мы обычно учитываем здания, которые либо недавно построены, либо подверглись значительной реконструкции для соответствия стандартам класса «А» и имеющие сертификат соответствия стандартам «зеленого» строительства, таким как Руководство по энергоэффективному и экологическому проектированию (Leadership in Energy and Environmental Design — LEED) и Метод экологической оценки эффективности зданий (Building Research Establishment Environmental Assessment Method — BREEAM), для получения статуса институциональных активов. Показатели таких объектов недвижимости, как правило, выше показателей сопоставимых объектов вследствие операционной эффективности и преобладания более высоких ставок аренды, что в конечном счете обуславливает более высокие показатели чистой операционной прибыли и устойчивые показатели стоимости в долгосрочной перспективе.

- Позитивные кредитные факторы ESG могут включать более высокую возможную стоимость возмещения для «зеленых» зданий вследствие применения энергосберегающих технологий, обуславливающих снижение затрат, увеличение денежного потока и, как следствие, повышение стоимости (в частности, за счет более высокого уровня изоляции, установки энергосберегающих систем охлаждения, солнечных батарей и пр.).

- Любые изменения корпоративных кредитных рейтингов, в том числе обусловленные кредитными факторами ESG, могут оказывать влияние на кредитные пулы, которые зависят от соответствующих ценных бумаг, таких как CLO, ABCP, или на другие связанные с ними кредитные рейтинги.

Социальные факторы

- Процентные ставки, считающиеся ростовщическими, могут обусловить снижение доходности или вызвать сомнения в юридической обоснованности кредитов в секьюритизированных пулах.

- Для обслуживания клиентов, имеющих недостаточный доступ к банковским услугам, оригинаторы могут использовать альтернативные методы скоринга, не проверенные на практике в стрессовых ситуациях.

- Показатели долговой нагрузки могут ограничить возможность кредитования заемщиков, имеющих высокий уровень задолженности.

Факторы корпоративного управления

- Агрессивный рост объема выданных кредитов может сопровождаться слабостью системы внутреннего контроля и снижением стандартов андеррайтинга, что может привести к увеличению числа дефолтов.

- Частая смена управленческих кадров может обусловить существенные изменения в стратегии кредитования и профиле рисков дебиторской задолженности.

- Недостаточная прозрачность данных за прошлые периоды (например, дифференциации показателей по различным характеристикам залогового обеспечения, длительность операционной деятельности) может обусловить более высокое ожидание базового уровня дефолтов или ограничение уровня рейтинга.

Примеры структурных факторов, снижающих уровень риска

- Лимиты концентрации и критерии отбора кредитов в пул могут регулировать состав залоговых пулов (например, ограничение объема кредитов с процентными ставками на уровне ростовщических; диверсификация по регионам и заемщикам в целях ослабления возможного влияния рисков, связанных со стихийными бедствиями).

- Ограниченный срок жизни активов или ценных бумаг способен снизить период подверженности кредитным факторам ESG. По нашему мнению, некоторые кредитные факторы ESG с большей вероятностью могут быть реализованы в долгосрочном плане, что может не оказать влияния на краткосрочную сделку.

- Документация сделок секьюритизации обеспеченных активов, таких как ипотечные кредиты или автокредиты, часто содержит подтверждение того, что активы застрахованы от риска повреждения залога.

ЮРИДИЧЕСКИЕ И РЕГУЛЯТОРНЫЕ РИСКИ

Экологические факторы

- Введение налогов или других сборов для владельцев автомобилей с более высоким уровнем загрязнения в центральной

части городов может оказать негативное влияние на стоимость залога в ABS.

- Снижение налоговых стимулов для электромобилей может обусловить повышение волатильности цен на вторичных рынках, что ведет к снижению возвратности дефолтных кредитов или увеличению потерь, связанных с остаточной стоимостью заложенных автомобилей.

Социальные факторы

- Тактика продаж с помощью психологического давления на потребителей или введение в заблуждение относительно истинных характеристик продукта может обусловить необходимость компенсации заемщикам, имеющим право на встречные требования к кредитору.

Факторы корпоративного управления

- Введение требований о минимальном удержании риска в сделках секьюритизации направлено на обеспечение соответствия интересов продавца активов и держателей облигаций, что мы считаем позитивным кредитным фактором.

- Риск банкротства может быть повышенным для нерегулируемых оригинаторов, демонстрирующих недостаточно эффективные системы корпоративного управления и контроля.

Примеры структурных факторов, снижающих уровень риска

- Наш анализ удаленности от банкротства эмитента структурированных облигаций учитывает такие элементы корпоративного управления, как ограничение на сферу деятельности и полномочия, ограничение на привлечение долга, наличие независимых директоров, ограничения на слияния или реорганизацию, а также на изменение документов организации, автономность и залог активов перед держателями облигаций.

- Изолированность секьюритизированных активов от оригинатора / продавца активов снижает подверженность структурированных облигаций рискам ESG, присутствующим оригинатору или продавцу активов.

- Официально оформленная приоритетность обеспечительных интересов, а также заявления и гарантии продавца активов могут снизить риск, связанный с возможным взаимозачетом требований к заемщику.

- Сделки могут включать заявления и гарантии продавца активов относительно того, что кредиты были выданы в соответствии с действующими законами, регулирующими потребительское кредитование. Может также существовать обязательство продавца о выкупе активов, которые не соответствуют данным заявлениям и гарантиям.

ОПЕРАЦИОННЫЕ И АДМИНИСТРАТИВНЫЕ РИСКИ

Экологические факторы

- Показатели прибыльности или чистая стоимость активов основного участника сделки могут уменьшиться вследствие выполнения новых требований природоохранного законодательства или участия в судебных разбирательствах. Это может привести к определению более высокого риска нарушения деятельности сервисера согласно нашим критериям оценки операционного риска, что ведет к ограничению уровня рейтинга облигаций.

- Мы оцениваем готовность сервисера к стихийным бедствиям при помощи анализа его плана аварийного восстановления для обеспечения непрерывности взыскания средств.

Социальные факторы

- Незаконная коллекторская практика может обусловить риск взаимозачета по секьюритизированной дебиторской задолженности.

- Повышение текучести кадров коллекторской службы или трудовые споры либо производственный конфликт могут нарушить прием платежей заемщиков. Наши оценки риска зависимости сделки от услуг сервисера и риска невозможности замены сервисера в соответствии с критериями оценки операционного риска обычно выше для нестандартных заемщиков.

Факторы корпоративного управления

- Успешная кибератака на сервисера может привести к утрате данных о заемщиках, что окажет негативное влияние на взыскание средств или обусловит расходы на возмещение ущерба заемщикам, имеющим встречные требования к кредитору.

- Риск принятия решений несколькими ключевыми руководителями и отсутствие

эффективной стратегии возможной замены сервисера может обусловить повышение нашей оценки риска нарушения деятельности сервисера.

- Структура компенсации и экономические интересы разных участников сделки могут обусловить конфликт интересов между ними и противоречить интересам держателей облигаций.

Примеры структурных факторов, снижающих уровень риска

- Сделки включают положения о событиях, обуславливающих замену сервисера и других основных участников сделки.

- Оригинатор может поддерживать сделку, например, предоставляя дополнительное кредитное усиление.

- Мы применяем наши критерии оценки рисков сервисера, которые включают положения о возможном перенаправлении платежей заемщиков на счет эмитента в банке с надлежащим уровнем рейтинга в целях снижения рисков, связанных с передачей полученных платежей эмитенту, для облигаций с рейтингами «AAA» и «AA».

- Данные о заемщиках, находящиеся у третьих лиц, зашифрованы.

- На основании наших критериев оценки операционного риска мы вероятнее всего не будем присваивать или поддерживать рейтинги, если полагаем, что основной участник сделки обладает недостаточным опытом или что функции, обязанности и права участников сделки недостаточно четко определены.

- Мы можем ограничить уровень наших рейтингов в соответствии с критериями оценки операционного риска, имеющими отношение к рискам корпоративного управления, такими как слабые механизмы контроля, ограниченная история деятельности, непоследовательная стратегия, а также частая смена руководства.

РИСКИ КОНТРАГЕНТОВ

Экологические факторы

- Мы отражаем экологические риски в кредитном рейтинге контрагента.

- Уровень рейтинга суверенного правительства страны, в которой зарегистрированы секьюритизированные активы, может ограничить рейтинги сделок структурированного финансирования. Негативное вли-

яние на суверенный рейтинг могут оказать стихийные бедствия или другие риски, связанные с изменением климата.

Социальные факторы

- Мы отражаем социальные риски в кредитных рейтингах контрагентов и в суверенных кредитных рейтингах.

Факторы корпоративного управления

- Мы отражаем риски корпоративного управления в кредитных рейтингах контрагентов и в суверенных кредитных рейтингах.

- Структура сделки включает возможность замены участников сделки с ухудшающейся кредитоспособностью.

Примеры структурных факторов, снижающих уровень риска

- Существуют системы замены и защитные механизмы для контрагентов, если показатели их кредитного качества ухудшаются вследствие рисков ESG.

СТРУКТУРА ПЛАТЕЖЕЙ И МЕХАНИЗМ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Экологические факторы

- Договоры ипотеки могут содержать положения о снижении процентной ставки, уплачиваемой заемщиками, при повышении рейтинга Energy Performance Certificate, присвоенного их объектам недвижимости. Это может обусловить снижение доходности для эмитента, если энергоэффективность объектов недвижимости повысится.

- Риск ликвидности может повышаться в случае перебоев в процессе взыскания кредитов вследствие крупного события, связанного с факторами ESG.

Факторы корпоративного управления

- Участники сделки могут иметь противоречащие друг другу экономические интересы, исходя из объема и приоритетности их платежей в структуре сделки.

Примеры структурных факторов, снижающих уровень риска

- Типовая документация сделок секьюритизации включает описание эффективной структуры корпоративного управления эмитента, в которой четко определены права и приоритетность каждого держа-

теля облигаций. Для изменения условий облигаций или приоритетности платежей обычно требуется согласие держателей облигаций.

КАК S&P GLOBAL RATINGS ОТСЛЕЖИВАЕТ КРЕДИТНЫЕ ФАКТОРЫ ESG НА ПРОТЯЖЕНИИ СРОКА РЕЙТИНГУЕМОЙ СДЕЛКИ?

Мы отслеживаем все изменения пяти основных рейтинговых факторов в рамках регулярного наблюдения за сделками структурированного финансирования. Помимо мониторинга поведения обеспечивающих активов процесс наблюдения включает отслеживание рисков крупных и непредвиденных событий, а также всех изменений, касающихся сектора, страны или участников сделки, которые могут оказывать существенное влияние на наш анализ. Периодичность, срок, метод и масштаб наблюдения меняются. Мы проводим анализ каждого кредитного рейтинга не реже одного раза в год.

Подверженность сделки рискам, связанным с кредитными факторами ESG, может со временем меняться. Тот или иной риск может стать более явным или более вероятным, либо продавец, сервисер или другой участник сделки может принять меры по снижению или устранению данного риска. Как следствие, влияние рисков и возможностей ESG на характеристики кредитоспособности сделки может меняться. Крупное событие, связанное с ESG, которое, по нашему мнению, оказывает существенное влияние на один из пяти основных рейтинговых факторов, может обусловить полный пересмотр рейтинга.

НЕКОТОРЫЕ ПРОБЛЕМЫ, СВЯЗАННЫЕ С КРЕДИТНЫМИ ФАКТОРАМИ ESG В СТРУКТУРИРОВАННОМ ФИНАНСИРОВАНИИ

Учет кредитных факторов ESG в структурированном финансировании не является инновацией, однако они постоянно меня-

ются. Мы первоначально включали этот вид анализа рисков в наши качественные оценки, в том числе учитывали потенциальное влияние риска крупного события. Положительное влияние на наш анализ оказывает растущее число конкретных примеров; это может помочь классифицировать риски и их потенциальное влияние на секьюритизацию. Кроме того, конкретные примеры помогают установить эталонные показатели, которые могут стать основой для обсуждения относительной кредитоспособности.

К нам обращаются эмитенты с идеями секьюритизации активов, имеющих, по их мнению, сильные характеристики ESG. Однако на первых этапах необходимо решить ряд проблем, к которым относятся отсутствие стандарта рынка капитала или согласованных участниками рынка определений «ESG» и «зеленый», а также конфиденциальность данных, непоследовательность в раскрытии информации и отражении данных в отчетности и, кроме того, разные мнения о том, какие количественные оценки и веса нужно присваивать факторам ESG. Важно также отметить, что, хотя некоторые активы можно считать имеющими сильные характеристики ESG, это не означает, что они будут оказывать позитивное влияние на наш рейтинговый анализ. Существует возможность того, что активы с сильными характеристиками ESG будут иметь более высокие характеристики риска, что обусловит либо потребность в более высоком уровне кредитной поддержки, либо более низкие кредитные рейтинги. В наших кредитных рейтингах мы не выражаем мнения о том, имеет ли сделка сильные или слабые характеристики ESG. Нашей задачей является выявление и повышение прозрачности тех кредитных факторов ESG, которые, по нашему мнению, являются существенными для показателей кредитного качества в соответствии с нашей методологией анализа пяти основных рейтинговых факторов.

Игра на понижение (2015)

The Big Short

Фильм основан на книге Майкла Льюиса «Игра на понижение. Тайные пружины финансовой катастрофы». Экранизация состоит из трех отдельных, но тематически связанных эпизодов о нескольких управляющих активами хедж-фондов, которые предвидели пузырь на рынке жилья и ипотеки и продали без покрытия значительное количество производных на ипотечные активы. Эти управляющие получили огромную прибыль, когда рынок жилья и ипотеки в 2008 году обрушился. «Игра на понижение» получила премию «Оскар» в номинации «Лучший адаптированный сценарий» в 2016 году.



Виктория БАКЛАНОВА,
специалист
по управлению
кредитными
рисками,
Федеральный
резервный банк
Нью-Йорка

Фильм получил высокие зрительские оценки главным образом потому, что он увлекательно и наглядно продемонстрировал сложные финансовые концепции, которые непросто понять даже специалистам рынка. Оказывается, лучший способ объяснить синтетические долговые обязательства — это казино и певица Селена Гомес.

Рецензия

Еще одно достоинство фильма — его историческая правдивость. По оценке компании «Информация прекрасна», которая анализирует голливудские фильмы на предмет фактического соответствия событиям, «Игра на понижение» правдиво отражает реальные жизненные эпизоды в 91.4% случаев. Для сравнения: фильм «Богемская рапсодия» правдив только на 79.9%.

Несмотря на то что фильм «Игра на понижение» в основном правдив, хочется указать на одно важное несоответствие действительности. В фильме множество раз подчеркивается, что главные герои распознали гигантский пузырь жилищного рынка в то время, когда никто другой не мог его увидеть. Но это не совсем верно. Уже в 2003–2004 годах, когда цены на жилье все еще продолжали расти, общественность широко обсуждала, что в стране наблюдается жилищный пузырь.

По данным Google Trends, число поисковых запросов в Google по этому термину достигло



своего пика за два года до начала кризиса. Информационная компания Nexis подсчитала, что еще в 2005 году печатные издания опубликовали 1628 статей, в которых использовался термин «жилищный пузырь». Однако фильм правдиво отражает то, что во многих из этих статей цитировались экономисты и представители индустрии недвижимости, утверждающие, что пузыря нет и бояться нечего. В одном из эпизодов фильма герои ссылаются на выступление Алана Гринспена, который тогда являлся председателем Совета управляющих Федеральной резервной системы США и не верил в возможность значительного падения цен на рынке недвижимости.

Кроме того, есть большая разница между дискуссиями о том, что что-то происходит, и активными действиями на финансовом рынке, которые позволили бы извлечь прибыль из ситуации. Персонажи фильма правильно предугадали, что именно производные ценные бумаги, обеспеченные ипотечными кредитами, и будут ключевым механизмом передачи, который превратит коррекцию на рынке жилья в мировой финансовый кризис. Международные банки, владеющие огромным количеством этих ценных бумаг, рискуют обанкротиться, когда станет известна истинная стоимость их инвестиций. Так и случилось — некоторые банки действительно закрылись, другие выжили за счет поддержки государства. Мировая финансовая система оказалась в кризисе.

Фильм корректно отражает реальные события всех трех эпизодов. Действительно, в 2005 году эксцентричный управляющий хедж-фондом Scion Capital, любитель тяжелого рока и врач по образованию Майкл Берри (в фильме его сыграл Кристиан Бейл) обнаружил, что ипотечный рынок в США крайне нестабилен из-за большого количества кредитов низкого качества и кредитов с возрастающей ставкой. Майкл считал, что рынок обвалится во втором квартале 2007 года, когда процентные ставки по большому количеству таких ипотечных кредитов возрастут. В результате настоячивых переговоров с инвестиционными банками он создал рынок кредитных дефолтных свопов, позволяющий ему продать производные ипотечные ценные бумаги без покрытия.

Майклу пришлось долго ждать прибыли от своей сделки и вести переговоры с инвесторами фонда, которые не верили в положительный исход. В конце концов, когда ры-



нок жилья рухнул, активы фонда возросли на 489% с общей прибылью более \$2.69 млрд.

Так же правдивы и остальные эпизоды. Например, прототип персонажа фильма Джаред Веннетта, банкира из Deutsche Bank, которого играет Райан Гослинг, — Грег Липпман действительно работал в Deutsche Bank и руководил отделом ценных бумаг, обеспеченных активами. За продажу свопов Грег действительно получил годовой бонус в \$50 млн.

Героев фильма объединяет то, что они поняли связь между ценами на жилье и плохой практикой кредитования, связь между плохой практикой кредитования и сложными ценными бумагами с высоким кредитным рейтингом, связь этих ценных бумаг с балансами крупных банков и опасность всей этой финансовой комбинации для экономики.

В каждом звене этой цепочки были люди, знавшие, что что-то не так, но не имевшие возможности собрать эти кусочки и связать плохое кредитование в пригороде Флориды с существующим риском, которому подвергаются такие компании, как Bear Stearns и Lehman Brothers.

Фильм абсолютно правдиво отобразил оторванность американского финансового рынка от нужд реальной экономики. Основная сложность работы регулирующих органов, а также рейтинговых агентств и финансовых журналистов состоит в том, чтобы понимать, как части бесконечно сложной финансовой системы связаны друг с другом и как они могут повлиять на реальную экономику и простых граждан.



99 ДОМОВ (2014)

99 Homes

Фильм рассказывает о кризисе с позиции простого человека. Главный герой, Деннис Нэш, теряет работу и дом по закладной. Чтобы прокормить сына и мать, он устраивается на работу к риелтору, который отобрал его жилье и заработал на этом большие деньги. Желая вернуть свой дом, главный герой начинает сам выселять людей из заложенного по ипотеке жилья...



Игорь АКСЕНОВ,
директор, специалист
по рыночным рискам
в секьюритизации,
Barclays

Большинство фильмов о финансовом кризисе стремятся достичь слишком многого. Одни пытаются охватить размах макроэкономических проблем, разбавив это легким ликбезом по поводу происходящего на экране, другие — вписать элементы художественной или личной драмы в довольно скучные для обычного

Рецензия

человека будни финансистов. Лишь немногие фильмы показывают события с точки зрения простого человека. Фильм 99 Homes — один из таких, его стоит посмотреть.

Все действующие лица живут в небольшом городе во Флориде. Самый влиятельный персонажем является районный деятель, у которого почти нет реплик. Крупнейший финансовый воротила не появляется на экране; мы только узнаем, что некто готов купить 1000 домов. Все решения принимаются могущественными силами где-то за кадром — что делать с неплатежами, что делать с заемщиками, сколько премиальных платить за бесконфликтный переезд, сколько платить агентам, каких агентов нанимать и тому подобное. Для местных это данность, с которой нужно жить.

Главный антигерой, владелец агентства недвижимости, зарабатывает больше де-



нег, чем до кризиса. Он адаптируется к новой реальности — занимается выселением, обновлением и ремонтом жилого фонда, а также его перепродажей. Он объясняет свою позицию: внешним силам наплевать на конкретных людей, каждый за себя, и он не собирается быть среди неудачников и не будет сидеть сложа руки. Ему непонятно, о чем думали банки, выдавая заведомо невозвратные кредиты, и о чем думали заемщики, беря дорогие кредиты на совершенно неочевидные нужды. Для него дом — это не очаг, а коробка, которую можно купить и продать, ради которой не стоит тратить эмоции.

Большинство других персонажей — обычные работяги, которые потеряли работу с началом экономического спада. У них нет ни образования, ни воображения, чтобы перевоплотиться во что-то новое. Они безуспешно ищут работу, сидят на пособиях по безработице, воруют электричество и воду из пустых домов по соседству и не платят по ипотеке, но при этом не могут оставить последний обломок прежней жизни — свой дом. Жесткая реальность рядом, но многие пытаются ее игнорировать и угрожают оружием агентам с повестками о выселении.

Но все ведут себя так. Банки платят «подъемные» всем добровольно уезжающим, и немало людей соглашаются. Главный герой теряет свой дом, но поступает на работу к выселяющим, проявляет энергию, гибкость и начинает зарабатывать деньги в новых условиях. Он не уверен в «правильности» своих действий, но адаптируется к реальности, быстро учится, получает немалые деньги и кормит свою семью. Это должно радовать, но на него падает общественное порицание — его ненавидят люди, которых он выселяет, его собственная семья недовольна. Герой покупает новый дом, привозит туда свою семью, но его родная мать его отвергает! Она не верит его успехам и хочет обратно в прошлое, в свой старый дом... и, видимо, возврата в старую, докризисную жизнь.

