

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

ABS
RMBS

2021

Cbonds

РН РУСИПОТЕНА
кредитование и секьюритизация

ВТБ Капитал

Лучший иностранный инвестиционный банк в России*

Мы представляем 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»

Реклама

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ 2021

Стратегический партнер:



Партнер рубрики:



Партнеры:



Прошедший год стал для российской экономики и ее банковской системы серьезным испытанием. При общем падении ВВП на 3.1% и гораздо более серьезном спаде в наиболее пострадавших от пандемии сегментах экономики банковская система продемонстрировала высокую устойчивость. Более того, банки оказали значительную поддержку экономике и населению страны, став эффективным инструментом реализации государственных антикризисных программ.

Восстановление спроса и экономической активности дает основания рассчитывать, что экономика может достичь допандемического уровня уже к концу 2021 года. При этом постепенное уменьшение прямой бюджетной поддержки делает необходимой активизацию рыночных механизмов финансирования экономического роста. Одним из них является секьюритизация, потенциал которой в нашей стране еще не раскрыт.

Несмотря на все вызовы, 2020 год был для отрасли совсем не плохим. Как и в прежние годы, тон задавала ипотечная секьюритизация, на которую пришлось около 95% от общего объема сделок. Вслед за рекордными темпами роста первичного ипотечного рынка новые рекордные результаты показал и вторичный рынок — рынок ипотечных ценных бумаг (ИЦБ).

Всего за год было размещено 13 выпусков объемом 374 млрд рублей, из них 99% — это бумаги, эмитированные в рамках программы ДОМ.РФ, которая остается локомотивом развития рынка. Общий объем ипотечных облигаций в обращении достиг в конце года 748 млрд рублей, что составило 7.5% от всего ипотечного портфеля. Доля относительно небольшая, однако у некоторых из крупнейших кредиторов она заметно выше. Так, у ВТБ она составила в конце года 20%. Следует, впрочем, учитывать, что секьюритизация изначально была важным элементом стратегии развития ипотечного бизнеса банка и на него сегодня приходится 55% всего российского рынка ИЦБ.

Растет интерес к ипотечным облигациям со стороны инвесторов, которых привлекает их доходность при самом высоком кредитном качестве. Бумаги с поручительством ДОМ.РФ, о которых можно говорить как о «квазигосударственных» облигациях, торговались со спредом 120–140 б. п. к ОФЗ с аналогичной дюрацией. Основными инвесторами, как и в прошлом году, оставались банки, интерес которых был поддержан принятием ЦБ РФ ряда благоприятных регуляторных изменений, стимулирующих вложения в ипотечные бумаги. Спрос таких институтов коллективных инвестиций, как пенсионные фонды, страховые и управляющие компании, также продолжал расти, их вложения в ИЦБ увеличивались за год на 26%.

Прошлый год был отмечен ростом интереса к ИЦБ и со стороны населения, что объяснимо в связи с падением доходности депозитов и массовым перетоком средств в инструменты финансового рынка. Подобная тенденция открывает дополнительные возможности развития рынка. Вместе с тем для поддержания устойчивого интереса физических лиц к покупке ипотечных облигаций необходимо пред-



Андрей СУЧКОВ,
начальник управления
секьюритизации,
ВТБ Капитал

лагать им бумаги с более понятным профилем риска, такие как ИЦБ с плановой амортизацией, опыт выпуска которых у нас есть.

Если ранее мы говорили, что развитие российского рынка секьюритизации практически ограничено ипотекой, а в отношении других классов активов можно говорить лишь об отдельных сделках, то сегодня ситуация начинает меняться. Речь прежде всего идет о выпуске облигаций, обеспеченных кредитами малому и среднему бизнесу. Объем таких бумаг пока несопоставим с ИЦБ, но последовательная работа МСП Банка дает основание рассчитывать на формирование этого сегмента рынка. В 2020 году МСП Банк реализовал две очередные сделки суммарно на 10.2 млрд рублей, одна из которых рейтингована «Эксперт РА», а другая имеет поручительство Корпорации МСП. Облигации были предложены широкому кругу инвесторов и имели хороший спрос. Надеемся, что в случае объединения МСП Банка и Банка «ДОМ.РФ» это направление не будет потеряно, а, напротив, получит дополнительный импульс к развитию.