Позиция авторов фильма неоднозначна. Бездушная система выкидывает лю-



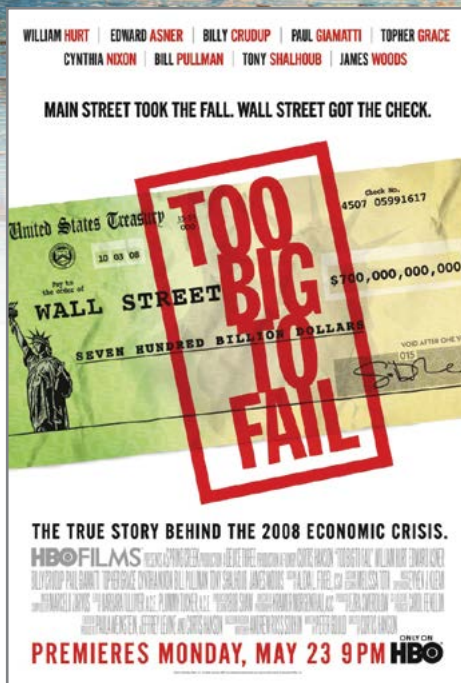
дей на улицу, но в ней работают вчерашние пострадавшие. Люди пассивно сидят без работы, но при этом воруют электричество и воду и игнорируют реальность вокруг. Отец главного антигероя — работяга, которого страховая компания лишила медицинской помощи. Главный герой не сидит сложа руки, активно работает, побеждает свои несчастья — но испытывает муки совести, выселяя своих бывших соседей. Его энергия держит на плаву его семью, но не делает его для них положительным героем.

Фильм очень реалистичен вплоть до мелких деталей. Достаточно явно передано ощущение постоянной борьбы за кусок хлеба, которое присутствует в семье главного героя и его соседей, где каждая копейка на учете. Ощутимо чувство безысходности перед лицом внешних сил, которые как котят выбрасывают людей из привычной им жизни. Единственный лишний момент — авторы не могут дать главному герою воспользоваться плодами своего «неправедного заработка на несчастьях соседей». В момент кризиса он публично признается в махинациях, идет под арест и (временно) спасает очередного неплательщика от выселения. Занавес.

Слишком крут для неудачи (2011)

Too big to fail

Телефильм снят по мотивам документальной книги *Too big to fail* Эндрю Росса Соркина. События разворачиваются в марте — октябре 2008 года, когда политики и банкиры пытались сдержать наступающий кризис. В центре истории — действия Генри Полсона, Бена Бернанке, Тимоти Гайтнера, попытки Ричарда Фулда спасти Lehman Brothers, кризис страховой компании AIG, «план Полсона», решение о вливании капитала в банковскую систему. Фильм получил 11 номинаций на премию «Эмми» и 3 номинации на «Золотой глобус».



Рецензия

Игорь АКСЕНОВ,
директор, специалист по рыночным
рискам в секьюритизации, Barclays

Too big to fail — это словосочетание означает, что банкротство организации приведет к катастрофическим последствиям. В данном случае в таком положении оказались крупнейшие банки страны.

Фильм рассказывает достаточно правдивую историю о реальных событиях осенью 2008 года, в период наиболее острой фазы финансового кризиса.

Работы художественного и документального типа не часто фокусируются на истинных причинах происшедшего. Комплексный подход всегда менее интересен, чем драматическая судьба одного персонажа. Никто среди реальных участников финансовых дел себя не обидел, но

при этом считать только некоторых из них виновными было бы просто глупо.

КАК МОГЛА СЛОЖИТЬСЯ ТАКАЯ СИТУАЦИЯ?

Финансовые организации регулируются государством в значительно большей мере, чем любые иные. Надзор за банковской системой и поддержание ее в платежеспособном состоянии в целом — важнейший элемент экономической стабильности. От качества такого надзора зависит стабильность финансовой системы и, как следствие, экономики страны.

ЧТО СЛУЧИЛОСЬ?

В 1990-е годы изменилось законодательство, ранее строго отделявшее инвестиционные банки от банков, работавших с населением в системе страхования вкладов. Отменив существовавшие за-



преты, государство фактически предоставило финансовым организациям дополнительные субсидии в виде доступа к застрахованным депозитам населения в банковских подразделениях.

Государство в лице ипотечных страховых агентств FNMA и FHLMC с 1934 года покупало у коммерческих банков долгосрочные кредиты только высококачественных заемщиков. С 1996 года агентства стали размещать свои средства в старшие транши, обеспеченные займами для всех прочих заемщиков, то есть субсидировали процесс секьюритизации таких займов напрямую.

По ряду причин действовавшее в тот момент законодательство недооценивало риски вложений в сложные финансовые продукты. В результате обязательные резервы для таких бумаг оказались ниже, чем это было реально необходимо.

Как и все остальные коммерческие организации, банки ставят целью получение наибольшей прибыли в рамках действующих законов. Для рационального банка-инвестора тогда работала простая и понятная схема: привлекаются деньги через плохо учитываемое забалансовое финансирование или дешевые (из-за государственных гарантий) депозиты физических лиц, затем размещаются в самые доходные с точки зрения эффективности капитала активы. Неудивительно, что доходность финансовых организаций за десять лет, предшествовавших кризису, превышала 40%.

Для рационального потребителя схема тоже выглядела достаточно привлекательной, при этом не все были жуликами. Кредит для покупки недвижимости смогли получить многие люди, целые слои общества, никогда прежде не имевшие такой возможности. Многие сумели серьезно улучшить свое финансовое положение и создать солидную кредитную историю.

Избыточное кредитование неплатежеспособных заемщиков рано или поздно приводит к кризису доверия и кредитному кризису, в результате чего страдают многие. Во многом из-за участия и косвенной поддержки государственных ор-

ганизаций цикл в этот раз оказался настолько продолжительным, а крах — настолько серьезным.

И политики, и финансисты переоценили свои силы. Вплоть до осени 2008 года политические круги не осознавали серьезность происходящего. Они не понимали, насколько созданный при государственной поддержке «финансовый монстр» находится на краю гибели. На этом фоне центральный банк счел политически невозможным вновь идти спасать финансистов. Последние, в свою очередь, неправильно оценили ситуацию в Вашингтоне и считали, что смогут решить свои проблемы за счет государственных субсидий и в этот раз. Предшествовавшие десять лет убедили их в том, что это достижимо.

Реальный урок кризиса — крушение иллюзий и осознание всеми реальности ситуации too big to fail в финансовой системе. Шторм сентября — октября 2008 года был во многом рукотворным кризисом, созданным субъективным стечением обстоятельств. Ирония заключается в том, что это только усилило концентрацию финансового капитала во все меньшем количестве организаций.



Предел риска (2011)

Margin Call

В основе сюжета — 24 часа жизни группы сотрудников крупного американского инвестиционного банка накануне финансового кризиса. Только что уволенный начальник отдела рисков передает бывшему помощнику флешку с расчетами, указывающими на избыточный левиридж позиций по ипотечным бумагам, который приведет к краху банка. У руководства банка есть ночь, чтобы решить — начать распродажу токсичных активов и обвалить рынок или ждать дальнейшего развития событий...



Максим БУЕВ
PhD, проректор
по стратегическому
развитию, РЭШ

«Если ты перейдешь работать в риск-менеджмент, то это будет шило на мыло, — сказал один мой коллега, риск-менеджер, в 2007 году, когда я задумался о смене деска в банке. — Это скучная, тупая работа, на которую никто в банке не обращает внимания: мы просто существуем, потому что так требуется», — добавил он. Это был большой европейский инвестиционный банк в лондонском Сити. Я работал квантом — одним из тех, кого в торговом зале называют rocket scientists. Мы

Рецензия

строили модели цен и сложные торговые стратегии с использованием экзотических деривативов. Работа была интересной, но очень академической: 80% времени я проводил за чтением научных статей и написанием программного кода. Коллегами по деску были люди с PhD по физике и математике из лучших университетов мира. Платили неплохо: мой босс, заработав миллионы, в возрасте 35 лет ушел работать в школу учителем математики. Однако хотелось большего — быть к деньгам еще ближе. Перед глазами постоянно маячили трейдеры, альфа-самцы, ворочающие бюджетами небольших стран, и ребята из корпоративных финансов — классические инвестбанкиры, которые бы дали фору и Гордону Гекко из фильма «Уолл-стрит».

Greed is good: эти ребята делали деньги, и поэтому про них снимали фильмы. Кванты и риск-менеджеры были не секси. Про них фильмов не снимали. Между ними и трейдерами была tough love. Трейдеров раздражало, что кванты работали по-академически медленно. Зато их модели выдавали числа, на которые трейдеры ставили. Без этих мо-



делей ставили бы на семерку. К рисковикам любви было еще меньше: их модели означали, что больше капитала надо выводить в резерв, убирать из оборота, повышать лимиты на позиции. Трейдеры это совсем не любят.

Дело усугубляло то, что лишь единицы понимали, что именно кванты и риск-менеджеры делают. Сколько бы они ни предупреждали, что торговля давно превратилась в казино, что левэридж позиций чрезмерен и что музыка скоро перестанет играть, их слушали вполуха. В декабре 2007 года новая версия модели, над которой я работал, показала существенный mark-down по торговой книге. Когда я сказал об этом главе трейдингового деска, он попросил меня задержать релиз модели до нового года: пока книги толстые, нам всем начислят хороший бонус, а откуда продажа — будем разбираться в новом году. Разборки 2008-го оказались горячее, чем можно было себе представить. Про квантов и риск-менеджеров стали снимать фильмы! Margin Call — как раз один из них.

Фильм собрал целый ensemble cast — звездную линейку таких актеров, как Кевин Спейси, Джереми Айронс, Пол Беттани, Деми Мур, Стэнли Туччи и другие. Сюжет крутится вокруг сотрудников деска риск-менеджмента, которые при переоценке модели неожиданно понимают, что банк на грани коллапса: левэридж позиций по активам, подлежащим секьюритизации, превысил все разумные лимиты. Всё, что следует от момента откровения для квантов и до принятия решения о начале fire sale руководством банка, в фильме карикатурно упаковано в одну ночь, но блестяще описывает реальную антропологию инвестбанка. Страстное отношение к своей работе и одержимость деньгами, корпоративная подковерная борьба, верность и предательство, большие раунды (отчасти случайных) увольнений, ночные бдения в торговом зале, попытки вернуть коллег на работу среди ночи, вырвав их с попоек в клубах, разговоры между различными десками в банке, квантами и трейдерами, трейдерами и высшим руководством, руководством и квантами, молодыми бойцами и бывалыми, жаргон и ощущение надвигающегося коллапса — все нарисовано так точно, что когда мы с коллегами впервые смотрели этот фильм в 2011 году, то невольно прово-

дили параллели между собой и его героями.

Технических деталей сути секьюритизации и распространенной на момент кризиса 2008 года модели риск-менеджмента в фильме достаточно, но не они главные. Изумительна реалистичность передачи нравов и жизненных кредо. В фильме присутствуют и зарисовки-аллюзии к эксцессам жизни Big Swinging Dicks (термин для описания крутых трейдеров из «Покера лжецов» Майкла Льюиса) до 2008 года, и типичные терзания geeks, «специалистов по ракетам», в правильности выбранного карьерного пути.

Глава трейдинг-деска Уилл Эмерсон (герой Пола Беттани), например, так описывает бухгалтерию трат своего бонуса в 2.5 млн долларов: «Половина ушла на налоги, 150 тысяч я отдал родителям, чтобы они смогли перебиться, 300 тысяч заплатил по ипотеке, на 150 тысяч купил машину, 50 тысяч потратил на одежду, 75 тысяч — на рестораны, 400 тысяч отложил на rainy day, а еще тысяч 80 потратил на стриптизерш и проституток, главным образом на шлюх... Но оказалось, что это все можно вернуть через банк как расходы на развлечение клиентов!» Когда в 2005 году я пришел в индустрию, один мой коллега, родом из Новгорода, говорил: «Работа здесь — это не только зарплата и бонус, ты должен пользоваться по полной другими привилегиями». И он пользовался. В какой-то момент он перевелся из лондонского офиса сначала в Сингапур, а потом в Гонконг. После окончательного переезда за ним долгое время числилась корпоративная квартира в Сингапуре, в которой постоянно жил его брат из Москвы, приехавший в Азию лечиться. Мы шутили, что, для того чтобы существенно повысить маржу банка, достаточно лишить нашего коллегу таких льгот. Но он, конечно, был такой не один. Когда после кризиса 2008 года всем урезали бонусы, другие его соратники по деску в Лондоне недоумевали, как теперь жить с годовым бонусом всего в 300 тысяч фунтов стерлингов?!

На фоне этого бесконтрольного сребролюбия в фильме точно подмечены и моменты угрызения совести, особенно свойственные квантам. Сидя на ступенях своего бруклинского особняка, Эрик Дейл (пер-



сонаж Стэнли Туччи), уволенный глава риск-менеджмента, вспоминает, как некогда был инженером и строил мосты. Это был общественно-полезный труд: он помог людям сэкономить тысячи часов жизни, которые бы иначе они провели за баранкой. Но Эрик ушел работать в банк, соблазнившись большими деньгами, которые ему платили лишь за то, что он, со слов своего подчиненного, was pushing some numbers around on a computer screen. Это несоответствие интеллектуальных усилий, полезности действий и зарплат в банке — когнитивный диссонанс, знакомый многим бывшим «академикам» и инженерам. Тот же Майкл Льюис как-то вспоминал следующий случай. Когда он работал сейлзом в банке Salomon Brothers, к нему на день прикрепили Мервина Кинга — будущего главу Банка Англии, а в то время — профессора Лондонской школы экономики. Кинг хотел поизучать работу сейлзов. Льюис позволил Кингу слушать свою телефонную линию. После часа наблюдения за разговорами Кинг спросил: «Итак, Майкл, сколько тебе платят за эту работу?» Получив ответ, Кинг резюмировал: «Это реально должно быть вне закона».

Так или иначе, но в процессе жонглирования цифрами Эрик Дейл в конце концов и увидел несовершенство модели управления рисками позиций и неминуемый коллапс банка. Он — один из тех в фильме, кто, несмотря на одержимость деньгами, в первую очередь любит свою работу. Он хорош в своем деле, но это не спасает его от увольнения (точно описанного в фильме жаргонным выражением getting tapped on the shoulder), которые случаются время от времени и могут быть вызваны политическими, а не экономическими соображениями. Это тоже неотъемлемая часть карьеры в инвестбанкинге.

Со слов Джона Талда (героя Джереми Айронса), CEO фирмы, в инвестбанкинге можно выжить в трех случаях: если ты первый, если умнее или если обманываешь. Умным быть трудно, обманывать — аморально, проще всего быть первым. Особенно если ты первым начинаешь fire sale. Это убьет твои отношения с клиентом, но позволит выстоять и купить, когда «кровь побежит по улице». Именно это в итоге и происходит в фильме... Но все-таки главное — быть честным. И фильм это прекрасно иллюстрирует: хорошие банкиры не обманывают, по крайней мере — себя в своем отношении к профессии. На одной любви к деньгам в Сити долго не протянешь. Особенно когда забываешь про риск-менеджеров.



11

февраля 2021

**РОССИЙСКИЙ
ИПОТЕЧНЫЙ КОНГРЕСС**
CBONDS и РУСИПОТЕКА

Москва

WWW.RUSIPOTEKA.RU
WWW.CBONDS-CONGRESS.COM

Участие в **VII Российском ипотечном конгрессе** — это лучший способ быть в тренде современных ипотечных технологий, внести свой вклад в формирование передового ипотечного общественного мнения, наладить партнерские отношения, оценить тенденции и риски ипотечного бизнеса.



*Эти и другие
вопросы
обсудят
профессионалы
ипотечного
рынка*

Итоги ипотечного года

Проблемы и решения

Секьюритизация — взгляд в будущее

Основные драйверы рынка

Государственная поддержка

Технологические прорывы и новые проекты

Партнерская работа

Программа и спонсорство
Альберт Ипполитов
Тел.: +7 916 113-80-01
E-mail: office@rusipoteka.ru

Детали и регистрация на сайте
<http://cbonds-congress.com>

Реклама





ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2020

Приложение 1
Участники рынка



Компании — организаторы сделок по секьюритизации на российском рынке

Название	Адрес	Телефон	Сайт
Sberbank CIB	117312, г. Москва, ул. Вавилова, д. 19	(495) 258-05-00	www.sbrf-cib.ru
Абсолют Банк	127051, г. Москва, Цветной бул., д. 18	(495) 777-71-71	www.absolutbank.ru
Альфа-Банк	107078, г. Москва, ул. Каланчевская, д. 27	(495) 620-91-91	www.alfabank.ru
Банк ДОМ.РФ	125009, г. Москва, ул. Воздвиженка, д. 10	(495) 775-86-86	www.domrfbank.ru
Банк «ФК Открытие»	115114, г. Москва, ул. Летниковская, д. 2, стр. 4	(495) 737-73-55	www.otkritiefc.ru
БКС Глобал маркетс	129110, г. Москва, пр-т Мира, д. 69, стр. 1	(495) 213-15-49	www.bcsqm.com
БК «Регион»	119021, г. Москва, Зубовский бул., д. 11А	(495) 777-29-64	www.region.ru
АО ВТБ Капитал	123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 12, башня «Федерация»	(495) 960-99-99	www.vtbcapital.ru
Газпромбанк	117418, г. Москва, ул. Новочеремушкинская, д. 63	(495) 913-74-74	www.gazprombank.ru
Да Винчи Капитал	123112, РФ, г. Москва, Пресненская наб., д. 8, стр. 1	(495) 775 6222	www.dvcap.com
ДОМ.РФ	125009, г. Москва, ул. Воздвиженка, д. 10	(495) 775-47-40	дом.рф
Евразийский банк развития	119034, г. Москва, 1-й Зачатьевский пер., д. 3, стр. 1	(495) 258-27-60	www.eabr.org
ИФК «Солид»	123007, г. Москва, Хорошевское шоссе, д. 32А, ком. 14	(495) 250-70-10	www.solidbroker.ru
Металлинвестбанк	119180, г. Москва, ул. Большая Полянка, д. 47, стр. 2	(495) 727-97-97	www.metallinvestbank.ru
МСП Банк	115035, г. Москва, ул. Садовническая, д. 79	(495) 783-79-98	www.msppbank.ru
Промсвязьбанк	109052, г. Москва, ул. Смирновская, д. 10, стр. 22	(495) 787-33-33	www.psbank.ru
Райффайзенбанк	129090, г. Москва, ул. Троицкая, д. 17, стр. 1	(495) 721-99-00	www.raiffeisen.ru
РОСБАНК	107078, г. Москва, ул. Маши Порываевой, д. 34	(495) 789-88-77	www.rosbank.ru
Совкомбанк	156000, г. Кострома, пр-т Текстильщиков, д. 46	(4942) 39-09-10	www.sovcombank.ru
ТРИНФИКО	129090, г. Москва, Ботанический пер., д. 5	(495) 725-25-00	www.trinfico.ru

АО ВТБ КАПИТАЛ

www.vtbcapital.ru

+7 (495) 960 9999


ВТБ Капитал

ВТБ Капитал, инвестиционный бизнес Группы ВТБ, является лидером на рынке международных инвестиционно-банковских услуг в России.

Компания предлагает полный спектр инвестиционно-банковских продуктов и услуг, включая проведение торговых операций, организацию выпуска долговых и долевого ценных бумаг, финансовое консультирование по сделкам на рынках капитала и в области слияний и поглощений, прямые инвестиции, управление активами, конверсионные операции, хеджирование валютных и процентных рисков, предоставление услуг на товарно-сырьевых рынках.

ВТБ Капитал осуществляет операции из офисов в Москве, Лондоне, Цуге, Гонконге, Сингапуре, Шанхае, Франкфурте-на-Майне, Софии и Вене. Головной офис компании находится в Москве.

На правах рекламы

АО «Райффайзенбанк»

Райффайзенбанк — ведущий универсальный банк в России, а также один из признанных лидеров на рынке инвестиционных услуг.

На рынке секьюритизации Райффайзенбанк присутствует с 2007 года. В соответствии со стратегией группы Raiffeisen в 2014 году секьюритизация была выделена в самостоятельное клиентоориентированное направление бизнеса, что положило начало формированию комплексной инфраструктуры, нацеленной на предоставление полного пакета услуг на рынке обеспеченных ценных бумаг. Среди проектов, в которые был вовлечен Райффайзенбанк, — ипотечные сделки, в том числе сделки ДОМ.РФ, первая мультиоригинаторная сделка, первая рублевая сделка секьюритизации потребительских кредитов, первая внутрироссийская сделка секьюритизации автокредитов, а также собственные проекты секьюритизации.

За последние несколько лет были успешно реализованы сделки классической секьюритизации с ПАО «АКБ «Абсолют Банк» и ПАО «Московский Кредитный Банк», закрыта сделка в рамках механизма эмиссии ИЦБ ДОМ.РФ, принято участие в ипотечных сделках ИА «Металлинвест 2», ИА «БСПБ 2».

Сегодня Райффайзенбанк является одним из ведущих участников российского рынка обеспеченных ценных бумаг и представлен международной командой профессионалов, имеющих богатый практический опыт в области секьюритизации как на российском, так и на международном рынках ABS, MBS, RMBS. Это позволяет находить оптимальные пути реализации сделок на всех этапах, предлагать клиентам новые продукты и быстро реагировать на внешние вызовы.

Контактное лицо в России:**Олег Корнилов**

Исполнительный директор по рынкам долгового капитала управления корпоративных и инвестиционно-банковских продуктов

E-mail: okornilov@raiffeisen.ru

Адрес: 119002, г. Москва, Смоленская-Сенная пл., 28

Web: bonds@raiffeisen.ru

Тел.: +7 495 721 99 00

На правах рекламы



ПАО «Совкомбанк» — крупнейший частный банк на рынке организации финансирования — предлагает полный спектр услуг на рынке капитала, включая секьюритизацию, проектное и концессионное финансирование, выпуск и размещение сложно-структурированных инструментов.

ПАО «Совкомбанк» входит в список топ-15 крупнейших банков страны с активами более 1 трлн руб. В банке трудятся 16 тысяч сотрудников в 2447 отделениях и мини-офисах в 75 регионах, расположенных в 1034 населенных пунктах РФ. Банк обслуживает 6 миллионов физических лиц. Корпоративными клиентами банка являются 200 тыс. компаний.

Надежность банка подтверждена ведущими рейтинговыми агентствами. Кредитные рейтинги по международной шкале: «BB», прогноз «стабильный» (Standard&Poor's), «Ba2», прогноз «стабильный» (Moody's), «BB+», прогноз «стабильный» (Fitch Ratings). Кредитные рейтинги Банка по национальной шкале: Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) — «А+», прогноз «стабильный», рейтинговое агентство «Эксперт РА» — «ruA», прогноз «позитивный», агентство Национальные Кредитные Рейтинги («НКР») — «AA-», прогноз «стабильный».

123100, г. Москва,
Краснопресненская набережная, д. 14, стр. 1
Генеральная лицензия № 963 от 5 декабря 2014 г.

+7 (495) 988-93-70
cib@sovcombank.ru
sovcombank.ru

На правах рекламы



НАДЕЖНЫЙ БАНК НАШЕГО ВРЕМЕНИ

Банк «Открытие» предлагает широкий спектр услуг на рынках капитала, включая секьюритизацию, организацию сложноструктурированных инструментов и решение задач клиентов по акционерному и долговому финансированию. «Открытие» — один из крупнейших универсальных банков России с диверсифицированной структурой бизнеса. Банк работает на финансовом рынке с 1993 года.

Сегодня банк «Открытие» входит в список системно значимых кредитных организаций, утвержденный центральным банком РФ. Надежность банка подтверждена рейтингами российских агентств АКРА (AA-(RU)) и Эксперт РА (ruAA-), а также международным агентством Moody's (Ba1).

+7 495 224 44 55
доб. 11 7818

8 800 444-44-55
звонок по России бесплатный

IBPS@open.ru
open.ru

ПАО Банк «ФК Открытие» (Банк «Открытие»). Генеральная лицензия Банка России №2209. 114114, г. Москва, ул. Летниковская, д. 2, стр. 4.

На правах рекламы

Банки–оригинаторы — участники рынка ипотечного кредитования*

Банк	Объем выданных ипотечных кредитов в 2019 году, млн руб.	Объем выданных ипотечных кредитов в 2018 году, млн руб.	Прирост по отношению к 2018 году, %	Телефон	Сайт
Сбербанк	1 280 955	1 560 204	-17.9	800 555-55-50	www.sberbank.ru
Банк ВТБ	675 440	672 292	0.5	800 100-24-24	www.vtb.ru
Газпромбанк	112 405	149 408	-24.8	800 100-07-01	www.gazprombank.ru
Банк «ФК Открытие»	91 699	33 743	171.8	800 700-77-77	www.open.ru
Альфа-Банк	91 686	33 049	202.5	800 200-00-00	www.alfabank.ru
Россельхозбанк	89 251	128 004	-30.3	800 100-01-00	www.rshb.ru
Росбанк	76 288	74 643	5.9	800 200-54-34	www.rosbank.ru
Промсвязьбанк	64 265	26 973	138.3	800 333-03-03	www.psbank.ru
Банк ДОМ.РФ	60 940	24 820	145.5	800 775-86-86	www.domrfbank.ru
Райффайзенбанк	58 213	63 441	-8.2	800 700-91-00	www.raiffeisen.ru
Абсолют Банк	51 867	48 096	7.8	800 200-20-05	www.absolutbank.ru
ЮниКредит Банк	30 940	22 428	38	800 700-10-20	www.unicreditbank.ru
Банк «Уралсиб»	29 521	30 531	-3.3	800 250-57-57	www.uralsib.ru
Совкомбанк	27 816	26 245	6	800 200-66-96	www.sovcombank.ru
Банк «Возрождение»	25 486	28 451	-10.4	800 755-00-05	www.vbank.ru
Банк «Санкт-Петербург»	25 055	25 289	-0.9	800 222-50-50	www.bsppb.ru
«АК БАРС» Банк	14 600	29 847	-38.5	800 200-53-03	www.akbars.ru
Транскапиталбанк	13 690	12 406	10.4	800 100-32-00	www.tkbbank.ru
Связь-Банк	12 559	9006	39.5	800 500-00-80	www.sviaz-bank.ru
Запсибкомбанк	10 594	10 809	-6.6	800 100-50-05	www.zapsibkombank.ru
МКБ	10 091	8255	22.3	800 775-51-52	www.mkb.ru
РНКБ	9835	6403	53.6	800 234-27-27	www.rncb.ru
Центр-инвест	9344	14 140	-34	800 200-99-29	www.centriinvest.ru

Источник: «Русипотека».

* Банки, участвующие в рейтинге компании «Русипотека».



Абсолют Банк

Абсолют Банк — федеральный банк с фокусом на высокотехнологичное развитие в приоритетных направлениях бизнеса. Банк специализируется на работе в сегментах с высоким уровнем экспертизы и уникальными ИТ-решениями: ипотеке, автокредитовании и МСБ в цифровом формате, на системном обслуживании компаний холдинга ОАО «РЖД», на комплексных решениях в private banking. Абсолют Банк развивает уникальную на рынке платформу тендерной продажи и секьюритизации портфелей ипотечных закладных и автокредитов.

Абсолют Банк входит в ТОП-40 финансово-кредитных организаций России по размеру активов и представлен в 25 регионах РФ. Основной акционер — структуры крупнейшего на рынке Негосударственного пенсионного фонда «Благосостояние».

Адрес: 127051, Москва, Цветной бульвар, д. 18
Многоканальный телефон: +7 (495) 777-71-71
www.absolutbank.ru

АКБ «Абсолют Банк» (ПАО). Ген. лицензия Банка России № 2306.

На правах рекламы

«Азиатско-Тихоокеанский Банк» (ПАО) присутствует на рынке секьюритизации с 2012 г, обладает успешным опытом самостоятельной организации сделок. Объем размещенных ипотечных облигаций, а также облигаций с залоговым обеспечением более 8 млрд руб.

Квалифицированная команда АТБ предлагает следующие услуги*:

- Предоставление промежуточного финансирования ипотечным агентам;
- Предоставление консультационных услуг по оценке целесообразности проектов (feasibility study);
- Участие в размещении облигаций в качестве андеррайтера или «якорного» инвестора.

Евгений Бардадим
 Управление долгового финансирования
 тел: +7 (495) 988-30-61
 www.atb.su



Азиатско-
Тихоокеанский
Банк

*Не является офертой. Участие в качестве «якорного» инвестора, андеррайтинг бумаг, предоставление промежуточного финансирования рассматривается отдельно, подлежит дополнительному согласованию и утверждению сторонами.

На правах рекламы

Рейтинговые агентства

Название	Адрес	Телефон	Сайт
Представительства международных рейтинговых агентств			
Moody's Investors Service	125047, г. Москва, ул. 1-я Тверская-Ямская, д. 21, БЦ «Фор Виндз Плаза», 7-й этаж	(495) 228-60-60	www.moody.com
Standard & Poor's	125009, г. Москва, ул. Воздвиженка, д. 4/7, стр. 2, БЦ «Моховая», 7-й этаж	(495) 783-40-00	www.standardandpoors.com
Fitch Ratings	115054, г. Москва, ул. Валовая, д. 26, БЦ «ЛайтХаус»	(495) 956-99-01	www.fitchratings.com
Российские рейтинговые агентства			
АКРА	115035, г. Москва, ул. Садовническая, д. 75, БЦ «Аврора Бизнес Парк», под. F2, 4-й этаж	(495) 139-04-80	www.acra-ratings.ru
«Эксперт РА»	109240, г. Москва, ул. Николаямская, д. 13, стр. 2, 7-й этаж	(495) 225-34-44	www.raexpert.ru
Национальные Кредитные Рейтинги	125009, г. Москва, Бол. Кисловский пер, д. 6, 6-й этаж	(495) 136-40-47	www.ratings.ru
Национальное Рейтинговое Агентство	123610, г. Москва, Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, офис 1502	(495) 122-22-55	www.ra-national.ru

S&P Global Ratings

S&P Global Ratings – признанный мировой лидер в области присвоения кредитных рейтингов. Осуществляя свою деятельность в 28 странах мира, S&P Global Ratings является неотъемлемой частью мировой финансовой инфраструктуры и на протяжении вот уже 150 лет занимает лидирующие позиции в предоставлении участникам рынка независимых индикаторов, необходимых для принятия инвестиционных и финансовых решений.

КОНТАКТЫ

Москва, 125009, бизнес-центр «Моховая», ул. Воздвиженка, дом 4/7, стр. 2, 7-й этаж

Телефон: 7 (495) 783-40-00
Факс: 7 (495) 783-40-01

russia@spglobal.com
www.standardandpoors.com

Юридические и финансовые консультанты

Название	Адрес	Телефон	Сайт
Allen & Overy	107031, г. Москва, Дмитровский пер., д. 9	(495) 725-79-00	www.allenoverly.com
Baker & McKenzie	125196, г. Москва, ул. Лесная, д. 9, БЦ «Белые сады», 10-й этаж	(495) 787-27-00	www.bakermckenzie.com
Bryan Cave Leighton Paisner	123100, г. Москва, Пресненская наб., д. 8, стр. 1	(495) 287-44-44	www.bclplaw.ru
Clifford Chance	125047, г. Москва, ул. Гашека, д. 6	(495) 258-50-50	www.cliffordchance.com
Deloitte	125047, г. Москва, ул. Лесная, д. 5, стр. Б	(495) 787-06-00	www.deloitte.com
EY	115035, г. Москва, Садовническая наб., д. 77, стр. 1, БЦ «Аврора»	(495) 755-97-00	www.ey.com
KPMG	123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 10, Комплекс «Башня на набережной», блок «С»	(495) 937-44-77	www.kpmg.com
Latham & Watkins	125047, г. Москва, ул. Гашека, д. 6, офис 510	(495) 785-12-34	www.lw.com
Legal Capital Partners	119048, г. Москва, ул. Усачева д. 1, стр. 1	(495) 122-05-17	www.lecap.ru
PwC	125047, г. Москва, ул. Бутырский Вал, д. 10, БЦ «Белая Площадь»	(495) 967-60-00	www.pwc.ru
Securitisation Services Russia	101000, г. Москва, Бол. Златоустинский пер., д. 1, стр. 1	(495) 743-12-99	www.securitisation-services.ru
TMF Group	125171, г. Москва, Ленинградское шоссе, д. 16А, стр. 1, БЦ «Метрополис», 8-й этаж	(495) 777-00-85	www.tmf-group.com
White&Case	125009, г. Москва, Романов пер., д. 4	(495) 787-30-00	www.whitecase.com
«Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»	119017, г. Москва, ул. Бол. Ордынка, д. 40/5	(495) 935 80-10	www.epam.ru
ЕМПП	125040, г. Москва, ул. Скаковая д. 17, стр. 2, БЦ «Скаковая 17»	(495)945-51-90	www.empp.ru
«Иванян и Партнеры»	123100, г. Санкт-Петербург, наб. реки Мойки, д. 11, лит. А, офис 21Н	(812) 647-00-46	www.ivanyanandpartners.ru
«Корельский, Ищук, Астафьев и партнеры»	127055, г. Москва, ул. Бутырский Вал 68/70, стр. 4/5, БЦ «Бейкер Плаза», правый корпус, 3-й этаж	(495) 660-49-09	www.kiaplaw.ru
«Ласета Партнерс»	119435, г. Москва, Саввинская наб., д. 15, БЦ «Японский дом»	(495) 783-16-41	www.laseta-partners.ru
«Линия права»	115114, г. Москва, Шлюзовая наб., д. 4, БЦ «Россо Рива», 5-й этаж	(495) 937-80-00	www.lp.ru
«Линклейтерз»	115054, г. Москва, Павелецкая пл., д. 2, стр. 2	(495) 797-97-97	www.linklaters.com



Луиза ЛЕСНАЯ
Директор

Тел. +7 499 286-20-31
lesnaya@trewetch-group.ru

119435
Россия, Москва,
Большой Саввинский переулок
дом 10, стр. 2А
trewetch-group.ru

Треветч Групп

группа российских компаний, предоставляющих административные и бухгалтерские услуги на рынке структурированных финансов в национальных сделках секьюритизации и проектного финансирования.

- Управляющая компания
- Единоличный исполнительный орган
- Бухгалтерский и налоговый учет
- Раскрытие информации
- Юридический консалтинг

Квалифицированная команда сопровождает специализированные финансовые общества от создания до ликвидации.

На правах рекламы



Global reach
Local knowledge

Геннадий Годяев

Руководитель направления
структурного финансирования

☎ +7 (495) 777 00 85

☎ +7 (965) 357 70 36

✉ gennadiy.godyaev@tmf-group.com

125171, Москва, Ленинградское шоссе,
д. 16А, БЦ «Метрополис», стр. 1, 8-й этаж

TMF Group является одной из крупнейших мировых компаний, оказывающих услуги по учреждению и управлению компаниями специального назначения, ведению бухгалтерского и налогового учета, в том числе в рамках проведения сделок секьюритизации активов.

Мы являемся экспертами в данной отрасли и оказываем услуги более чем 2000 компаний специального назначения (SPV) по всему миру.

- Учреждение и управление компаниями специального назначения (SPV)
- Предоставление акционеров / участников для компаний специального назначения (SPV)
- Ведение бухгалтерского и налогового учета компаний специального назначения (SPV)
- Подготовка финансовой отчетности, в том числе МСФО
- Услуги представителя владельцев облигаций

На правах рекламы

Крупнейшие депозитарии по рыночной стоимости принятых на обслуживание ценных бумаг депонентов РС (деп)*

№ п/п	Наименование	Статус	РС (деп), млн руб.	Адрес	Телефон	Сайт
1	Газпромбанк	Кредитная организация	3 575 145.84	117418, г. Москва, ул. Новочеремушкинская, д. 63	(495) 287-61-00	www.gazprombank.ru
2	«Специализированный депозитарий «ИНФИНИТУМ»	Специализированный депозитарий	2 696 224.51	115162, г. Москва, ул. Шаболовка, д. 31, корп. Б, 3-й подъезд, 5-й этаж	(495) 644-37-71	www.specdep.ru
3	СДК «Гарант»	Специализированный депозитарий	2 054 119.09	123100, г. Москва, Краснопресненская наб., д. 6, 10-й этаж, офис 1032	(495) 777-56-83	www.sdkgarant.ru
4	ВТБ Специализированный депозитарий	Специализированный депозитарий	1 038 535.90	101000, г. Москва, ул. Мясницкая, д. 35	(495) 956-30-70	www.vtbsd.ru
5	Объединенный специализированный депозитарий	Специализированный депозитарий	264 444.59	109028, г. Москва, ул. Земляной Вал, д. 50А/8, стр. 2, 9-й этаж	(495) 909-93-22	www.usdep.ru
6	Независимый специализированный депозитарий	Специализированный депозитарий	192 013.62	123242, г. Москва, ул. Большая Грузинская, д. 12, стр. 2	(495) 602-02-80	www.nzsd.ru
7	«Депозитарные и корпоративные технологии»	Специализированный депозитарий	187 213.55	107014, г. Москва, ул. Стромынка, д. 4, корп. 1	(495) 641-30-31	www.depotech.ru
8	РБ Спецдепозитарий	Специализированный депозитарий	121 447.25	107078, г. Москва, ул. Маши Порываевой, д. 34	(495) 725-56-55	www.depository.ru
9	ДК «РЕГИОН»	Специализированный депозитарий	115 499.21	119021, г. Москва, Zubовский бул., д. 11А, 7-й этаж, пом. I, ком. 1	(495) 777-29-64	www.region-dk.ru
10	Банк «Уралсиб»	Кредитная организация	73 394.83	119048, г. Москва, ул. Ефремова, д. 8	(495) 250-57-57	www.uralsib.ru
11	Центральный сургутский депозитарий	Специализированный депозитарий	33 025.44	628415, Тюменская область, Ханты-Мансийский АО-Югра, г. Сургут, ул. Энтузиастов, д. 52/1	(3462) 42-11-75	www.csdsurgut.ru
12	Национальная кастодиальная компания	Специализированный депозитарий	31 053.74	127018, г. Москва, ул. Суцёвский вал, д. 16, стр. 3, 3-й этаж, ком. 2, 3	(495) 025-00-95	www.nkk-sd.ru
13	Балтийское финансовое агентство	Специализированный депозитарий	24 069.12	197101, г. Санкт-Петербург, Петроградская наб., д. 36, лит. А	(812) 329-15-99	www.ambfa.ru
14	СДК «Гранит»	Специализированный депозитарий	4 964.39	123100, г. Москва, Краснопресненская наб., д. 6, 10-й этаж, офис 1029	(495) 221-31-77	www.sdkggranit.ru
15	СД «Депозит-Плаза»	Специализированный депозитарий	2 466.39	109004, г. Москва, ул. Николоямская, д. 26, стр. 1-1а	(495) 987-18-47	www.depoplaza.ru
16	Тольяттихимбанк	Кредитная организация	655.76	445009, г. Тольятти, ул. Горького, д. 96	(8482) 71-81-71	www.thbank.ru
17	Межрегиональный специализированный депозитарий	Специализированный депозитарий	115.43	129110, г. Москва, пр. Мира, д. 69, стр. 1, 5-й этаж, пом. XI, ком. 62	(495) 600-61-66	sdepo.ru

* По данным Фонда развития финансовых исследований «Инфраструктурный институт» (ИНФИ) в сотрудничестве с ПАРТАД на 30.06.2019, www.safedepo.ru.



РЕГИОН 25

двадцать
пять
лет

ГРУППА КОМПАНИЙ

ТОП-5

по стоимости контролируемого имущества
(ПАРТАД от 30.06.2019)

ТОП-5

по суммарной величине собственных средств
и страхового покрытия (ПАРТАД от 30.06.2019)

под контролем

>1

трлн. рублей*

проверено

>500

тыс. закладных

участие в

>200

успешных сделок

* по итогам 2019 года

На правах рекламы

ВТБ СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЙ ДЕПОЗИТАРИЙ

АО ВТБ Специализированный депозитарий – один из крупнейших специализированных депозитариев России, оказывает полный спектр услуг специализированного депозитария, обладает многолетним опытом обслуживания ипотечных покрытий.

Использование программно-технического комплекса собственной разработки, включающего в себя системы спецдепозитарного и депозитарного учета, а также систему юридически значимого электронного документооборота, позволяет клиентам Компании обеспечить высокую степень автоматизации бизнес-процессов со сквозной обработкой информации и оперативно реализуемыми настройками, учитывающими индивидуальные потребности клиента.

Контактное лицо:

Абушеева Юлия
Руководитель Управления обслуживания
ипотечного покрытия и инвестиционных фондов
abusheeva@vtbsd.ru

101000,
ул. Мясницкая, д. 35
www.vtbsd.ru
+7 (495) 956-30-70

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности № 177-06595-000100, выданная ФСФР России 29 апреля 2003 года.
Лицензия на осуществление деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов № 22-000-1-00005, выданная ФСФР России от 25 ноября 1997 года.