Отметим, что участники рынка подтвердили свой высокий творческий потенциал, реализовав ряд инновационных, пионерских сделок.

СФО «Русол 1» выпустила три субординированных транша облигаций общим объемом 5.7 млрд рублей, обеспеченных платежами по договорам предоставления мощности солнечных электростанций компании «Солар Системз». Организованная Совкомбанком сделка получила «зеленый» статус и стала первой подобной структурной транзакцией на российском рынке.

Три класса облигаций СФО Социального развития на сумму 5.6 млрд рублей стали секьюритизацией денежных требований по кредиту и займу в рамках соглашения государственно-частного партнерства по проектированию, созданию и техническому обслуживанию объектов дошкольного, общего и дополнительного образования в г. Якутске. Соответствие их принципам социальных облигаций подтвердило агентство «Эксперт РА».

Указанные сделки вполне соответствуют, на наш взгляд, принципам устойчивого развития и могут отвечать параметрам облигаций ESG, популярность которых растет во всем мире. Это открывает перед нашим бизнесом

новые возможности, и при прохождении международной сертификации российские структурные ESG-облигации могут содействовать возвращению российской секьюритизации на мировые рынки. Но, конечно, для полноценной реализации всех преимуществ секьюритизации необходим емкий внутренний рынок, наличие широкой инвесторской базы. Процесс развития рынка идет, и одним из важных направлений формирования благоприятной инвестиционной среды является разработка стимулирующей нормативной базы.

В прошлом году вступили в силу долгожданные изменения в Положении ЦБ РФ №580-П относительно инвестирования средств пенсионных накоплений, выделен отдельный 5%-ный лимит для ИЦБ, аналогичный лимит введен для пенсионных резервов, при этом ипотечные бумаги выведены из 10-процентного лимита на инвестирование в активы с дополнительным уровнем риска.

Ипотечные облигации ДОМ.РФ вернулись в Ломбардный список Банка России. ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ включаются в состав высоколиквидных активов категории ВЛА-2А при расчете показателя краткосрочной ликвидности.

В октябре прошлого года правительством было принято постановление, дающее возможность инвестировать в ИЦБ ДОМ.РФ свободные средства федерального бюджета через операции РЕПО Федерального казначейства. Другим постановлением выделялись лимиты для инвестирования в ипотечные облигации ДОМ.РФ средств пенсионных накоплений под управлением ВЭБ.РФ, накоплений Росвоенипотеки, временно свободных средств государственных корпораций и компаний.

Все эти инициативы создают позитивный инвестиционный климат, но также важно, чтобы при категоризации вложений в ипотечные бумаги учитывалось не только поручительство ДОМ.РФ, но и наличие рейтинга от национальных рейтинговых агентств.

Выравнивание регуляторных условий для стимулирования конкуренции различных инструментов секьюритизации будет содействовать полноценному развитию рынка, который, мы уверены, способен внести свой вклад в поддержание восстановительного экономического роста в 2021 году.

X конференция

Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России

16 сентября 2021 года,
Москва

Спонсоры
и партнеры
конференции
2020 года

Генеральные партнеры:



Спонсоры:



Крупнейшая в России конференция для профессионалов рынка секьюритизации. Программа конференции ориентирована на глубокое и детальное рассмотрение практических вопросов, касающихся организации выпуска, юридического сопровождения, рейтингования, инвестирования, ведения учета, а также законодательного регулирования ипотечных ценных бумаг и других типов секьюритизированных активов.



cbonds-congress.com

Дорогие друзья!

Представляем вашему вниманию десятый, юбилейный выпуск ежегодного сборника «Энциклопедия российской секьюритизации». Впервые проект был реализован в кризисном 2008 году, а затем после перерыва возобновлен в 2013-м. В юбилейном выпуске ведущие эксперты обсуждают тенденции рынка, делятся мнениями и опытом организации сделок секьюритизации. Также в Энциклопедии вы по традиции найдете исчерпывающую информацию об участниках рынка, объемах новых сделок, разнообразные данные по рынку ипотечного кредитования.