На правах рекламы

ТОП–25 крупнейших управляющих компаний по стоимости чистых активов (СЧА)*

№ п/п	Управляющая компания	СЧА фондов в управлении, млн руб	Адрес	Телефон	Сайт
1	«Сбербанк Управление Активами»	132 608	123317, г. Москва, Пресненская наб., д. 10, «Башня на набережной», блок С, 19-й этаж	(495) 258-05-34	www.sberbank-am.ru
2	«ВТБ Капитал Управление активами»	100 920	123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 10, 15-й этаж, пом. 3	(495) 725-55-40	www.vtbcapital-am.ru
3	«Альфа-Капитал»	74 740	123001, г. Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1	(495) 797-31-52	www.alfacapital.ru
4	«Райффайзен Капитал»	45 048	119002, г. Москва, Смоленская-Сенная пл., д. 28	(495) 777-99-98	www.raiffeisen-capital.ru
5	«Газпромбанк — Управление активами»	33 205	119049, г. Москва, ул. Коровий Вал, д. 7	(495) 980-40-58	am.gazprombank.ru
6	«РСХБ Управление Активами»	16 670	125009, г. Москва, Большой Кисловский пер., д. 9	(495) 660-47-65	www.rshb-am.ru
7	«УРАЛСИБ»	15 124	119435, г. Москва, Саввинская наб., д. 23, стр. 1	(495) 788-66-42	www.uralsib-am.ru
8	«Система Капитал»	11 987	119034, г. Москва, ул. Пречистенка, д. 17/9	(495) 228-15-05	www.sistema-capital.com
9	«Атон-менеджмент»	11 690	115035, г. Москва, Овчинниковская наб., д. 20, стр. 1	(495) 510-15-15	www.am-aton.ru
10	УК «Открытие»	7492	115114, г. Москва, ул. Кожевническая, д. 14, стр. 2	(495) 755-88-66	www.open-am.ru
11	«ТРАНСФИНГРУП»	5622	107078, г. Москва, ул. Маши Порываевой, д. 34, пом. 2	(495) 772-97-42	www.tfg.ru
12	«Брокеркредитсервис»	3257	630099, г. Новосибирск ул. Советская, д. 37	(383) 210-50-20	www.bcs.ru/am
13	АО «Капиталь Управление активами»	3109	123100, г. Москва, Краснопресненская наб., д. 6, 6-й этаж, пом. I, ком. 16	(495) 777-21-11	www.capital-am.ru
14	«Промсвязь»	2877	109240, Москва, улица Николаямская, д. 13, стр. 1, 5-й этаж, ком. 1–31	(495) 662-40-92	upravlyaem.ru
15	«Арикапитал»	2135	115035, г. Москва, ул. Садовническая, д. 82, стр. 2	(495) 225-93-77	www.aricapital.ru
16	«ТКБ Инвестмент Партнерс»	1997	191119, г. Санкт-Петербург, ул. Марата, д. 69-71, лит. А	(812) 332-7-332	www.tkbip.ru

* По данным Investfunds.ru на 31.12.2019

№ п/п	Управляющая компания	СЧА фондов в управлении, млн руб	Адрес	Телефон	Сайт
17	«Ингосстрах-Инвестиции»	1593	115035, г. Москва, ул. Пятницкая, д. 12, стр. 2	(495) 720-48-98	www.ingosinvest.ru
18	«Арсагера»	1451	194021, г. Санкт-Петербург, ул. Шателена, д. 26А, бизнес-центр «Ренессанс», 8-й этаж	(812) 313-05-30	www.arsagera.ru
19	«БСПБ Капитал»	965	195112, г. Санкт-Петербург, Малоохтинский пр-т, д. 64, лит. Б, пом. 17Н, ком. 28	(812) 320-53-70	bspbcapital.ru
20	«Тинькофф Капитал»	860	123060, г. Москва, 1-й Волоколамский проезд, д. 10, стр. 1	(800)755-27-56	help.tinkoff.ru/capital/
21	«Апрель Капитал»	575	123317, г. Москва, Пресненская наб., д. 12	(495) 668-55-66	www.april-capital.ru
22	«УК ВЕЛЕС Менеджмент»	469	123610, Россия, г. Москва, Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, 5-й этаж, пом. 514	(495) 967-09-13	www.veles-management.ru
23	ООО «ПЕРАМО ИНВЕСТ»	411	123100, г. Москва, Краснопресненская наб., д. 6	(495) 509-82-42	www.peramo.ru
24	«Энергия-Инвест»	389	664025, г. Иркутск, ул. Ленина, д. 6	(395) 224-01-37	www.energy-invest.ru
25	АО «СОЛИД Менеджмент»	373	125284, г. Москва, Хорошевское шоссе, д. 32А, 6-й этаж, офис 607	(800) 250-70-15	www.solid-mn.ru



управляющая
компания

АО «УК ТФГ»

107078, г. Москва, ул. Маши Порываевой, д. 34, помещение II

Сайт: tfg.ru

E-mail: tfg@tfg.ru

+7 (495) 772-97-42, +7 (495) 980-78-70

УСЛУГИ:

Представитель владельцев облигаций

Аналитика

Доверительное управление

АО «УК ТФГ» (индекс ФНС России от 04.11.2001 № 21-000-1-00052 на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и государственными пенсионными фондами, без ограничения срока действия, лицензия ФСФР России от 04.04.2010 № 045-13027-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами, без ограничения срока действия) осуществляет доверительное управление активами закрытых паевых инвестиционных фондов, инвестиционных паев которых ограничены в обороте в соответствии с законодательством Российской Федерации. Информация о данных паевых инвестиционных фондах может предоставляться лицам, которым в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» может предоставляться информация о ценных бумагах, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Паевые инвестиционные фонды под управлением АО «УК ТФГ»: ОПИФ рыночных финансовых инструментов «ТФГ – Билетные еврооблигации» (Правила Фонда зарегистрированы ФНС России 14.01.2014, № 0174-71670299), ОПИФ рыночных финансовых инструментов «ТФГ – Рублевые облигации» (Правила Фонда зарегистрированы ФНС России 28.09.2006, № 0424-94123754), ОПИФ рыночных финансовых инструментов «ТФГ – Российские акции» (Правила Фонда зарегистрированы Банком России за № 3247 от 08.11.2014).

Стабильность инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления Фондом. Получить информацию о Фонде и ознакомиться с Правилами доверительного управления Фондом, с иными документами, предусмотренными Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» и нормативными актами в сфере финансового рынка, можно по адресу: 107078, Россия, г. Москва, ул. Маши Порываевой, д. 34, помещение II, по телефонам 8-495-772-97-42, 8-495-980-78-70 или в сети Интернет по адресу www.tfg.ru; у агентов по выдаче и погашению инвестиционных паев открытых паевых инвестиционных фондов (со списком агентов можно ознакомиться на сайте Управляющей компании <http://tfg.ru>) (за исключением Фондов, инвестиционных паев которых ограничены в обороте).



CBONDS AWARDS 2017-2019
ЛУЧШИЙ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЙ
ИНВЕСТИОР НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ



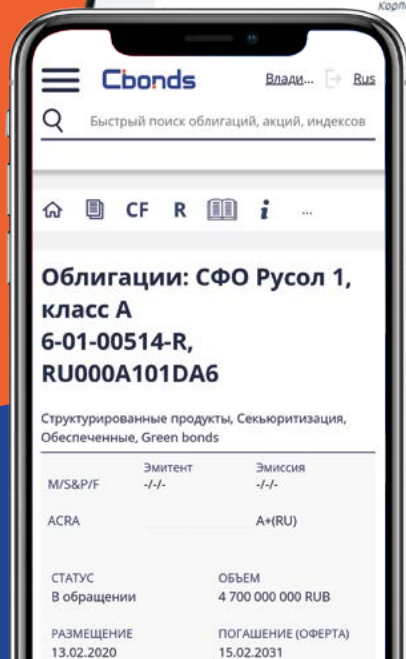
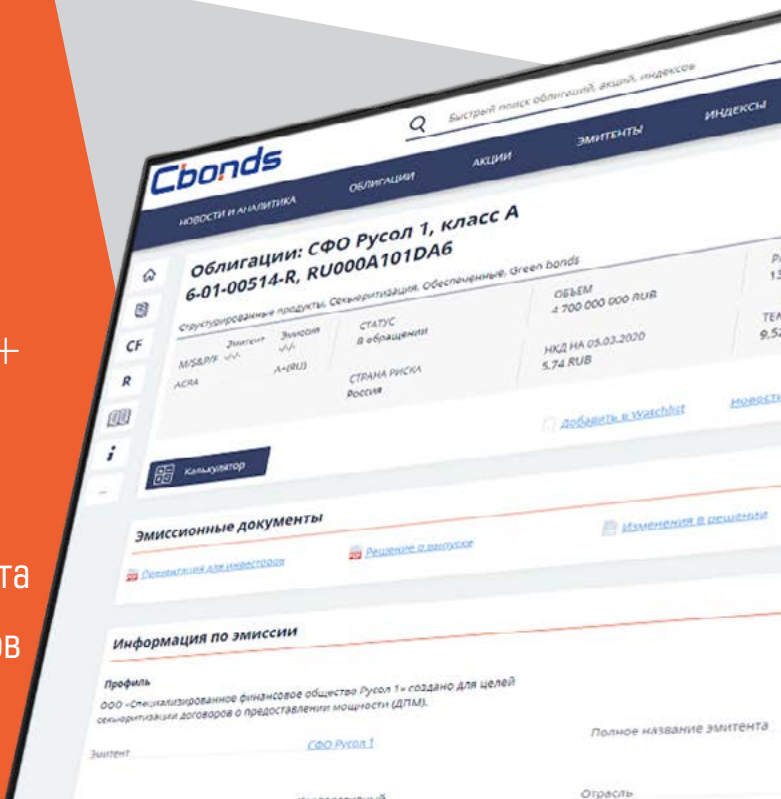
ПРЕМИЯ «INVESTFUNDS AWARDS»
«ЛУЧШИЙ ПИФ ОБЛИГАЦИЙ – 2018»



ФИНАНСОВАЯ ЭЛИТА РОССИИ 2018
КОМПАНИЯ ГОДА В СФЕРЕ
УПРАВЛЕНИЯ ОПИФ

НОВЫЙ САЙТ Cbonds

- Быстрый, адаптивный, интуитивный
- Поиск облигаций по 25 параметрам эмиссии, включая рейтинги, доходность, дюрацию
- Мгновенный поиск всех индексов через дерево
- Удобная навигация по странице облигации
- Информация по акциям + котировки с 20 бирж
- Графический анализ данных: сравнение выпусков и карта эмитента
- Визуализация результатов поиска: карта эмиссий в координатах «доходность – дюрация»
- WatchList: полноценный функционал получения данных на архивную дату, включая рейтинги



CBONDS.RU

Реклама

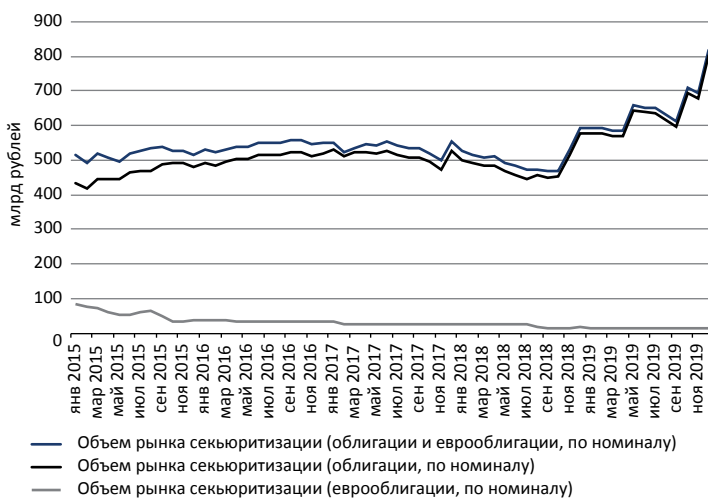
ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2020

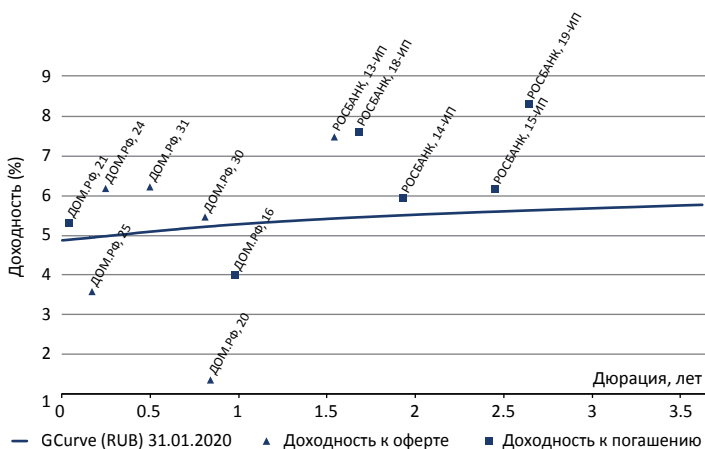
Приложение 2
Статистика рынка



Объем рынка секьюритизации

Источник: Cbonds.ru



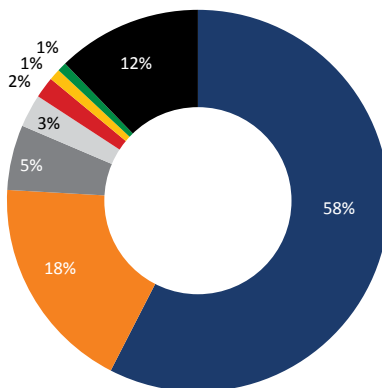


Карта доходности на рынке секьюритизации, обеспеченных и ипотечных облигаций, 31 января 2020 года

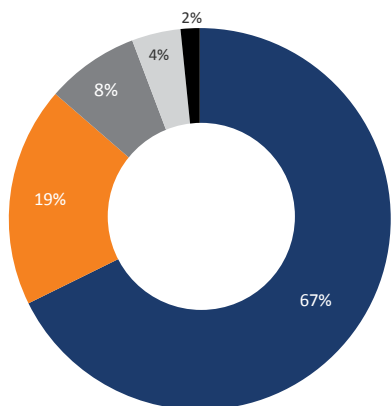
Источник: Cbonds.ru

Крупнейшие originаторы по объему секьюритизированных активов

Источник: Cbonds.ru



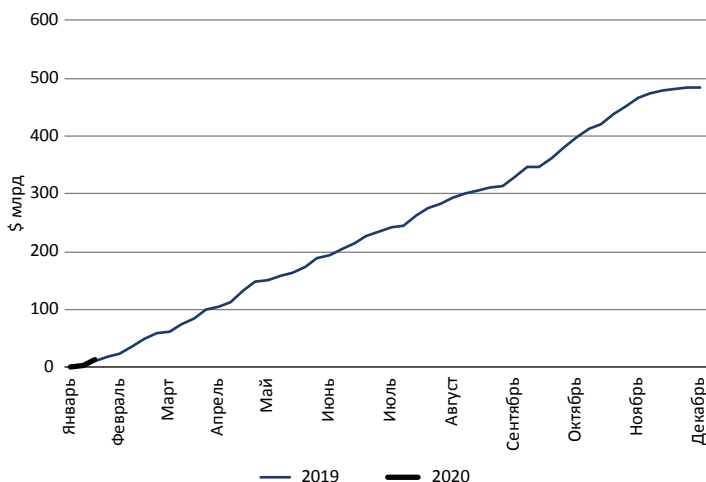
- Группа ВТБ
- Сбербанк России
- Группа ДОМ.РФ
- Группа «Открытие»
- Банк Жилищного Финансирования
- Транскапиталбанк
- АК Барс Банк
- Остальные



- АО ВТБ Капитал
- Совкомбанк
- Sberbank CIB
- Банк ДОМ.РФ
- Металлинвестбанк

Крупнейшие организаторы по объему размещения облигаций на рынке секьюритизации в 2019 году

Источник: Cbonds.ru



Объем размещения с начала года до начала марта (\$ млрд)		
	2020	2019
Публичные ABS в США	3.8	3.7
ABS в США по правилу 144А	6.1	5.6
ABS за пределами США	2.1	0.5
ИТОГО	12.1	10

Динамика объемов выпуска ABS в мире в 2019–2020 годах

Источник: Asset-Backed Alert (www.abalert.com)

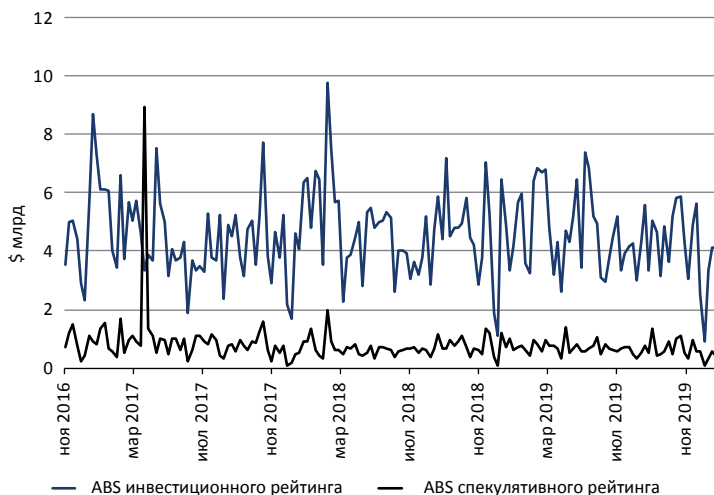
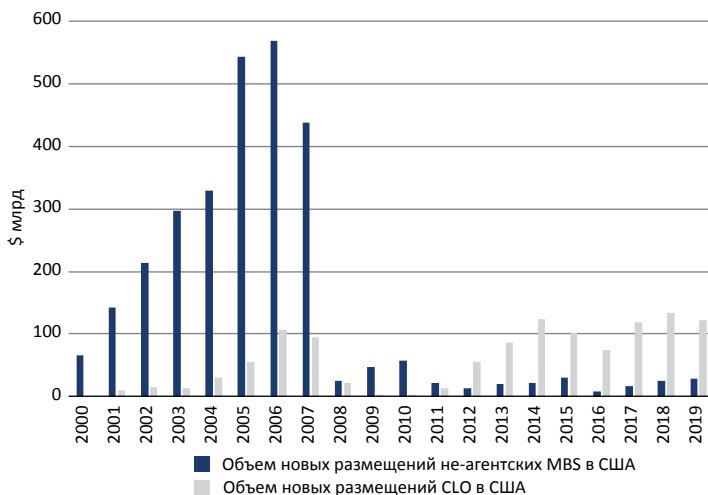
Объем новых размещений ABS в мире

Источник: Asset-Backed Alert (www.abalert.com)



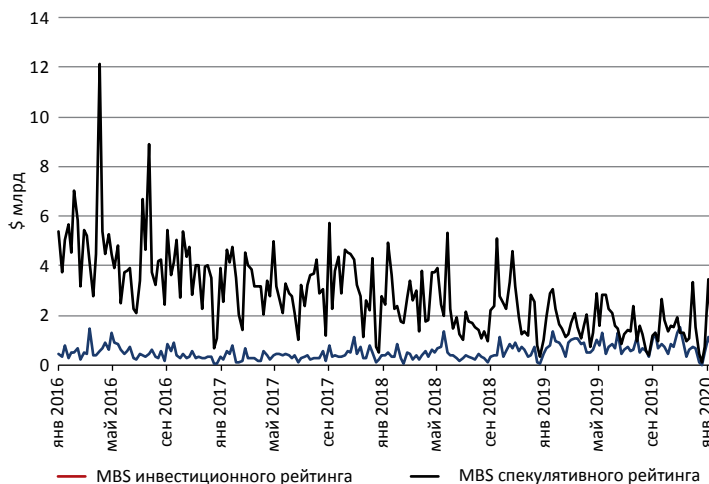
Объем новых размещений не-агентских MBS и CLO в США

Источник: Asset-Backed Alert (www.abalert.com)



Недельные объемы вторичного обращения ABS в США в 2016–2019 годах

Источник: Asset-Backed Alert (www.abalert.com), FINRA

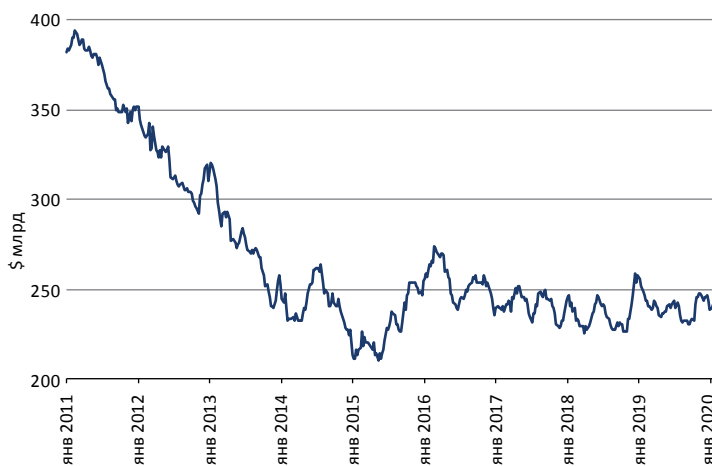


**Недельные объемы
вторичного обращения
MBS в США
в 2016-2020 годах**

Источник:
Asset-Backed Alert
(www.abalert.com),
FINRA

**Объемы коммерческих
бумаг, обеспеченных
активами (АВСР),
в обращении в США
в 2011–2020 годах**

Источник: Asset-Backed Alert
(www.abalert.com)



Сделки секьюритизации* на российском долговом рынке

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона	Кредитный рейтинг (М/S&P/F/АКРА/Эксперт РА)	Организаторы
Группа ВТБ (Ваа3/BBB-/Withdrawn/-/ruAAA**)							
⁽¹⁾ «Ипотечный агент ВТБ 2014», класс А	41 400.0	7054.1	29.12.2014	07.09.2057	9.00%	-/-/-/-	ВТБ 24
⁽¹⁾ «Ипотечный агент ВТБ 2014», класс Б	4600.0	4600.0	29.12.2014	07.09.2057	Опред. эмитент	-/-/-/-	ВТБ 24
⁽¹⁾ «Ипотечный агент ВТБ — БМ 2», класс А	6649.2	1246.9	28.03.2016	02.03.2051 (02.03.2021)	9.25%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент ВТБ — БМ 2», класс Б	37.4	37.4	28.03.2016	02.03.2051	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
⁽¹⁾ «ДОМ.РФ Ипотечный агент», 002Р***	48 197.8	16 803.6	07.12.2017	28.04.2046	11.5%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 006Р	74 263.8	54 954.4	26.11.2018	28.05.2048	9.95%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 009Р	72 973.5	57 281.3	29.05.2019	05.04.2029	9.5%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал, Банк ДОМ.РФ
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 010Р	95 652.8	87 684.0	30.10.2019	28.09.2049	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 013Р	96 608.1	96 608.1	25.12.2019	07.05.2050	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
Итого по группе	440 382.6	326 270.0					
Группа ДОМ.РФ (Ваа3/BBB-/BBB/AAA(RU)/ruAAA**)							
⁽¹⁾ «Ипотечный агент АИЖК 2011-2», класс А2	7457.0	382.7	19.07.2011	15.09.2043 (15.04.2020)	6%. С 15.03.14 — 9%	Ваа2/BBB/-/-/-	АО ВТБ Капитал, Ситибанк
«Ипотечный агент АИЖК 2011-2», класс Б	1657.2	1657.2	19.07.2011	15.09.2043	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал, Ситибанк
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс А1/11	2258.0	141.3	21.12.2011	15.02.2044	9.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс А2/11	1129.0	70.6	21.12.2011	15.02.2044	3.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс Б/11	377.6	377.6	21.12.2011	15.02.2044	Опред. эмитент	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2012-1», класс А2	5932.0	639.6	27.07.2012	22.01.2044	5.5%. С 22.01.15 — 9%	Ваа2/-/-/-/-	Райффайзенбанк
«Ипотечный агент АИЖК 2012-1», класс Б	1318.8	1318.8	27.07.2012	22.01.2044	Опред. эмитент	-/-/-/-	Райффайзенбанк
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс А1/12	3175.0	405.2	28.11.2012	25.05.2045	9.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс А2/12	1587.0	202.5	28.11.2012	25.05.2045	3.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс Б/12	530.2	530.2	28.11.2012	25.05.2045	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный агент АИЖК 2013-1», класс А2	4978.0	2910.9	27.08.2013	09.09.2045	3%. С 09.09.19 — 9%	Ваа2/-/-/-/-	Sberbank CIB
«Ипотечный агент АИЖК 2013-1», класс Б	967.0	967.0	27.08.2013	09.09.2045	Опред. эмитент	-/-/-/-	Sberbank CIB
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс А1/13	3263.0	544.6	12.12.2013	22.06.2046	9.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»

* Приведены сделки с активным статусом на 31.01.2020, данные сгруппированы по оригинатору и упорядочены по дате размещения.