2020 год выдался во всех смыслах необычным — всем нам пришлось справляться с последствиями коронакризиса и привыкать к работе в новых условиях. Вопреки трудностям, рынок вышел на исторические максимумы — объем размещений в рамках сделок секьюритизации превысил 380 млрд рублей, число выпусков облигаций и количество эмитентов более чем вдвое превысило аналогичные показатели 2019 года.

Основной объем размещений пришелся на ипотечные бумаги ДОМ.РФ, однако рынок развивался и за рамками программ института развития. В 2020 году вернулись классические многотраншевые сделки ипотечной секьюритизации, активно формировался и сегмент неипотечной секьюритизации. Среди наиболее интересных неипотечных сделок можно отметить первый в России выпуск социальных облигаций в рамках секьюритизации поступлений по контрактам ГЧП. Еще один интересный кейс — секьюритизация бизнеса солнечных электростанций, в рамках которой было организовано размещение структурных бондов, получивших статус «зеленых». Информацию об этих сделках вы найдете в Энциклопедии.

Эксперты выпуска уверены, что коронакризис серьезно усилил интерес к секьюритизации. Снижение ставок повышает требования к эффективности управления процентным риском, и решить эту задачу можно как раз за счет секьюритизации. Перед некоторыми участниками рынка остро встал вопрос разгрузки капитала, удешевления и удлинения фондирования. Отток вкладчиков банков на фондовый рынок тоже вынуждает банки выходить на рынок секьюритизации для пополнения пассивов.

В 2021 году можно ожидать оживления сегмента классической ипотечной секьюритизации, новых выпусков в сегментах МСП и ГЧП, а также интересных дебютов в рамках секьюритизации альтернативных классов активов — автомобильных и потребительских кредитов, NPL, лизинговых портфелей, факторинга, разного рода дебиторской задолженности. В общем, 2021 год обещает быть насыщенным.

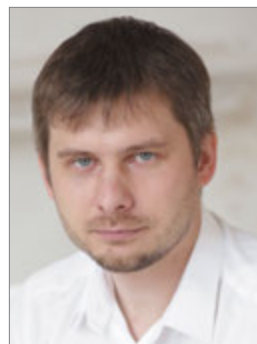
Надеемся, что опыт экспертов и аналитическая информация, размещенная в сборнике, помогут в вашей работе.

До встречи в следующих выпусках Энциклопедии.

Коллектив редакции



Альберт ИПОЛИТОВ,
генеральный директор,
ООО «РУСИПОТЕКА»



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



Борис ФЕДОРОВ,
редактор Энциклопедии

ТЕНДЕНЦИИ РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 10** Возвращение инфляции
Валерий Вайсберг, ИК «Регион»
- 14** Сделки секьюритизации
в коронакризис: проверка
на прочность
Александра Веролайнен,
Леонид Бельченко, «Эксперт РА»
- 22** «Коронакризис усилил интерес
к секьюритизации»
Круглый стол
организаторов сделок
- 30** Обзор рынка секьюритизации
России и Швейцарии
Геннадий Годяев,
Павел Измайлов, TMF Group

МИРОВОЙ РЫНОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 34** Прогноз по рынку
структурированных финансов
на 2021 год: семь основных
тенденций
Джеймс Манци, Том Шопфлохер,
S&P Global Ratings
- 48** Секьюритизация в США
в 2020 году: отложенный кризис
Игорь Аксенов, Barclays
- 56** Структурированное
финансирование остается
важным источником
фондирования в странах ЕС
Станислав Настасьин,
Moody's Investors Service

- 67** Секьюритизация
в Казахстане — важный
шаг на пути к здоровому
финансовому сектору
Илиас Тсакалидис, Tengri Partners
Investment Banking (Kazakhstan)

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ИПОТЕКИ

- 70** Тяжелый год стал рекордным.
Продолжится ли рост?
Андрей Сучков, ВТБ Капитал
- 76** Амортизация ИЦБ ДОМ.РФ:
оценка и влияние досрочного
погашения ипотеки
Дмитрий Артименя,
Павел Довбня, Ценовой
центр АО «ДОМ.РФ»
- 85** Парадоксальные перспективы
секьюритизации ипотечных
кредитов
Сергей Гордейко,
ООО «РУСИПОТЕКА»
- 88** «Сейчас созданы все
условия и инфраструктура
для комфортного
инвестирования в ИЦБ»
Круглый стол инвесторов на
рынке ипотечных ценных бумаг
- 94** Практика использования
электронных закладных
в сделках ипотечной
секьюритизации
Ольга Мельник, ПАО Сбербанк

- 98** О перспективности финансирования девелоперских проектов через коллективные инвестиции
Дмитрий Осипов,
УК «Велес Траст»

РЫНОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ КЛАССОВ АКТИВОВ

Партнер рубрики:



- 104** Секьюритизация просроченной задолженности: российский опыт
Сергей Кадук, Совкомбанк
- 108** Секьюритизация проблемной задолженности по потребительским кредитам в России
Ашхен Чаркчян,
Антон Щерба, Инвестиционная группа «ТРИНФИКО»
- 114** Рефинансирование проектов ГЧП через публичное размещение облигаций специализированным обществом
Владимир Гоглачев, АБ ЕПАМ
- 120** Сделки LBO: экономика, структурирование и секьюритизация
Алексей Тарасов, эксперт по международным рынкам капитала

ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

- 130** «Рынок пробует различные варианты структурирования сделок»
Круглый стол представителей инфраструктуры рынка
- 142** Первые шаги судей в делах по сделкам неипотечной секьюритизации: учимся ходить
Надежда Лебедева,
Trewetch Group
- 148** Процесс автоматизации в сделках секьюритизации
Маргарита Бельянская,
Банк ВТБ (ПАО)

CASE STUDY

- 152** Классические сделки ипотечной секьюритизации: опыт Абсолют Банка
Сергей Михайлов, Абсолют Банк
- 154** Опыт секьюритизации бизнеса солнечных станций
Андрей Мурыгин, Linklaters
- 157** Приложение 1. Участники рынка
- 171** Приложение 2. Статистика рынка
- 199** Приложение 3. Рэнкинги организаторов сделок
- 205** Приложение 4. Конференции по долговому рынку и секьюритизации в 2021 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 р 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 ЛюдИПотеки.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
2021

Тенденции рынка
секьюритизации



Валерий ВАЙСБЕРГ,
директор аналитического
департамента, ИК «Регион»

Возвращение инфляции

Руководная рецессия 2020 года оставила в наследство существенные дисбалансы между различными сегментами рынков, бюджетными конструкциями, национальными экономикой и конкретными отраслями. Одна часть возникших перекосов выправится простым снятием карантинных ограничений, другая останется с нами навсегда, о третьей позаботится инфляция. Темпы и продолжительность избыточного роста потребительских цен после пандемии определяют вероятность наступления новой рецессии, на этот раз спровоцированной резким ростом ставок центральных банков.

Прошлый год вообрал в себя черты не только недавнего Глобального финансового кризиса, но и всего XX века и в этом смысле знаменует собой полное и окончательное прощание с прошлым столетием. Пандемия — испанка второй половины 1910-х годов, рецессия — Великая депрессия, взлет FAANG — эра доткомов. Перечисленные аналогии — яркие и привлекательные, но довольно поверхностные. Против испанки не вводили тотального карантина; Великая депрессия была не только глубокой, но и весьма

продолжительной; крупные интернет-компании в противоположность благословенно дорогим стартапам прошлого сегодня имеют внушительный денежный поток.

Главными отличиями Великого карантина от Глобального финансового кризиса являются синхронное снижение процентных ставок центральными банками и развитых, и развивающихся экономик, феноменальная устойчивость финансовых систем и колоссальный объем сбережений населения. В частности, впервые в новейшей истории России кризис не ознаменовался кратной девальвацией рубля и ростом ключевой ставки. Правительство достаточно грамотно использовало имеющиеся у него ресурсы для точечной помощи пострадавшим отраслям, малому бизнесу и гражданам.

Конечно, увеличение бюджетных расходов вынудило Россию временно отойти от бюджетного правила. Однако это не привело к ухудшению макроэкономической стабильности: несмотря на кратный рост объема заимствований, государственный долг России по итогам года составил около 21% от ВВП. Правительство планирует вернуться к бюджетному правилу уже в 2022 году.