** М / S&P / F / АКРА / Эксперт РА.

*** Ранее Ипотечный агент «Фабрика ИЦБ».

⁽¹⁾ — Бумага включена в Ломбардный список Банка России.

Источник: <http://ru.cbonds.info/securitization/>

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона	Кредитный рейтинг (M/S&P/F/АКРА/Эксперт РА)	Организаторы
⁽¹⁾ «Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс А2/13	1631.0	272.2	12.12.2013	22.06.2046	3.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2011-1», класс Б/13	545.9	545.9	12.12.2013	22.06.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
⁽¹⁾ «Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012», класс А	2614.7	406.8	24.12.2013	11.08.2046	8.75%	-/-/-/-	Райффайзенбанк
«Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012», класс В3	133.9	133.9	24.12.2013	11.08.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	Райффайзенбанк
«Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012», класс В2	97.8	97.8	24.12.2013	11.08.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	Райффайзенбанк
«Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012», класс Б	82.9	82.9	24.12.2013	11.08.2046	11.00%	-/-/-/-	Райффайзенбанк
Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012», класс В1	68.1	68.1	24.12.2013	11.08.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	Райффайзенбанк
⁽¹⁾ «Ипотечный агент АИЖК 2014-1», класс А3	6323.0	3890.7	25.03.2014	11.06.2046	3%. С 11.09.16 — 8.5%	Ba1/-/-/-	Sberbank CIB
«Ипотечный агент АИЖК 2014-1», класс Б	669.6	669.6	25.03.2014	11.06.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	Sberbank CIB
«Ипотечный агент АИЖК 2014-3», класс А1	3019.0	720.9	08.12.2014	16.06.2047	9.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2014-3», класс А2	1509.0	360.3	08.12.2014	16.06.2047	3.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2014-3», класс Б	505.2	505.2	08.12.2014	16.06.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АИЖК 2014-2», класс А3	6459.0	6011.9	17.02.2015	13.06.2047	6%. С 13.09.17 — 10.5%	Ba1/-/-/-	Газпромбанк
«Ипотечный агент АИЖК 2014-2», класс Б	684.8	684.8	17.02.2015	13.06.2047	Опред. эмитент	NR/-/-/-	Газпромбанк
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 008Р	5215.1	3887.6	25.12.2018	28.12.2044	9.28%	-/-/-/-	
Итого по группе	64 188.7	28 487.0					
Группа «Открытие» (Ba2/NR/Withdrawn/AA-(RU)/ruAA-**)							
«Ипотечный агент Московский», 01	12 000.0	12 000.0	15.08.2014	17.09.2028	7.00%	-/-/-/-	Банк ФК Открытие
«Ипотечный агент ХМБ-2», класс А	4392.0	1116.7	08.12.2014	01.07.2047	9.00%	Baa3/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент ХМБ-2», класс Б	2196.0	558.3	08.12.2014	01.07.2047	3.00%	Baa3/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент ХМБ-2», класс В	732.0	732.0	08.12.2014	01.07.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
Итого по группе	19 320.0	14 407.0					
Абсолют Банк (B2/-/Withdrawn/-/ruBBB-**)							
⁽¹⁾ «Ипотечный агент Абсолют 4», 01	4964.5	682.7	28.09.2016	11.12.2043 (11.12.2021)	9.85%	Baa2/-/-/-	Райффайзенбанк, Абсолют Банк
Итого по группе	4964.5	682.7					
Банк Жилищного Финансирования (-/-/Withdrawn/-/ruB)							
⁽¹⁾ «Ипотечный агент Санрайз-2», класс А	1002.2	41.8	23.06.2014	28.02.2046 (28.07.2019)	9.50%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент Санрайз-2», класс В	117.9	117.9	23.06.2014	28.02.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона	Кредитный рейтинг (M/S&P/F/АКРА/ Эксперт РА)	Организаторы
«Ипотечный агент Санрайз-2», класс Б	58.9	58.9	23.06.2014	28.02.2046	11.50%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
⁽¹⁾ «Ипотечный агент Санрайз-1», класс А	1035.4	34.5	26.06.2014	28.07.2044 (28.07.2019)	9.25%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент Санрайз-1», класс В	121.8	121.8	26.06.2014	28.07.2044	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент Санрайз-1», класс Б	60.9	60.9	26.06.2014	28.07.2044	11.50%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
⁽¹⁾ «Ипотечный агент Пульсар-2», класс А	1345.4	159.9	17.06.2015	03.01.2038 (03.08.2020)	9.25%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент Пульсар-2», класс Б	201.0	201.0	17.06.2015	03.01.2038	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
⁽¹⁾ «Ипотечный агент Пульсар-1», класс А	1760.0	273.8	24.06.2015	25.04.2045 (25.07.2020)	9.00%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент Пульсар-1», класс Б	263.0	262.9	24.06.2015	25.04.2045	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«СФО Корсар», 01	610.0	294.4	дек.15	н/д	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«СФО Пандора-1», 01	600.0	292.9	фев.16	н/д	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«СФО Пандора-2», 01	600.0	288.9	фев.16	н/д	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный Агент Вега-2», класс А	1761.4	323.2	15.06.2016	26.08.2040	10.75%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный Агент Вега-1», класс А	1451.2	245.2	15.06.2016	26.06.2041	10.75%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный Агент Вега-2», класс Б	97.9	97.9	15.06.2016	26.08.2040	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный Агент Вега-2», класс В	97.9	97.9	15.06.2016	26.08.2040	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный Агент Вега-1», класс Б	80.6	80.6	15.06.2016	26.06.2041	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный Агент Вега-1», класс В	80.6	80.6	15.06.2016	26.06.2041	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«СФО Корсар-2», 01	548.5	548.5	июл.16	н/д	Опред. эмитент	-/-/-/-	
⁽¹⁾ «ДОМ.РФ Ипотечный агент», 01	2108.6	670.0	28.12.2016	28.12.2039	Опред. эмитент	-/-/-/-	Газпромбанк
«СФО Корсар-3», 01	296.3	296.3	2017	н/д	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный Агент Вега-1», класс М	12.7	12.7	14.03.2017	26.08.2040	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный Агент Вега-2», класс М	16.1	16.1	14.03.2017	26.06.2041	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный агент Пульсар-1», класс М	13.0	13.0	14.03.2017	25.04.2045	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный агент Пульсар-2», класс М	9.6	9.6	14.03.2017	03.01.2038	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный агент Санрайз-1», класс М	5.8	5.8	24.03.2017	28.07.2044	Опред. эмитент	-/-/-/-	
«Ипотечный агент Санрайз-2», класс М	5.7	5.7	24.03.2017	28.02.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	
⁽¹⁾ «ДОМ.РФ Ипотечный агент», 02	1384.8	559.8	31.05.2017	28.03.2041 (31.05.2022)	Опред. эмитент	-/-/-/-	Газпромбанк
⁽¹⁾ «ДОМ.РФ Ипотечный агент», 03	1957.9	764.3	26.12.2017	28.10.2037	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
⁽¹⁾ «ДОМ.РФ Ипотечный агент», 004Р	4751.3	2967.7	08.10.2018	28.09.2047	8.3%	-/-/-/-	Банк ДОМ.РФ
«СФО Корсар-4», 01	325.3	295.0	05.10.2018	25.04.2045	Опред. эмитент	-/-/-/-	
Итого по группе	22 781.7	9 296.1					

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона	Кредитный рейтинг (M/S&P/F/АКРА/Эксперт РА)	Организаторы
АК Барс Банк (B1/-/Withdrawn/A-(RU)/ruA-**)							
«Ипотечный агент АкБарс», класс А	1393.3	178.4	19.12.2014	10.05.2047 (10.05.2021)	9.00%	Baa2/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АкБарс», класс Б	696.7	89.2	19.12.2014	10.05.2047 (10.05.2021)	3.00%	Baa2/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент АкБарс», класс М	412.9	412.9	19.12.2014	10.05.2047 (10.05.2021)	Опред. эмитент	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
⁽¹⁾ «Ипотечный агент АкБарс2», класс А	10 308.9	2457.2	22.01.2016	15.10.2047 (15.04.2021)	10.00%	Baa2/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент АкБарс2», класс Б	896.4	896.4	22.01.2016	15.10.2047 (15.04.2021)	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
Итого по группе	13 708.1	4 034.1					
Сбербанк России (Baa3/-/BBB/AAA(RU)/-)**							
⁽¹⁾ «ДОМ.РФ Ипотечный агент», 001Р	49 999.8	27 374.4	26.05.2017	28.09.2049	Опред. эмитент	-/-/-/-	Sberbank CIB
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 007Р	46 088.5	37 471.8	21.12.2018	28.06.2048	Опред. эмитент	-/-/-/-	Sberbank CIB
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 012Р	24 085.6	24 085.6	13.12.2019	28.07.2049	Опред. эмитент	-/-/-/-	Sberbank CIB
Итого по группе	120 174.0	88 931.8					
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1 (-/-/-/-)**							
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс А	2274.5	664.2	31.03.2015	20.08.2047	8.75%	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс Б1	104.7	104.7	31.03.2015	20.08.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс Б2	66.0	66.0	31.03.2015	20.08.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс Б3	24.8	24.8	31.03.2015	20.08.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс А/3	5464.0	407.6	30.09.2015	24.12.2047	10.75%	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс Б1/3	563.1	563.0	30.09.2015	24.12.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс Б2/3	175.0	175.0	30.09.2015	24.12.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс Б3/3	494.0	494.0	30.09.2015	24.12.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс А/4	2127.0	638.5	29.04.2016	17.11.2045	11.00%	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс Б/4	111.9	111.9	29.04.2016	17.11.2045	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 1», класс М	11.0	11.0	07.06.2017	24.12.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
Итого по группе	11 416.0	3 260.9					
Мультиоригинаторный ипотечный агент 2 (-/-/-/-)**							
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 2», класс А	2805.8	508.8	24.03.2016	15.12.2043	10.30%	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 2», класс Б1	94.1	94.1	24.03.2016	15.12.2043	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 2», класс Б2	282.7	282.7	24.03.2016	15.12.2043	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона	Кредитный рейтинг (M/S&P/F/АКРА/Эксперт РА)	Организаторы
«Мультиоригинаторный ипотечный агент 2», класс М	18.4	18.4	28.04.2017	15.12.2043	Опред. эмитент	-/-/-/-	
Итого по группе	3 201.0	904.0	МСП Банк (Ba2/NR/-/A+(RU)/ruA+**)				
«СФО МОС МСП 1», класс А	7000.0	4356.4	26.12.2018	28.03.2034	9.1%	-/-/-/-	МСП Банк, АО ВТБ Капитал, Совкомбанк, БК «Регион», Промсвязьбанк
«СФО МОС МСП 2», класс А	4200.0	4200.0	12.12.2019	26.11.2033	6.75%	-/-/-/ruAAA	Совкомбанк
«СФО МОС МСП 3», класс А	5800.0	5800.0	13.12.2019	26.11.2033	6.7%	-/-/-/-	МСП Банк, Совкомбанк, БКС Глобал маркетс
Итого по группе	17 000.0	14 356.4	Банк «Возрождение» (Ba1/NR/-/A-(RU)/ruA-**)				
⁽¹⁾ «Ипотечный агент Возрождение 3», класс А	3000.0	117.2	26.03.2014	26.10.2046	9.00%	Baa2/-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
⁽¹⁾ «Ипотечный агент Возрождение 4», класс А	3000.0	266.9	03.06.2015	27.01.2048	9.00%	Baa2/-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
⁽¹⁾ «Ипотечный агент Возрождение 5», класс А	4100.0	754.5	11.05.2017	28.08.2049 (28.07.2022)	9.25%	Baa3/-/-/-/-	АО ВТБ Капитал, Промсвязьбанк, Совкомбанк, ИФК «Солид»
Итого по группе	10 100.0	1 138.5	Другие оригинаторы				
⁽¹⁾ «Ипотечный агент ПСПб», класс А	1878.9	276.8	24.12.2013	15.07.2041 (15.07.2021)	8.50%	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент ПСПб», класс Б	208.8	208.8	24.12.2013	15.07.2041	Опред. эмитент	-/-/-/-	АО ВТБ Капитал
«Ипотечный агент КАМА», 01	10 000.0	0.1	21.01.2014	31.12.2043	10.90%	-/-/-/-	БК «Регион»
⁽¹⁾ «Ипотечный агент МТСБ», класс А	3432.6	12.8	27.06.2014	26.11.2041 (26.08.2019)	10.50%	Baa2/-/-/-/-	Sberbank CIB
«Ипотечный агент МТСБ», класс Б	858.2	858.2	27.06.2014	26.11.2041 (26.08.2019)	Опред. эмитент	NR/-/-/-/-	Sberbank CIB
⁽¹⁾ «Ипотечный агент ТФБ1», класс А	2382.8	382.6	16.01.2015	26.03.2047	11.00%	-/-/-/-	Sberbank CIB
«Ипотечный агент ТФБ1», класс Б	132.8	132.8	16.01.2015	26.03.2047	11.50%	-/-/-/-	Sberbank CIB
«Ипотечный агент ТФБ1», класс В	140.8	140.8	16.01.2015	26.03.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	Sberbank CIB
⁽¹⁾ «Ипотечный агент СОЮЗ-1», класс А	3091.9	321.2	26.01.2015	28.12.2041 (28.12.2019)	11.00%	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент СОЮЗ-1», класс Б	545.6	545.6	26.01.2015	28.12.2041	Опред. эмитент	-/-/-/-	«ВЭБ Капитал»
«Ипотечный агент ДВИЦ-1», класс А	2106.1	462.7	25.03.2015	07.11.2047	9.00%	-/-/-/-	Райффайзенбанк
«Ипотечный агент ДВИЦ-1», класс Б	526.5	526.5	25.03.2015	07.11.2047	Опред. эмитент	-/-/-/-	Райффайзенбанк
«Ипотечный агент ИНТЕХ», класс А	864.0	29.1	27.03.2015	04.05.2045	9.00%	-/-/-/-	Интехбанк
«Ипотечный агент ИНТЕХ», класс Б	216.2	216.2	27.03.2015	04.05.2045	Опред. эмитент	-/-/-/-	Интехбанк
«Ипотечный агент КМ», 01	13 504	8400.0	30.09.2015	30.06.2022	0.365% (фикс. доход) + перем. доход	-/-/-/-	БК «Регион»

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона	Кредитный рейтинг (M/S&P/F/АКРА/Эксперт РА)	Организаторы
«Ипотечный агент Надежный дом-1», класс А	1241.1	56.1	08.10.2015	15.03.2046	9.00%	-/-/-/-	АИЖК
«Ипотечный агент Надежный дом-1», класс Б	318.1	318.1	08.10.2015	15.03.2046	Опред. эмитент	-/-/-/-	АИЖК
⁽¹⁾ «Ипотечный агент МКБ 2», 01	3328.4	596.0	02.12.2016	07.12.2043 (07.03.2022)	10.15%	-/-/-/-	Райффайзенбанк, БК «Регион»
«СФО АТБ 2», 01	1390.0	276.2	15.12.2016	24.12.2047	5.00%	-/-/-/-	АИЖК
«СФО Локосервис финанс», 01	9000.0	4373.0	26.06.2017	20.06.2027	FRN	-/-/-/-	Альфа-Банк
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 003Р	7557.0	2535.4	20.12.2017	28.04.2042	Опред. эмитент	-/-/-/-	
⁽¹⁾ «Ипотечный Агент Металлинвест-2», 01	2728.1	1175.7	21.05.2018	28.03.2046 (28.06.2021)	7.8%	-/-/AAA(ru.sf)/-	Райффайзенбанк, Металлинвест-банк, ИФК «Солид»
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 005Р	6187.8	4017.5	11.07.2018	28.04.2043	8%	-/-/-/-	
⁽¹⁾ «Ипотечный Агент БСПБ 2», 01	7547.0	4777.0	03.12.2018	10.12.2045 (10.12.2023)	9.35%	-/-/AAA(ru.sf)/-	АО ВТБ Капитал, БК «Регион», Совкомбанк, ИФК «Солид»
«СФО ТКБ МСП 1», класс А	5000.0	5000.0	19.12.2018	31.10.2033	9.25%	-/-/AAA(ru.sf)/-	ИФК «Солид», МСП Банк, Совкомбанк
«СФО СФИ», 01	1500.0	700.0	16.08.2019	15.01.2024	12	-/-/-/-	Совкомбанк
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 011Р	4923.7	4574.6	25.10.2019	28.01.2050	7.1%	-/-/-/-	Металлинвест-банк
«ДОМ.РФ Ипотечный агент», 04	2663.5	2663.5	27.12.2019	28.05.2040	6.5%	-/-/-/-	Банк ДОМ.РФ
Итого по группе	93 273.8	46 220.7					
Итого в обращении	820 510.5	537 989.2					

Сделки секьюритизации* российских компаний на международном долговом рынке

Эмиссия, транш по сделке	Объем эмиссии, млн	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн	Валюта	Дата размещения	Дата погашения	Ставка купона	Тип актива	Агент по размещению
Городской ипотечный банк, 9.250% 10sep2033, USD (Z, ABS)	3.1	3.0	USD	10.08.2006	10.09.2033	9.25%	Ипотека	АО ВТБ Капитал, Greenwich Financial Services
БИНБАНК, 11.0% 15dec2052, RUB (Z, ABS)	1005.7	920.4	RUB	28.12.2007	15.12.2052	11.0%	Ипотека	Bayerische Hypo- and Vereinsbank AG и UBS Limited
АО ВТБ Капитал, FRN 21apr2040, EUR (ABS)	300.0	189.0	EUR	21.04.2010	21.04.2040		Н/д	АО ВТБ Капитал
Итого, \$ млн	349.4	225.7						

* Приведены сделки с активным статусом на 31.01.2020, данные упорядочены по дате размещения
 Источник: <http://ru.cbonds.info/securitization/>

Обеспеченные и ипотечные облигации* на российском долговом рынке (без учета сделок секьюритизации)

Эмиссия	Объем, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона первоначальная текущая	Текущая ставка купона	Рейтинг эмиссии (M/S&P/F)	Организаторы
ДОМ.РФ (M/S&P/F/АКРА/Эксперт РА: Ваа3/BBB-/BBB/AAA(RU)/ruAAA)								
^(L) ДОМ.РФ, 14	7000.0	7000.0	27.08.2009	15.05.2023	13.25% 9% (FRN)	9% (FRN)	Ba1/-/BBB-	Райффайзенбанк, Ситибанк, ТранскредитБанк, Банк Москвы, Сбербанк России
^(L) ДОМ.РФ, 15	7000.0	7000.0	27.08.2009	15.09.2028	13.25% 9.5% (FRN)	9.5% (FRN)	Ba1/-/BBB-	Райффайзенбанк, Ситибанк, ТранскредитБанк, Банк Москвы, Сбербанк России
^{(L) (A)} ДОМ.РФ, 16	10 000.0	2500.0	30.06.2010	15.09.2021	8.25%	8.25%	Ba1/-/BBB-	«ВЭБ Капитал», Райффайзенбанк, «Ренессанс Капитал»
^{(L) (A)} ДОМ.РФ, 20	5000.0	2000.0	28.12.2010	15.12.2027	8.6%	8.6%	Ba1/-/BBB-	«ВЭБ Капитал», Райффайзенбанк, «Ренессанс Капитал»
^{(L) (A)} ДОМ.РФ, 17	8000.0	4800.0	09.02.2011	15.04.2022	9.05%	9.05%	Ba1/-/BBB-	Райффайзенбанк, Ренессанс Капитал, «ВЭБ Капитал»
^{(L) (A)} ДОМ.РФ, 18	7000.0	7000.0	05.04.2011	15.07.2023 (17.07.2019)	8% 0.05%	0.05%	Ba1/-/BBB-	АО ВТБ Капитал, Sberbank CIB
^{(L) (A)} ДОМ.РФ, 21	15 000.0	2250.0	09.04.2012	15.02.2020	8.8%	8.8%	Ba1/-/BBB-	АО ВТБ Капитал, Райффайзенбанк, «ВЭБ Капитал»
^{(L) (A)} ДОМ.РФ, 24	6000.0	6000.0	05.12.2012	01.11.2022 (04.02.2020)	8.25% 6.1%	6.1%	Ba1/-/BBB-	Sberbank CIB, «ВЭБ Капитал»
^{(L) (A)} ДОМ.РФ, 25	6000.0	6000.0	29.04.2013	01.10.2026 (03.04.2020)	7.75% 7.75%	7.75%	Ba1/-/BBB-	АО ВТБ Капитал, Газпромбанк
^{(L) (A)} ДОМ.РФ, 26	6000.0	6000.0	25.06.2013	01.11.2029 (04.02.2020)	6.65% 0.05%	0.05%	Ba1/-/BBB-	АО ВТБ Капитал, Газпромбанк
^{(L) (A)} ДОМ.РФ, 30	6000.0	6000.0	28.04.2014	01.03.2033 (03.12.2020)	9.6% 8.3%	8.3%	Ba1/-/BBB-	Райффайзенбанк, Sberbank CIB
^(L) ДОМ.РФ, 31	7000.0	7000.0	13.01.2015	01.02.2034 (04.02.2020)	17.8% 6.15% (FRN)	6.15% (FRN)	Ba1/-/BBB-	АО ВТБ Капитал, Газпромбанк
Итого по группе	90 000.0	63 350.0						
ВТБ (M/S&P/F/АКРА/Эксперт РА: Ваа3/BBB-/Withdrawn/-/ruAAA)								
^(A) ВТБ, 2-ИП, класс А	3333.3	359.3	21.09.2011	26.11.2043	9.00%	9.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
^{(L) (A)} ВТБ, 2-ИП, класс Б	1666.7	179.7	21.09.2011	26.11.2043	3.00%	3.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
^(A) ВТБ, 3-ИП, класс А	4000.0	515.7	14.09.2012	15.09.2044	9.00%	9.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
^(A) ВТБ, 3-ИП, класс Б	2000.0	257.9	14.09.2012	15.09.2044	3.00%	3.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
^(A) ВТБ, 4-ИП, класс А	4000.0	784.8	23.05.2013	01.09.2044	9.00%	9.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
^(A) ВТБ, 4-ИП, класс Б	2000.0	392.4	23.05.2013	01.09.2044	3.00%	3.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
^(A) ВТБ, 5-ИП, класс А	8200.0	1531.8	18.12.2013	18.09.2046	9.00%	9.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
^(A) ВТБ, 5-ИП, класс Б	4100.0	765.9	18.12.2013	18.09.2046	3.00%	3.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
^(A) ВТБ, 6-ИП, класс А	4000.0	950.6	25.06.2014	14.08.2043	9.00%	9.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»
^{(L) (A)} ВТБ, 6-ИП, класс Б	2 000.0	475.3	25.06.2014	14.08.2043	3.00%	3.00%	Ba1/-/-	«ВЭБ Капитал»

* Приведены сделки с активным статусом на 31.01.2020, данные упорядочены по дате размещения

^(L) — Бумага включена в Ломбардный список Банка России.

^(A) — Бумага с амортизационной структурой погашения номинала.

Источник: <http://ru.cbonds.info/securitization>

Эмиссия	Объем, млн руб.	Объем в обращении по непогашенному номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Ставка купона первоначальная текущая	Текущая ставка купона	Рейтинг эмиссии (M/S&P/F)	Организаторы
^(L) (A) ВТБ, 7-ИП, класс А	3800.0	899.9	10.12.2014	06.12.2044	9.00%	9.00%	-/-	«ВЭБ Капитал»
^(L) (A) ВТБ, 7-ИП, класс Б	1900.0	499.9	10.12.2014	06.12.2044	3.00%	3.00%	-/-	«ВЭБ Капитал»
Итого по группе	41 000.0	7563.2						
ДельтаКредит (M/S&P/F/АКРА/Эксперт РА: Withdrawn/NR/Withdrawn/ Withdrawn/-)								
^(L) (A) РОСБАНК, 14-ИП	5000.0	4250.0	27.03.2014	27.03.2024	12%	12.00%	Ba1/-	РОСБАНК
^(L) РОСБАНК, 13-ИП	7000.0	7000.0	01.10.2014	01.10.2024 (22.10.2021)	11.1% 9.65%	9.65%	Baa2/-	РОСБАНК
^(L) (A) РОСБАНК, 15-ИП	5000.0	5000.0	10.10.2014	10.10.2024	11.92%	11.92%	-/-	РОСБАНК
^(L) РОСБАНК, 18-ИП	7000.0	7000.0	24.11.2016	24.11.2021	10.29%	10.29%	-/-	РОСБАНК
РОСБАНК, 19-ИП	7000.0	7000.0	28.12.2017	28.12.2022	7.82%	7.82%	-/-	РОСБАНК
Итого по группе	36 000.0	30 250.0						
Газпромбанк (M/S&P/F/АКРА/Эксперт РА: Ba1/BB+/BBB-/AA+(RU)/ruAA+)								
^(L) (A) Газпромбанк, 1-ИП, класс А	4666.7	1644.5	10.12.2014	27.04.2048	9.00%	9.00%	-/-	«ВЭБ Капитал»
^(L) (A) Газпромбанк, 1-ИП, класс Б	2333.3	822.3	10.12.2014	27.04.2048	3.00%	3.00%	-/-	«ВЭБ Капитал»
Газпромбанк, 2-ИП	15 000.0	15 000.0	26.02.2016	19.02.2021 (24.05.2019)	10.9% 7.38%	7.38%	-/-	Газпромбанк
Итого по группе	22 000.0	17 466.8						
Итого в обращении	189 000.0	118 830.0						

Дефолты по сделкам секьюритизации*

Бумага	Вид обязательства	План. дата исполнения	Дата исполнения в рамках техн. дефолта	Статус	Объем невыполненных обязательств, млн	Объем эмиссии, млн	Валюта	Причина дефолта
«Ипотечный агент Московский», 01	Купон	17.09.2019	01.10.2019	Дефолт	126.9	10 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
«Ипотечный агент КАМА», 01	Купон	18.06.2019	02.07.2019	Дефолт	14.1	10 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
«Ипотечный агент Московский», 01	Купон	18.03.2019	01.04.2019	Дефолт	124.8	12 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
«Ипотечный агент КАМА», 01	Купон	15.12.2018	29.12.2018	Дефолт	1.9	10 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
«Ипотечный агент КАМА», 01	Купон	15.06.2018	29.06.2018	Дефолт	546.5	10 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
«Ипотечный агент Московский», 01	Купон	19.03.2018	02.04.2018	Дефолт	416.5	12 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
«Ипотечный агент КАМА», 01	Купон	15.12.2017	29.12.2017	Дефолт	546.5	10 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
«Ипотечный агент Московский», 01	Купон	18.09.2017	02.10.2017	Дефолт	423.5	12 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
«Ипотечный агент Санрайз-2», класс В	Купон	28.11.2016	12.12.2016	Дефолт	1.9	117.9	RUB	Невозможность проведения операции
«Ипотечный агент ХМБ-2», класс В	Купон	27.02.2016	15.03.2016	Технический дефолт	77.3	732.0	RUB	Невозможность проведения операции
«Еврокоммерц», 2010 (ABS, Warehouse)	Погашение	15.03.2010	14.04.2010	Дефолт	11 750.0	11 750.0	RUB	Банкротство

* Данные приведены по состоянию на 31.01.2020.

Источник: Cbonds.ru

Стоимость чистых активов* закрытых ПИФов недвижимости (не включая фонды для квалифицированных инвесторов)

*Данные приведены по состоянию на 31.12.2019.

Источник: investfunds.ru

№	Управляющая компания	Количество фондов	Совокупная СЧА, млн руб.
1	«ДОМ.РФ Управление активами»	1	65 788
2	«РВМ Капитал»	7	19 314
3	«Деловой Дом Калита»	2	17 505
4	«Сбербанк Управление Активами»	3	10 043
5	«Навигатор»	6	6403
6	«ЭнергоИнвестКапитал»	2	5894
7	«Эверест Эссет Менеджмент»	2	5327
8	«ТКБ Инвестмент Партнерс»	1	5195
9	«ВТБ Капитал Управление активами»	2	3503
10	«Аурум Инвестмент»	2	3161
11	«ВТБ Капитал Пенсионный резерв»	2	2818
12	«ВЕЛЕС ТРАСТ»	3	2785
13	«ТРАНСФИНГРУП»	1	2526
14	«НРК-Капитал (Эссет Менеджмент)»	1	2477
15	«Цитадель Эссетс Менеджмент»	1	2337
16	«Капиталь ПИФ»	3	2099
17	«Альфа-Капитал»	5	2087
18	«ОРЕОЛ»	3	2060
19	БФА	1	1896
20	«ОЛМА-ФИНАНС»	3	1866
21	«Меркури Кэпитал Траст»	1	1680
22	«ПИФагор»	2	1644
23	«НИМБУС»	3	1562
24	«Прагма Капитал»	5	1549
25	«ТРИНФИКО Пропети Менеджмент»	2	1472
26	«Евро Фин Траст»	2	1201
27	«АКТИВИСТ»	2	1150
28	«Альва-Финанс»	1	1129
29	«ЛэндПрофит»	1	1102
30	«РИК Капитал»	3	1014
Прочие		69	16 764
Итого		142	195 351

Сделки 2019 года

Класс активов: ипотека

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 009Р

Оригинатор / сервисный агент: Банк ВТБ (ПАО)
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 72.97 млрд руб.
Ставка купона: 9.5% годовых
Дата размещения: 29.05.19
Дата погашения: 05.04.29
Организаторы: Банк ДОМ.РФ, АО ВТБ Капитал
Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
Представитель владельцев облигаций:
 Лигал Кэпитал Инвестор Сервисес
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 194.45%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 47 561
География активов: Москва (13%), Московская область (8%), Санкт-Петербург (7%), всего 76 субъектов РФ
Гос. рег. номер / ISIN:
 4-09-00307-R-002P / RU000A100DQ4

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 011Р

Оригинатор / организатор / сервисный агент / потенциальный приобретатель:
 ПАО АКБ «МЕТАЛЛИНВЕСТБАНК»
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 4.92 млрд руб.
Ставка купона: 7.1% годовых
Дата размещения: 25.10.19
Дата погашения: 28.01.50
Организатор: Банк ДОМ.РФ
Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 194.67%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 3047
География активов: Московская область (30%), Москва (22%), Пермский край (11%), всего 32 субъекта РФ
Гос. рег. номер / ISIN:
 4-11-00307-R-002P / RU000A100YY4

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 010Р

Оригинатор / сервисный агент: Банк ВТБ
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 95.65 млрд руб.
Ставка купона: плавающая
Дата размещения: 30.10.19
Дата погашения: 28.09.49
Организатор: АО ВТБ Капитал
Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 184.43%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 71 165
География активов: Московская область (9%), Москва (6%), республика Татарстан (5%), Красноярский край (5%), всего 74 субъекта РФ
Гос. рег. номер / ISIN:
 4-10-00307-R-002P / RU000A100ZB

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 012Р

Оригинатор / сервисный агент: Сбербанк России
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 24.09 млрд руб.
Дата размещения: 13.12.19
Дата погашения: 28.07.49
Организатор: Сбербанк КИБ
Специализированный депозитарий:
 Рыночный Спецдепозитарий
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 181.49%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 19 219
География активов: Московская область (10%), Москва (7%), Свердловская область (7%), всего 82 субъекта РФ
Гос. рег. номер / ISIN:
 4-12-00307-R-002P / RU000A1016B4

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 013Р

Оригинатор / сервисный агент: Банк ВТБ
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 96.61 млрд руб.
Дата размещения: 25.12.19
Дата погашения: 07.05.50
Организаторы: АО ВТБ Капитал, Совкомбанк
Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 190.74%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 61 831
География активов: Москва (8%), Новосибирская область (8%), Московская область (7%), всего 80 субъектов РФ
Гос. рег. номер / ISIN:
 4-13-00307-R-002P / RU000A1018T2

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 04

Оригинатор / сервисный агент: Национальная Фабрика Ипотеки
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 2.66 млрд руб.
Ставка купона: 6.5% годовых
Дата размещения: 27.12.19
Дата погашения: 28.05.40
Организатор: Банк ДОМ.РФ
Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 254.86%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 1148
География активов: Москва (27%), Московская область (27%), Санкт-Петербург (12%), всего 19 субъектов РФ
Гос. рег. номер / ISIN:
 4-04-00307-R-001P/ RU000A1019A0

Класс активов: кредиты МСБ**СФО МОС МСП 2, КЛАСС А**

Оригинатор / сервисный агент: МСП Банк
Объем сделки: 4.2 млрд руб.
Ставка купона: 6.75% годовых
Дата размещения: 12.12.19
Дата погашения: 26.11.33
Организатор: Совкомбанк
Представитель владельцев облигаций: Регион Финанс
Гос. рег. номер / ISIN:
 4-02-00504-R / RU000A1015Z5

СФО МОС МСП 3, КЛАСС А

Оригинатор / сервисный агент: МСП Банк
Поручитель: Корпорация МСП
Рейтинг: AAA(RU) (АКРА)
Объем сделки: 5.8 млрд руб.
Ставка купона: 6.7% годовых
Дата размещения: 13.12.19
Дата погашения: 26.11.33
Организаторы: БКС Глобал маркетс, МСП Банк, Совкомбанк
Представитель владельцев облигаций: Регион Финанс
Юр. консультант: «Бейкер Макензи»
Агент по хранению: ДК «Регион»
Количество кредитов в портфеле по данным премаркетинговых материалов: 157
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00526-R / RU000A1016A6

Класс активов: другие**СФО СФИ, 01**

Активы: денежные требования по кредитным договорам
Оригинатор / сервисный агент / потенциальный приобретатель: Совкомбанк
Объем сделки: 700 млн руб.

Ставка купона: 12% годовых
Дата размещения: 16.08.19
Дата погашения: 15.01.24
Гос. рег. номер / ISIN:
 4-01-00439-R / RU000A100QR4

Динамика основных показателей рынка жилищного ипотечного кредитования в 2017–2020 годах

Источник: ЦБ РФ

Показатель	на 1 января 2020 года	на 1 января 2019 года	на 1 января 2018 года	на 1 января 2017 года
Объем выданных ипотечных кредитов, млн руб.				
всего	2 848 190	3 013 115	2 021 942	1 473 227
в рублях	2 847 517	3 012 702	2 021 398	1 472 140
в валюте	675	413	554	1087
Объем задолженности, млн руб.				
всего	7 491 513	6 410 409	5 187 462	4 490 079
в рублях	7 470 185	6 376 845	5 144 933	4 418 892
в валюте	21 328	33 564	42 529	71 187
Объем просроченной задолженности, млн руб.				
всего	72 555	72 865	68 980	70 326
в рублях	63 849	61 300	54 575	48 040
в валюте	21 328	11 565	14 405	22 286
Средневзвешенная ставка в рублях, %				
с начала года	-	9.56	10.64	12.48
с начала декабря	9.00*	9.66	9.79	11.55
Средневзвешенная ставка в валюте, %				
с начала года	-	9.33	7.06	8.65
с начала месяца	10.00*	-	-	-

* в декабре 2019 года

Динамика ипотечного рынка в 2009–2019 годах

год	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Выдача, млн руб.	152 500	376 331	716 944	1 031 992	1 353 926	1 762 523	1 147 339	1 473 227	2 021 942	3 013 115	2 848 190
Прирост, %	-76.75	146.77	90.51	43.94	31.2	30.18	-34.9	28.4	37.3	49.0	-5.5
Выдача, шт.	130 085	301 433	523 582	691 724	825 039	1 012 301	691 943	856 378	1 086 950	1 471 821	1 269 322
Прирост, %	-62.78	131.72	73.7	32.11	19.27	22.7	-31.65	23.76	26.9	35.4	-13.8

Источник: ЦБ РФ

Динамика средневзвешенных ставок по ипотечным кредитам в рублях в 2007–2019 годах

Источник: ЦБ РФ

Год	Средняя ставка, %
2007	12.6
2008	12.9
2009	14.3
2010	13.1
2011	11.9
2012	12.3
2013	12.4

Год	Средняя ставка, %
2014	12.45
2015	13.33
2016	12.48
2017	10.64
2018	9.56
декабрь 2019	9.00

**Поквартальный объем
выданных ипотечных
жилищных кредитов в
2006–2019 годах, млн руб.**

Источник: ЦБ РФ

Год	1-й квартал	2-й квартал	3-й квартал	4-й квартал
2019	619 261	644 678	697 226	887 035
2018	582 049	727 400	761 424	942 242
2017	321 314	451 664	512 779	736 185
2016	323 624	341 143	362 403	446 057
2015	218 130	242 544	301 161	385 504
2014	334 817	434 836	452 209	540 661
2013	226 993	315 536	363 430	447 665
2012	181 111	248 400	269 185	330 378
2011	104 904	168 072	194 387	245 596
2010	48 947	84 415	100 716	145 981
2009	24 546	30 856	36 141	60 958
2008	150 759	188 424	198 280	118 345
2007	82 316	120 820	160 619	192 734
2006	22 995	55 542	77 114	107 910

	Всего	В рублях	В валюте
01.01.2020	7 491 513	7 470 185	21 328
01.01.2019	6 410 409	6 376 845	33 564
01.01.2018	5 187 462	5 144 933	42 529
01.01.2017	4 490 079	4 418 892	71 187
01.01.2016	3 920 442	3 789 403	131 039
01.01.2015	3 520 098	3 383 727	136 371
01.01.2014	2 648 287	2 536 444	111 843
01.01.2013	1 982 442	1 864 094	118 348
01.01.2012	1 478 982	1 314 331	164 651
01.01.2011	1 129 373	949 247	180 126
01.01.2010	1 010 889	812 775	198 114
01.01.2009	1 070 329	838 942	231 387
01.01.2008	611 212	446 281	164 931
01.01.2007	233 897	144 806	89 091
01.01.2006	52 831	22 223	30 608

**Объем задолженности
по ипотечным
жилищным кредитам,
в 2006–2020 годах,
млн руб.**

Источник: ЦБ РФ

**Динамика роста
задолженности
по жилищным кредитам
и ипотечным жилищным
кредитам к ВВП,
2005–2019 годы, %**

Источник: ЦБ РФ, Росстат.
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Год	ВВП, млрд руб.	Задолженность по ипотечным жилищным кредитам, млн руб.	Доля задолженности по ипотечным жилищным кредитам к ВВП, %
2019	109 362	7 491 513	6.85
2018	103 627	6 410 409	6.2
2017	92 089	5 187 462	5.6
2016	86 010	4 490 079	5.2
2015	83 387	3 920 442	4.7
2014	79 200	3 528 379	4.5
2013	66 193	2 648 859	4.0
2012	62 147	1 997 204	3.21
2011	55 644	1 478 982	2.66
2010	46 309	1 129 373	2.44
2009	38 807	1 010 889	2.6
2008	41 276	1 070 329	2.59
2007	33 258	611 212	1.8
2006	26 904	233 897	0.87
2005	21 625	52 789	0.24

**Доля просроченной
задолженности по
ипотечным жилищным
кредитам, 2007 —
01.01.2020, %**

Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Дата	Доля просроченной задолженности, %	Объем просроченной задолженности по ипотечным кредитам, млн руб.		
		Всего	В рублях	В валюте
01.01.2020	0.97	72 555	63 849	8706
01.01.2019	1.14	72 865	61 300	11 565
01.01.2018	1.32	68 980	54 575	14 405
01.01.2017	1.56	70 326	48 040	22 286
01.01.2016	1.68	66 083	39 396	26 687
01.01.2015	1.3	46 096	28 953	17 143
01.01.2014	1.5	39 502	25 442	14 060
01.01.2013	2.1	41 655	27 548	14 107
01.01.2012	3.1	45 327	25 946	19 381
01.01.2011	3.7	41 632	23 564	18 068
01.01.2010	3	31 031	18 526	12 505
01.01.2009	1.2	12 102	5846	6256
01.01.2008	0.13	796	435	361
01.01.2007	0.02	48	22	26