Прошлой весной — на пике карантинных ограничений — ИК «Регион» прогнозировала глубину падения ВВП России за весь 2020 год в зависимости от сценария в диапазоне 2.8–6.6%. Фактически, по предварительной оценке Росстата, экономика страны в минувшем году потеряла 3.1%. Столь хороший результат помимо бюджетной поддержки и мягкой денежно-кредитной политики стал возможен благодаря мягким ограничениям во время осенней волны коронавируса и преобладанию в экономике крупных предприятий, работа которых продолжалась даже весной.

В обрабатывающих производствах, ориентированных преимущественно на внутренний рынок, добавленная стоимость в постоянных ценах осталась на уровне 2019 года. Создание новых рабочих мест начиная со второй половины 2020 года существенно ускорилось. Банковская система России, оздоровившаяся и укрепившаяся за предшествующие 5 лет, не потеряла ни одного системно значимого института и по итогам года нарастила как корпоративное, так и розничное кредитование, в том числе ипотечное.

Аналогичным образом развивалась ситуация и в других странах, с тем нюансом, что бюджетный стимул со стороны Китая был на порядок меньшим, чем в 2009 году, а в США, напротив, существенно большим. В общей сложности к концу 2020 года совокупные государственные вливания в экономику достигли \$14 трлн, или 16% мирового ВВП за 2019 год. В нынешнем году масштабное стимулирование продолжится: третий американский пакет помощи в совокупности с двумя предыдущими уже шестеро щедрее принятого при Бараке Обаме «Закона о восстановлении и поощрении инвестиций в американской экономике» и втрое больше затрат на политику «нового курса» Франклина Рузвельта (в пересчете на душу населения и с учетом инфляции).

Значительные прямые выплаты населению и бизнесу производили правительства и в Западной Европе, и в Японии, де-факто разделив с предпринимателями риски. В итоге в развитых странах на пике пандемии уровень

накоплений населения достиг 20–30% доходов, кратно увеличившись в сравнении с докризисным периодом. Ослабление ограничений в последующие месяцы способствовало уменьшению нормы сбережения, но новые пакеты помощи, принятые в США в конце декабря 2020 года и начале марта 2021 года, вновь сильно увеличили запасы наличности в домохозяйствах.

Сочетание ускоряющегося экономического роста на ожиданиях быстрой массовой вакцинации с продолжением бюджетного и монетарного стимулирования породило обоснованные ожидания относительно ускорения инфляции. Они связаны как с большим объемом отложенного спроса из-за закрытия значительной части сектора услуг в течение 2020 года, так и с ростом цен на биржевые промышленные и сельскохозяйственные товары. Высокая готовность потребителей покупать товары и услуги позволяет бизнесу постепенно закладывать растущие издержки в конечные цены.

Однако для развитых стран все не столь однозначно. Во-первых, мировые экономики по-прежнему далеки от полной занятости: в отсутствие постоянного дохода население не будет быстро и полностью расходовать полученную государственную помощь. Во-вторых, избыточные сбережения распределены крайне неравномерно: большая их часть сосредоточена у наиболее доходных групп населения, которые вряд ли будут увеличивать повседневное потребление. В-третьих, значительная часть распределенной в 2020 году государственной помощи не осталась лежать мертвым грузом на текущих банковских счетах, а была инвестирована: цены на недвижимость в США в 2020 году выросли на 8.4%, а количество проданных домов — на 5.6%; в брокерских компаниях было открыто 10 млн новых счетов, а доля частных трейдеров в дневном объеме торгов удвоилась, достигнув 20%. Переход части государственной помощи в инвестиции, а не в потребление, скорее всего, продолжится и в 2021 году. В-четвертых, инфляция цен на биржевые товары обусловлена не только дополнительным инвестиционным спросом,

но и разовыми факторами: неурожаем по отдельным культурам, птичьим гриппом и массированным наращиванием резервов со стороны Китая.

В 2021 году, вероятнее всего, произойдет перебалансировка влияния перечисленных выше факторов, которая будет сопровождаться ускорением инфляции, однако затем темпы роста цен начнут замедляться. Также нужно учесть, что низкая инфляция последнего десятилетия, с одной стороны, привела к закоренению ожиданий населения (и потребители, и бизнес привыкли к тому, что цены больше не будут расти быстро), а с другой — повысила толерантность к инфляции у центральных банков. В 2020 году ФРС перешла к таргетированию не точечного ежегодного, а среднего за некоторый период уровня инфляции. Вполне вероятно, подобный подход будет перенят и другими регуляторами, в частности ЕЦБ.