№ п/п	Банк	Портфель ипотечных жилищных кредитов, млн руб.
1	Сбербанк	4 046 410
2	ВТБ	1 685 253
3	Газпромбанк	385 080
4	Россельхозбанк	273 184
5	Росбанк	215 583
6	ФК «Открытие»	160 817
7	Райффайзенбанк	140 720
8	Банк ДОМ.РФ	117 480
9	Альфа-Банк	111 417
10	Промсвязьбанк	95 972
11	Абсолют Банк	79 608
12	Банк «Уралсиб»	75 061
13	Связь-Банк	71 472
14	Совкомбанк	67 507
15	Банк «Возрождение»	64 393
16	Банк «Санкт-Петербург»	63 712
17	ЮниКредит Банк	59 547
18	«АК БАРС» Банк	59 186
19	Транскапиталбанк	55 234
20	Запсибкомбанк	36 199
21	Центр-инвест	36 111
22	МКБ	23 535
23	СМП-банк	20 246
24	РНКБ	17 218
25	Металлинвестбанк	13 331

**ТОП-25 банков по
величине ипотечных
жилищных портфелей
на балансе на 01.01.2020**

Источник:
РУСИПОТЕКА, ЦБ РФ

Количество кредитных организаций — участников рынка ипотечного жилищного кредитования

Источник: ЦБ РФ

Дата	Количество действующих банков	Количество банков, работающих на рынке ипотечного кредитования	Доля банков, работающих на рынке ипотечного кредитования, %
01.01.2020	442	318	71.9
01.01.2019	484	358	74.0
01.01.2018	561	410	73.1
01.01.2017	623	484	77.7
01.01.2016	733	559	76.3
01.01.2015	834	629	75.4
01.01.2014	923	658	71.3
01.01.2013	956	667	69.8
01.01.2012	978	658	67.3
01.01.2011	1012	631	62.4
01.01.2010	1058	584	55.2

Период	2019 год	2018 год	2017 год	2016 год	2015 год	2014 год
Доля ТОП-5	79.08	85.80	82.69	79.56	82.44	80.66
Доля ТОП-10	91.33	92.70	92.33	88.86	89.07	86.96
Доля ТОП-15	97.15	97.30	96.34	94.36	93.57	90.24
Доля госбанков*	84.17	85.80	84.22	80.95	84.44	82.19

Концентрация ипотечного рынка, %

Источник: РУСИПОТЕКА

* К госбанкам относятся Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, ФК «Открытие», РСХБ, ПСБ, Банк ДОМ.РФ, Связь-Банк

Рыночные доли банков ТОП-20 Высшей ипотечной лиги* по объему выдачи ипотечных жилищных кредитов в 2019 году

Источник: РУСИПОТЕКА

* Высшая ипотечная лига — информационно-аналитический проект компании ООО «РУСИПОТЕКА», который анализирует работу топ-30 участников рынка ипотечного кредитования. Основным критерием для ранжирования является рыночная доля. Показатели банков обновляются на ежемесячной основе.

№	БАНК	Объем выданных кредитов, млн руб.	Рыночная доля, %
1	Сбербанк	1 280 955	44.97
2	ВТБ	675 440	23.71
3	Газпромбанк	112 405	3.95
4	ФК «Открытие»	91 699	3.22
5	Альфа-Банк	91 686	3.22
6	Россельхозбанк	89 251	3.13
7	Росбанк	76 288	2.68
8	Промсвязьбанк	64 265	2.26
9	Банк ДОМ.РФ	60 940	2.14
10	Райффайзенбанк	58 213	2.04
11	Абсолют Банк	51 867	1.82
12	ЮниКредит Банк	30 940	1.09
13	Банк «Уралсиб»	29 521	1.04
14	Совкомбанк	27 816	0.98
15	Банк «Возрождение»	25 486	0.89
16	Банк «Санкт-Петербург»	25 055	0.88
17	«АК БАРС» Банк	14 600	0.51
18	Транскапиталбанк	13 690	0.48
19	Связь-Банк	12 559	0.44
20	Запсибкомбанк	10 594	0.37

Организация	Рыночная доля, %
Банки с частным капиталом	
Альфа-Банк	3.21
Росбанк	2.68
Райффайзенбанк	2.04
Абсолют Банк	1.82
Банк «Уралсиб»	1.04
Банки с частным российским капиталом	
Альфа-Банк	3.21
Абсолют Банк	1.82
Банк «Уралсиб»	1.04
Совкомбанк	0.98
Банк «Возрождение»	0.89
Банк «Санкт-Петербург»	0.88
Банки с частным иностранным капиталом	
Росбанк	2.68
Райффайзенбанк	2.04
ЮниКредит Банк	1.09
Банки с госучастием	
Сбербанк	44.97
ВТБ	23.71
Газпромбанк	3.95
ФК «Открытие»	3.22
РСХБ	3.13
ПСБ	2.26
Банк ДОМ.РФ	2.14

Рыночная доля банков — лидеров Высшей ипотечной лиги по итогам 2019 года

Источник: РУСИПОТЕКА

ТОП-25 кредиторов с максимальным объемом рефинансированных кредитов по итогам работы в 2019 году

Источник: РУСИПОТЕКА

№	БАНК	Объем рефинансированных кредитов, млн руб.	Количество рефинансированных кредитов, шт.	Доля рефинансированных кредитов в общей выдаче, %
1	ВТБ	85 898	42 341	12.72
2	Сбербанк	57 329	36 349	4.48
3	Промсвязьбанк	22 796	12 924	35.47
4	Райффайзенбанк	9566	3069	16.43
5	Газпромбанк	9365	4926	8.33
6	Альфа-Банк	8909	3197	9.72
7	ЮниКредит Банк	7394	2809	23.90
8	ФК «Открытие»	6162	3276	6.72
9	Росбанк	5224	2197	6.85
10	Россельхозбанк	5088	2719	5.70
11	Банк «Возрождение»	2329	774	9.14
12	Транскапиталбанк	2024	889	14.78
13	Банк ДОМ.РФ	1703	7557	2.79
14	Запсибкомбанк	1695	934	16.00
15	Банк «Уралсиб»	1363	636	4.62
16	Банк «Левобережный»	691	420	14.60
17	СМП-банк	530	173	7.12
18	Примсоцбанк	505	213	7.77
19	«АК БАРС» Банк	380	214	2.60
20	Абсолют Банк	343	71	0.66
21	Банк «Санкт-Петербург»	216	87	0.86
22	Металлинвестбанк	164	95	2.48
23	РНКБ	108	37	1.10
24	Связь-Банк	30	19	0.24
25	Совкомбанк	15	11	0.05

Результаты ТОП-15 банков на рынке ипотечного кредитования за последние 5 лет

Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
Сбербанк		
2019	1 280 955	-18
2018	1 560 204	44
2017	1 082 413	50
2016	722 000	6.7
2015	676 930	-27
ВТБ		
2019	675 440	0.5
2018	672 292	55
2017	376 736	28
2016	293 687	48
2015	198 368	-43
Газпромбанк		
2019	112 405	-25
2018	149 408	87
2017	79 808	67
2016	47 848	78
2015	26 839	-58
ФК «Открытие»		
2019	91 699	172
2018	33 743	170
2017	12 466	30
2016	9820	14
2015	8580	-40
Альфа-Банк		
2019	91 686	203
2018	33 049	-
2017	-	-
2016	-	-
2015	-	-
Россельхозбанк		
2019	89 251	-30
2018	128 004	74
2017	73 723	12
2016	65 758	74
2015	37 700	-30
Росбанк		
2019	76 288	5.9
2018	74 643	27
2017	58 864	40
2016	42 004	41
2015	29 819	-9.5
Промсвязьбанк		
2019	64 265	138
2018	26 973	100

Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
2017	13 494	35
2016	10 024	-
2015	-	-
Банк ДОМ.РФ		
2019	60 940	146
2018	24 820	19
2017	20 989	423
2016	4007	-
2015	-	-
Райффайзенбанк		
2019	58 213	-8.2
2018	63 441	7
2017	59 200	60
2016	36 982	431
2015	6963	-64
Абсолют Банк		
2019	51 867	7.8
2018	48 096	76
2017	27 251	28
2016	21 276	42
2015	14 973	-7
ЮниКредит Банк		
2019	30 940	38
2018	22 428	-24
2017	29 338	361
2016	6360	160
2015	2450	-
Банк «Уралсиб»		
2019	29 521	-3.3
2018	30 531	13
2017	27 076	346
2016	6065	298
2015	1522	-73
Совкомбанк		
2019	27 816	6
2018	26 245	781
2017	2978	-
2016	-	-
2015	-	-
Банк «Возрождение»		
2019	25 486	-10
2018	28 451	77
2017	16 048	-18
2016	19 458	74
2015	11 189	7

Источник: РУСИПОТЕКА

п/п	Регион	Объем, млн руб.
	Российская Федерация	2 848 190
1	г. Москва	390 510
2	Московская область	241 161
3	г. Санкт-Петербург	193 359
4	Тюменская область	128 240
5	Свердловская область	89 816
6	Республика Башкортостан	86 275
7	Республика Татарстан	86 231
8	Краснодарский край	77 417
9	Новосибирская область	67 420
10	Ханты-Мансийский АО	61 769
11	Ростовская область	58 962
12	Красноярский край	57 169
13	Челябинская область	56 536
14	Самарская область	52 301
15	Нижегородская область	50 169
16	Пермский край	48 905
17	Ленинградская область	45 316
18	Кемеровская область	40 416
19	Иркутская область	40 058
20	Тюменская область	39 635

**20 регионов
с максимальным
объемом выданных
ипотечных кредитов
в 2019 году**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

**20 регионов
с минимальным
объемом выданных
ипотечных кредитов
в 2019 году**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

п/п	Регион	Объем, млн руб.
	Российская Федерация	2 848 190
1	Новгородская область	9303
2	Костромская область	9117
3	Республика Крым	8845
4	Псковская область	8393
5	Камчатский край	7817
6	Республика Хакасия	7348
7	Кабардино-Балкарская Республика	6099
8	Республика Северная Осетия	5969
9	Республика Калмыкия	5355
10	Магаданская область	4787
11	Республика Тыва	4236
12	Республика Адыгея	4095
13	Карачаево-Черкесская Республика	3292
14	г. Севастополь	3009
15	Чеченская Республика	2568
16	Еврейская АО	2041
17	Чукотский АО	1663
18	Республика Алтай	1385
19	Ненецкий АО	998
20	Республика Ингушетия	397

№ п/п	Регион	Размер кредита, млн руб.
	Российская Федерация	2.24
1	г. Москва	4.84
2	Московская область	3.38
3	Сахалинская область	3.13
4	г. Санкт-Петербург	3.02
5	Чукотский автономный округ	3.00
6	Ямало-Ненецкий АО	2.85
7	Республика Саха	2.74
8	Ханты-Мансийский АО	2.58
9	Республика Дагестан	2.58
10	Приморский край	2.55
11	Ненецкий АО	2.46
12	Ленинградская область	2.45
13	Хабаровский край	2.44
14	Тюменская область	2.44
15	Камчатский край	2.42
16	Магаданская область	2.39
17	Чеченская Республика	2.34
18	г. Севастополь	2.34
19	Республика Тыва	2.31
20	Республика Ингушетия	2.31

**20 регионов
с максимальным
средним размером
ипотечного кредита
в 2019 году**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

**20 регионов
с минимальным средним
размером ипотечного
кредита в 2019 году**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

№ п/п	Регион	Размер кредита, млн руб.
	Российская Федерация	2.24
1	Ярославская область	1.76
2	Воронежская область	1.76
3	Орловская область	1.75
4	Пермский край	1.74
5	Ивановская область	1.74
6	Чувашская Республика	1.74
7	Саратовская область	1.73
8	Оренбургская область	1.71
9	Республика Хакасия	1.68
10	Кемеровская область	1.67
11	Республика Алтай	1.67
12	Ульяновская область	1.62
13	Удмуртская Республика	1.60
14	Костромская область	1.60
15	Алтайский край	1.59
16	Курганская область	1.58
17	Вологодская область	1.58
18	Кировская область	1.57
19	Республика Марий Эл	1.56
20	Челябинская область	1.52

№ п/п	Регион	Выдано кредитов, шт.
	Российская Федерация	1 269 322
1	г. Москва	80 779
2	Московская область	71 422
3	г. Санкт-Петербург	63 936
4	Тюменская область	52 657
5	Республика Башкортостан	46 173
6	Республика Татарстан (Татарстан)	44 089
7	Свердловская область	43 670
8	Краснодарский край	39 194
9	Челябинская область	37 131
10	Новосибирская область	32 416
11	Ростовская область	31 240
12	Самарская область	29 276
13	Красноярский край	29 054
14	Пермский край	28 037
15	Нижегородская область	26 399
16	Кемеровская область	24 151
17	Ханты-Мансийский АО	23 904
18	Иркутская область	21 143
19	Алтайский край	20 846
20	Воронежская область	20 698

**20 регионов
с максимальным
количеством выданных
ипотечных кредитов
в 2019 году**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

**20 регионов
с минимальным
количеством выданных
ипотечных кредитов
в 2019 году**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

№ п/п	Регион	Выдано кредитов, шт.
	Российская Федерация	1 269 322
1	Псковская область	4689
2	Республика Дагестан	4532
3	Республика Хакасия	4372
4	Сахалинская область	4183
5	Республика Крым	3939
6	Камчатский край	3228
7	Республика Северная Осетия	2895
8	Кабардино-Балкарская Республика	2865
9	Республика Калмыкия	2384
10	Республика Адыгея	2319
11	Магаданская область	2006
12	Республика Тыва	1835
13	Карачаево-Черкесская Республика	1726
14	г. Севастополь	1287
15	Чеченская Республика	1098
16	Еврейская АО	1082
17	Республика Алтай	830
18	Чукотский автономный округ	554
19	Ненецкий АО	405
20	Республика Ингушетия	172

№ п/п	Регион	Средневзвешенная ставка в январе 2020 года, %
	Российская Федерация	8.84
1	Пермский край	10.12
2	Республика Крым	9.48
3	Республика Тыва	9.40
4	г. Севастополь	9.39
5	Республика Алтай	9.34
6	Карачаево-Черкесская Республика	9.28
7	Чеченская Республика	9.28
8	Чукотский автономный округ	9.24
9	Республика Адыгея	9.23
10	Челябинская область	9.18
11	Курганская область	9.17
12	Ненецкий АО	9.12
13	Республика Хакасия	9.12
14	Республика Дагестан	9.11
15	Тверская область	9.10
16	Краснодарский край	9.10
17	Камчатский край	9.10
18	Ивановская область	9.09
19	Республика Мордовия	9.08
20	Кабардино-Балкарская Республика	9.07

20 регионов с максимальной средней ставкой по выданным ипотечным кредитам в 2020 году

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

20 регионов с минимальной средней ставкой по выданным ипотечным кредитам в январе 2020 года

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

№ п/п	Регион	Средневзвешенная ставка в январе 2020 года, %
	Российская Федерация	8.84
1	Калининградская область	8.85
2	Республика Карелия	8.83
3	Вологодская область	8.83
4	г. Москва	8.82
5	Кировская область	8.82
6	Московская область	8.80
7	Пензенская область	8.80
8	Псковская область	8.79
9	Чувашская Республика	8.75
10	Ленинградская область	8.73
11	г. Санкт-Петербург	8.68
12	Еврейская АО	8.68
13	Республика Ингушетия	8.58
14	Амурская область	7.73
15	Забайкальский край	7.44
16	Хабаровский край	7.43
17	Сахалинская область	7.31
18	Республика Бурятия	6.68
19	Приморский край	6.67
20	Республика Саха	6.41

№ п/п	Регион	Объем задолженности, млн руб.
	Российская Федерация	7 539 411
1	г. Москва	928 645
2	Московская область	653 264
3	г. Санкт-Петербург	480 162
4	Тюменская область	411 297
5	Свердловская область	240 091
6	Ханты-Мансийский АО	218 793
7	Краснодарский край	217 253
8	Республика Башкортостан	214 840
9	Республика Татарстан	213 700
10	Новосибирская область	178 388
11	Красноярский край	167 350
12	Ростовская область	164 308
13	Челябинская область	150 216
14	Самарская область	140 678
15	Нижегородская область	135 960
16	Пермский край	127 868
17	Ленинградская область	122 903
18	Иркутская область	118 960
19	Тюменская область	109 860
20	Кемеровская область	104 828

**20 регионов
с максимальным
объемом задолженности
по ипотечным кредитам
на 01.01.2020**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

**20 регионов
с минимальным
объемом задолженности
по ипотечным кредитам
на 01.01.2020**

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

№ п/п	Регион	Объем задолженности, млн руб.
	Российская Федерация	7 539 411
1	Новгородская область	24 197
2	Костромская область	23 318
3	Псковская область	21 971
4	Республика Хакасия	21 284
5	Камчатский край	19 360
6	Республика Северная Осетия	18 794
7	Кабардино-Балкарская Республика	17 353
8	Республика Крым	14 592
9	Республика Калмыкия	14 120
10	Республика Тыва	13 226
11	Республика Адыгея	12 341
12	Магаданская область	12 109
13	Карачаево-Черкесская Республика	10 202
14	Еврейская автономная область	6126
15	Чеченская Республика	5789
16	г. Севастополь	5308
17	Республика Алтай	4285
18	Ненецкий АО	3800
19	Чукотский АО	3690
20	Республика Ингушетия	1305

№ п/п	Регион	Объем просроченной задолженности, млн руб.
	Российская Федерация	72 555
1	г. Москва	13 888
2	Московская область	8717
3	г. Санкт-Петербург	3226
4	Тюменская область	2972
5	Краснодарский край	2634
6	Красноярский край	2357
7	Свердловская область	2134
8	Пермский край	1794
9	Ростовская область	1605
10	Новосибирская область	1578
11	Иркутская область	1562
12	Ханты-Мансийский АО	1523
13	Челябинская область	1491
14	Республика Татарстан	1366
15	Республика Башкортостан	1318
16	Самарская область	1273
17	Воронежская область	1116
18	Ставропольский край	1116
19	Нижегородская область	1071
20	Кемеровская область	942

20 регионов с максимальной просроченной задолженностью по ипотечным кредитам на 01.01.2020

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

20 регионов с минимальной просроченной задолженностью по ипотечным кредитам на 01.01.2020

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

№ п/п	Регион	Объем просроченной задолженности, млн руб.
	Российская Федерация	72 555
1	Республика Хакасия	166
2	Республика Марий Эл	164
3	Республика Мордовия	162
4	Кабардино-Балкарская Республика	156
5	Сахалинская область	156
6	Орловская область	145
7	Новгородская область	145
8	Чеченская Республика	145
9	Тамбовская область	142
10	Республика Карелия	138
11	Костромская область	125
12	Камчатский край	124
13	Республика Алтай	121
14	Еврейская АО	65
15	Магаданская область	47
16	Республика Крым	42
17	Республика Ингушетия	29
18	Ненецкий АО	16
19	г. Севастополь	13
20	Чукотский АО	4

Обеспечьте инвесторов интерактивными возможностями на вашем сайте, используя новейший сервис!

Cbonds

Cbonds Bond Map — это ежедневно обновляемый виджет с картой выпусков облигаций и еврооблигаций и их аналитическими показателями: доходностью и дюрацией

Кривая доходности эмитента

Cbonds Bond Map

Удобство



Отображение всех основных параметров в одном рабочем окне

Информативность



Наглядная информация об актуальных выпусках на вашем сайте в разделе «Инвесторам»

Актуализация данных



Автоматическое обновление всех параметров с серверов Cbonds

Простая интеграция



Настраиваемая цветовая схема для соответствия Вашему корпоративному стилю

Стоимость от 96 000 р. в год



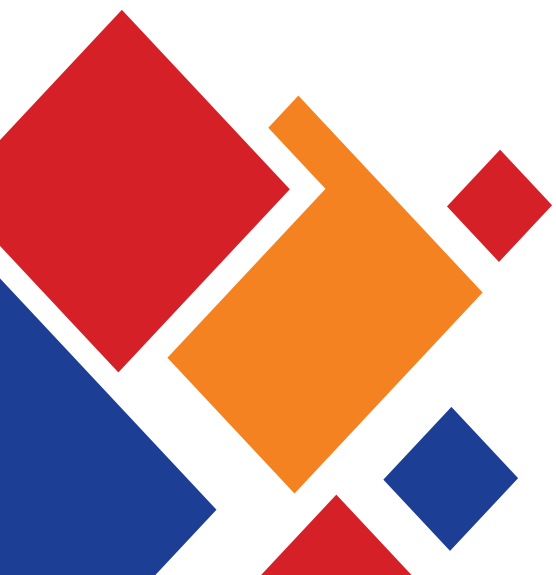
Возможен индивидуальный дизайн: нестандартная цветовая схема, изменение размера столбцов, разработка мобильной версии вашего виджета и др.

Для получения подробной информации обращайтесь к Касаткиной Элле
тел. + 7 (812) 336 97 21, доб. 112, ek@cbonds.info



ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2020

Приложение 3
Рэнкинги
организаторов сделок



Рэнкинги участников рынка облигаций в России

№	Инвестиционный банк	Объем, млн руб.	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	АО ВТБ Капитал	495 573	54	87	18.62
2	Sberbank CIB	451 577	51	187	16.96
3	Газпромбанк	328 705	50	100	12.35
4	Совкомбанк	264 060	62	95	9.92
5	БК «Регион»	251 281	32	58	9.44
6	Московский кредитный банк	249 775	48	89	9.38
7	РОСБАНК	97 446	18	27	3.66
8	Альфа-Банк	79 212	24	34	2.98
9	Банк «ФК Открытие»	79 035	29	39	2.97
10	BCS Global Markets	75 720	32	46	2.84
11	Райффайзенбанк	63 697	21	34	2.39
12	Россельхозбанк	52 824	11	16	1.98
13	ЮниКредит Банк	33 399	11	15	1.25
14	ВБРР	18 349	5	6	0.69
15	Промсвязьбанк	16 244	3	5	0.61
16	МТС-Банк	15 400	3	4	0.58
17	Банк «ДОМ.РФ»	12 663	1	2	0.48
18	Банк «ЗЕНИТ»	11 790	2	4	0.44
19	ИФК Солид	9166	10	13	0.34
20	Банк «РОССИЯ»	8437	5	7	0.32
Остальные		47 605	93	121	1.8
Итого		2 661 958	565	989	100

Рэнкинг организаторов корпоративных облигаций по итогам 2019 года, топ-20 (Россия)

Источник: Cbonds.ru

Рэнкинг организаторов сделок секьюритизации и выпусков ипотечных облигаций на внутреннем рынке по итогам 2019 года (Россия)

Источник: Cbonds.ru

№	Инвестиционный банк	Объем, млн руб.	Количество эмитентов	Количество траншей	Доля рынка
1	АО ВТБ Капитал	206 930	1	3	67.27
2	Совкомбанк	57 004	4	4	18.53
3	Sberbank CIB	24 086	1	1	7.83
4	Банк ДОМ.РФ	12 663	1	2	4.12
5	Металлинвестбанк	4924	1	1	1.60
6	Промсвязьбанк	1500	1	1	0.49
7	BCS Global Markets	500	1	1	0.16
Итого		307 607			100

**Рэнкинг представителей
владельцев облигаций
на внутреннем рынке
по итогам 2019 года
(Россия)**

Источник: Cbonds.ru

№	Представитель владельцев облигаций	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	Регион Финанс	30	24.39
2	Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез	23	18.70
3	Первая Независимая	17	13.82
4–7	Волста	7	5.69
4–7	ОК-Инвест	7	5.69
4–7	Юнитек Сервис	7	5.69
4–7	Юнилайн Капитал Менеджмент	7	5.69
8	Монотон	5	4.07
9	Администратор фондов	4	3.25
10	Москва Сити Секьюритиз	3	2.44
11–13	Тревич-Представитель	3	2.44
11–13	Центральная трастовая компания	2	1.63
11–13	Некторов, Савельев и Партнеры	2	1.63
14–19	ЮниСервис Капитал	1	0.81
14–19	Клифф	1	0.81
14–19	КГ Профиль	1	0.81
14–19	Септем Капитал	1	0.81
14–19	Квест	1	0.81
14–19	Профиль	1	0.81
Итого		123	100

Рэнкинги участников сделок секьюритизации в Европе, США и мире

**Рэнкинг организаторов
сделок секьюритизации
в мире, топ-5**

Источник: Asset-Backed Alert
(www.abalert.com)

№	Инвестиционный банк	9 мес. 2019 года			9 мес. 2018 года		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Citigroup	67 864	223	10.8	62 135	194	9.7
2	J. P. Morgan	64 118	193	10.2	75 047	212	11.8
3	Bank of America	53 623	171	8.5	59 134	181	9.3
4	Wells Fargo	47 714	148	7.6	49 841	166	7.8
5	Crédit Suisse	46 350	158	7.4	44 503	148	7.0
	Другие	347 725	245	55.5	347 712	212	54.4
	Итого	627 394	1138	100	638 372	1113	100

№	Инвестиционный банк	9 мес. 2019 года			9 мес. 2018 года		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Citigroup	10 712	32	14.2	8798	25	10.2
2	Bank of America	9553	27	12.6	8192	28	9.5
3	BNP Paribas	6957	23	9.2	9101	24	10.6
4	Morgan Stanley	6231	15	8.3	4814	13	5.6
5	Barclays	5103	12	6.8	5892	16	6.8
	Другие	36 955	34	48.9	49 486	37	57.3
	Итого	75 511	143	100	86 283	143	100

**Рэнкинг организаторов
сделок секьюритизации
в Европе (включая ABS,
MBS, CMBS, CLO и CDO),
топ-5**

Источник: Asset-Backed Alert
(www.abalert.com)

Ранжирование организаторов сделок ABS в США, топ-5

Источник: Asset-Backed Alert
(www.abalert.com)

№	Инвестиционный банк	9 мес. 2019 года			9 мес. 2018 года		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Citigroup	31 880	116	12.9	28 629	107	11.6
2	J. P. Morgan	26 814	92	10.8	27 147	94	11.0
3	Crédit Suisse	21 753	98	8.8	15 885	74	6.4
4	Barclays	21 014	86	8.5	18 849	73	7.7
5	Bank of America	20 077	81	8.1	25 545	90	10.4
Другие		126 430	578	50.9	130 270	540	52.9
Итого		247 968	1 051	100	246 325	978	100

№	Инвестиционный банк	9 мес. 2019 года			9 мес. 2018 года		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	J. P. Morgan	16 869	34	21.7	14 256	30	21.4
2	Citigroup	11 784	33	15.1	8 323	26	12.5
3	Crédit Suisse	11 634	47	15.0	7 534	29	11.3
4	Nomura	9066	36	11.7	3 338	16	5.0
5	Bank of America	7405	28	9.5	9 539	30	14.3
Другие		21 041	111	27	23 594	96	35.5
Итого		77 799	289	100	66 584	227	100

Ранжирование организаторов сделок MBS в США, топ-5

Источник: Asset-Backed Alert
(www.abalert.com)

Ранжирование организаторов сделок CLO / CDO в мире, топ-5

Источник: Asset-Backed Alert
(www.abalert.com)

№	Инвестиционный банк	9 мес. 2019 года			9 мес. 2018 года		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Citigroup	18 399	41	14.1	19 051	36	13.6
2	Wells Fargo	14 049	33	10.8	13 225	31	9.4
3	J. P. Morgan	12 923	30	9.9	14 373	36	10.3
4	Bank of America	11 871	27	9.1	14 514	28	10.4
5	Barclays	11 030	26	8.5	10 752	22	7.7
Другие		62 170	117	47.6	68 305	121	48.6
Итого		130 442	274	100	140 220	274	100

Ранжирование эмитентов сделок секьюритизации в мире (включая ABS, MBS, CLO и CDO), топ-10

Источник: Asset-Backed Alert
(www.abalert.com)

№	Эмитент	9 мес. 2019 года			9 мес. 2018 года		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	General Motors	15 304	17	3.1	15 931	19	3.1
2	Japan Housing Finance Agency	12 380	9	2.5	13 761	11	2.7
3	FirstKey Mortgage	11 638	9	2.3	5 373	6	1.1
4	Freddie Mac	11 277	11	2.3	11 033	11	2.2
5	Ford	10 998	12	2.2	10 774	12	2.1
6	Santander	10 469	10	2.1	16 665	17	3.3
7	Blackstone	8262	12	1.7	7901	14	1.5
8	Mercedes-Benz	8166	9	1.6	7448	9	1.5
9	J. P. Morgan	7132	14	1.4	7372	10	1.4
10	Nissan	7100	7	1.4	3513	5	0.7
Другие		393 155	800	79.4	41 844	774	80.4
Итого		495 881	910	100	510 615	888	100

Ранкинг юридических консультантов организаторов сделок ABS / MBS в США, топ-5

Источник: Asset-Backed Alert
(www.abalert.com)

№	Юридический консультант	9 мес. 2019 года		9 мес. 2018 года	
		Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн
1	Sidley Austin	57	36 446	50	34 317
2	Morgan Lewis	41	24 484	42	25 500
3	Hunton Andrews	31	16 732	36	21 139
4	Dentons	24	17 664	22	10 046
5	Mayer Brown	24	17 198	29	16 990
Другие		130	69 191	141	81 656
Итого		307	181 715	320	189 648

№	Юридический консультант	9 мес. 2019 года		9 мес. 2018 года	
		Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн
1	Mayer Brown	53	37 990	50	34 934
2	Katten Muchin	32	25 610	35	28 811
3	Morgan Lewis	30	24 576	32	19 132
4	Sidley Austin	26	14 778	25	13 531
5	Hunton Andrews	16	6408	8	2610
Другие		150	72 353	170	90 630
Итого		307	181 715	320	189 648

Ранкинг юридических консультантов эмитентов сделок ABS / MBS в США, топ-5

Источник: Asset-Backed Alert
(www.abalert.com)

Ранкинг трасти сделок ABS / MBS в США, топ-5

Источник: Asset-Backed Alert
(www.abalert.com)

№	Трасти	9 мес. 2019 года			9 мес. 2018 года		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	U.S. Bank	60 959	95	33.5	46 679	83	24.6
2	Wells Fargo	27 864	55	15.3	38 615	67	20.4
3	BNY Mellon	27 758	39	15.3	23 873	34	12.6
4	Citigroup	20 909	29	11.5	19 111	27	10.1
5	Wilmington Trust	18 285	42	10.1	27 548	59	14.5
Другие		25 940	47	14.3	33 822	50	17.8
Итого		181 715	307	100	189 648	320	100

№	Рейтинговое агентство	1-я половина 2019 года			1-я половина 2018 года		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	S&P	98 461	155	54.2	100 112	153	52.8
2	Fitch	83 818	107	46.1	96 048	129	50.6
3	Moody's	83 216	123	45.8	96 088	136	50.7
4	DBRS	47 505	76	26.1	47 198	88	24.9
5	Kroll	33 799	89	18.6	36 118	89	19.0
6	Morningstar	15 367	36	8.5	15 655	29	8.3
Итого		181 715	307	100	189 648	320	100

Ранкинг рейтинговых агентств в сделках ABS / MBS в США

Источник: Asset-Backed Alert
(www.abalert.com)

№	Инвестиционный Банк	Объем, \$ млн	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	Citigroup	54 048	212	320	8.16
2	J. P. Morgan	52 624	189	323	7.94
3	HSBC	47 617	228	405	7.19
4	Standard Chartered Bank	34 841	193	320	5.26
5	Deutsche Bank	25 778	88	176	3.89
6	Goldman Sachs	25 639	80	149	3.87
7	BNP Paribas	24 033	97	158	3.63
8	Bank of America Merrill Lynch	23 266	96	166	3.51
9	Morgan Stanley	18 495	82	137	2.79
10	Crédit Agricole CIB	16 456	65	130	2.48
11	Bank of China	16 333	162	254	2.47
12	Crédit Suisse	13 694	81	136	2.07
13	UBS	13 223	98	154	2.00
14	Barclays	12 958	77	128	1.96
15	Mizuho Financial Group	10 945	86	127	1.65
16	ICBC	10 174	105	161	1.54
17	Haitong International Securities Group	10 149	130	189	1.53
18	Société Générale	9 118	45	101	1.38
19	Mitsubishi UFJ Financial Group	8 830	54	91	1.33
20	DBS Bank	7 856	94	130	1.19
Остальные		226 372	2 362	3 163	34.1
Итого		662 449	4 624	6 918	100

**Рэнкинг организаторов
еврооблигаций
развивающихся рынков
Plain Vanilla по итогам
2019 года, топ-20**

Источник: Cbonds.ru

**Рэнкинг юридических
консультантов эмитентов
и организаторов
еврооблигаций
развивающихся рынков
по итогам 2019 года,
топ-25**

Источник: Cbonds.ru

№	Юридическая фирма	Количество эмиссий	Количество эмитентов
1	Linklaters	362	195
2	Allen & Overy	315	174
3	Clifford Chance	254	134
4	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	132	53
5	Davis Polk	96	50
6	Latham & Watkins	92	60
7	Shin & Kim	76	46
8	Sidley Austin	72	37
9	King & Wood Mallesons	71	53
10	Commerce & Finance	64	28
11	White & Case	52	32
12	Shearman & Sterling	48	24
13	Freshfields Bruckhaus Deringer	46	17
14	Jingtian Gongcheng	44	26
15	Allen & Gledhill	39	17
16	Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom	34	23
17	Simpson Thacher & Bartlett	33	20
18	Jun He	27	21
19	Conyers Dill & Pearman	26	17
20	Dechert LLP	24	11
21	Baker & McKenzie	22	18
22–23	Lee & Ko	21	14
22–23	Norton Rose Fulbright	21	8
24–25	Milbank, Tweed, Hadley & McCloy	20	19
24–25	Maples & Calder	20	17
Остальные		696	
Итого		1106	632

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2020

Приложение 4
Конференции
по долговому рынку
и секьюритизации
в 2020 году

CBONDS

www.cbonds-congress.com

Название конференции	Дата события	Место проведения
VI Российский ипотечный конгресс	5 февраля 2020 г.	Москва, РФ
XVII Облигационный конгресс стран СНГ, Балтии и Кавказского региона	10–11 июня 2020 г.	Рига, Латвия
IX конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России»	17 сентября 2020 г.	Москва, РФ
XVIII Российский облигационный конгресс	10–11 декабря 2020 г.	Санкт-Петербург, РФ

INFORMATION MANAGEMENT NETWORK

www.imn.org

Название конференции	Дата события	Место проведения
Asian Structured Credit	16–17 января 2020 г.	Макао
International Securities Finance	12–13 февраля 2020 г.	Форт-Лодердейл, Флорида, США
CRE CLOs	12 марта 2020 г.	Нью-Йорк, США
Mortgage Servicing Rights (East)	19–20 марта 2020 г.	Нью-Йорк, США
Equipment Finance	25 марта 2020 г.	Нью-Йорк, США
Global Investors' Conference on Securitisation in China	27–28 марта 2020 г.	Пекин, Китай
European CLOs and Leveraged Loans	31 марта 2020 г.	Лондон, Великобритания
Global Covered Bonds	2 апреля 2020 г.	Лондон, Великобритания
Impact ABS 2020	7 апреля 2020 г.	Нью-Йорк, США
Non-QM ABS	30 апреля 2020 г.	Нью-Йорк, США
Single Family Rental (East)	12–14 мая 2020 г.	Майами, Флорида, США
CLOs & Leveraged Loans	1–2 июня 2020 г.	Нью-Йорк, США
Litigation Finance	2 июня 2020 г.	Нью-Йорк, США
Global ABS	16–18 июня 2020 г.	Барселона, Испания
International Litigation Finance	14 сентября 2020 г.	Лондон, Великобритания
European Securities Finance	15–16 сентября 2020 г.	Лондон, Великобритания
ABS East 2020	5–7 октября 2020 г.	Майами-Бич, Флорида, США
Single Family Rental (West)	2–4 декабря 2020 г.	Скоттсдейл, Аризона, США

ТЕМАТИЧЕСКИЕ КОНФЕРЕНЦИИ

Организатор	Название конференции	Дата события	Место проведения
American Bankers Association www.aba.com	American Mortgage Conference	4–6 мая 2020 г.	Чарлстон, Южная Каролина, США
Euromoney www.euromoneyconferences.com	The Euromoney / ECBC Asian Covered Bond Forum 2020	10 марта 2020 г.	Сингапур
	The Euromoney / ECBC Covered Bond Congress 2020	10 сентября 2020 г.	Барселона, Испания
Fitch Learning www.fitchlearning.com	Understanding Securitization & ABS	24 февраля 2020 г.	Лондон, Великобритания
		8 июня 2020 г.	Лондон, Великобритания
		26 июня 2020 г.	Нью-Йорк, США
		8 июля 2020 г.	Сингапур
	CLO Credit Risk	18–19 мая 2020 г.	Лондон, Великобритания
		18–19 мая 2020 г.	Нью-Йорк, США
	CMBS Credit Risk	30–31 марта 2020 г.	Нью-Йорк, США
	Covered Bonds: Credit and Market Risk	2–3 марта 2020 г.	Франкфурт-на-Майне, Германия
		25–26 июня 2020 г.	Лондон, Великобритания
	RMBS: Assessing Value and Risk	14–15 мая 2020 г.	Лондон, Великобритания
		29–30 июня 2020 г.	Нью-Йорк, США
	IIR http://iir.nl	Securitisation Event	26 марта 2020 г.
SIFMA www.sifma.org	Insurance & Risk Linked Securities Conference	1–3 марта 2020 г.	Майами, Флорида, США
Mortgage Bankers Association www.mba.org	National Mortgage Servicing Conference & Expo	23–26 февраля 2020 г.	Орlando, Флорида, США
	National Secondary Market Conference & Expo	17–20 мая 2020 г.	Нью-Йорк, США
	Annual Convention & Expo	18–21 октября 2020 г.	Чикаго, Иллинойс, США
Opal Financial Group opalgroup.net	Marketplace Lending & Alternative Financing Summit	6 декабря 2020 г.	Дана Пойнт, Калифорния, США
True Sale International www.true-sale-international.com	TSI Congress 2020	1–2 октября 2020 г.	Берлин, Германия
ГК «Бюллетень Недвижимости» sochicongress.ru	Сочинский всероссийский жилищный конгресс	6–10 апреля 2020 г.	Сочи, РФ



«Энциклопедия российской секьюритизации – 2020» — девятый выпуск тематических материалов, посвященных секьюритизации в России и зарубежному опыту подобных сделок. В энциклопедии собрана и обобщена статистика по всем прошедшим сделкам. Ведущие эксперты рынка делятся своим опытом, рассказывают об особенностях проведения сделок по секьюритизации различных активов, о своем видении проблем развития новых финансовых инструментов и инфраструктуры рынка, о юридических особенностях проведения сделок, анализируют текущее законодательство. «Энциклопедия российской секьюритизации – 2020» адресована специалистам в области рынка секьюритизации банков и инвестиционных компаний, специалистам по ипотечному, потребительскому кредитованию, а также всем читателям, заинтересованным в развитии современных финансовых инструментов и технологий.

ПРИГЛАШАЕМ ПРИНЯТЬ УЧАСТИЕ В ВЫПУСКЕ «ЭНЦИКЛОПЕДИИ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ – 2021»

Контактная информация по вопросам участия:

Альберт Ипполитов: e-mail: project@rusipoteka.ru, тел.: +7 (916) 113 8001

Константин Васильев: e-mail: kv@cbonds.info, тел.: +7 (812) 336 9721 *105

ООО «Сбондс.ру»

194044, г. Санкт-Петербург, Пироговская наб., д. 21, БЦ «Нобель»

Тел./факс: +7 (812) 336 9721

www.cbonds.ru

Rusipoteka.ru (ООО «РУСИПОТЕКА»)

124482, г. Москва, Савелкинский проезд, 4. Бизнес-центр, офис 1313

Тел.: +7 (916) 113 8001

www.rusipoteka.ru

Редактор — Елена Авдоничева

Коллектив редакции:

Альберт Ипполитов, генеральный директор, ООО «РУСИПОТЕКА»

Константин Васильев, заместитель генерального директора, к.э.н., ООО «Сбондс.ру»

Борис Федоров, главный редактор журнала Cbonds Review

Дизайн: Владимир Панкратов

Корректурa: Юлия Гомулина

Подписано в печать: 16.03.2020

Отпечатано в типографии «Любавич», Санкт-Петербург

Тираж: 1500 экз.

Лучший иностранный инвестиционный банк в России*

Мы предоставляем полный спектр финансовых решений в рамках сделок секьюритизации:

- структурирование сделок
- биржевое размещение выпускаемых ценных бумаг
- фондирование в форме бридж-кредита warehouse
- сопровождение в качестве банка счета, расчетного агента, спецдепозитария ипотечного покрытия
- другие услуги в рамках сделок

raiffeisen.ru

+7 495 721 99 00

* Райффайзенбанк — лучший иностранный инвестиционный банк в России по версии EMEA Finance, 2016–2018.

АО «Райффайзенбанк»

Лучший инвестиционный банк на рынке секьюритизации



**Лучший
инвестиционный банк
на рынке секьюритизации
в регионе EMEA**

2009, 2010, 2013–2017, 2019

**Лучшая сделка
на рынке секьюритизации
в Центральной и Восточной Европе:**

Секьюритизация портфеля
ипотечных кредитов по программе
АО «ДОМ.РФ» «Фабрика ИЦБ»

2019



Банк ВТБ (ПАО)
RUB 96.61 млрд
RUB 95.65 млрд

Секьюритизация портфеля ипотечных
кредитов с поручительством
АО «ДОМ.РФ»

2019 Организатор



Банк ВТБ (ПАО)
RUB 72.97 млрд

Выпуск ипотечных облигаций
с фиксированным графиком погашения
с поручительством АО «ДОМ.РФ»

2019 Организатор



Банк Санкт-Петербург
RUB 8.2 млрд

Секьюритизация портфеля
ипотечных кредитов

2018 Организатор