В России картина инфляции в определенной степени отличается от той, что мы наблюдаем в развитых странах. За последние 5 лет средняя инфляция в России составила 4.3%, а базовая инфляция — 4.2%, что несколько выше целевого уровня ЦБ РФ. Опросы, проводимые по заказу регулятора, демонстрируют отсутствие жесткой закоренности ожиданий населения, а сохранение

цели по инфляции при снижении диапазона нейтральной ставки показывает, что ЦБ РФ склонен видеть большой риск в отклонении инфляции вверх от цели, чем вниз.

Рост инвестиционной активности населения России в 2020 году (счета на Московской бирже открыли 5 млн человек, объем вложений частных инвесторов в ценные бумаги, по данным ЦБ РФ, составил 638 млрд рублей) был связан скорее не с ростом сбережений (по данным Росстата, объем накоплений вырос за год более чем на 2.8 трлн рублей, или в 2.2 раза), а с перетоком средств с банковских депозитов. Сопоставимую с вложениями в ценные бумаги сумму поглотили первоначальные взносы по ипотеке. Таким образом, вложения населения в активы в 2020 году поглотили не более половины прироста сбережений, и домохозяйства располагают существенным объемом средств для наращивания потребительских расходов (более 4% от всего оборота розничной торговли за 2020 год). Падение занятости в России в отличие от Глобального финансового кризиса в 2020 году было существенно меньшим, чем в странах «Большой семерки». Таким образом, отечественные потребители, вероятно, более свободны в расходах, нежели домохозяйства развитых экономик.

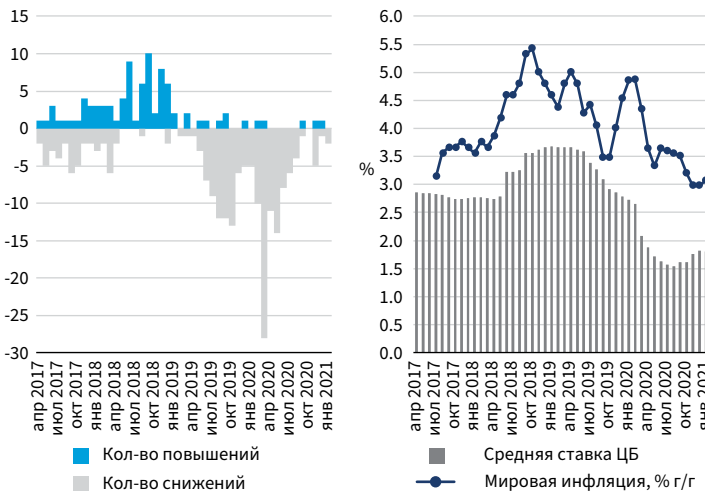
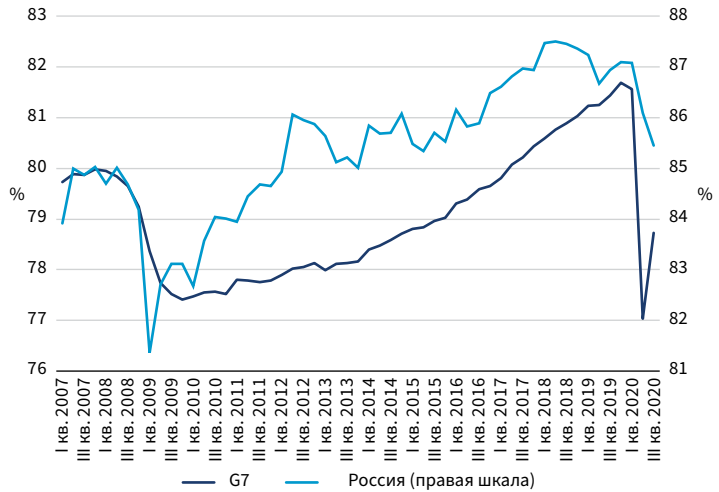


Рисунок 1
Основные характеристики глобальной монетарной политики
Источник: BIS, Moody's Economy.com



Перечисленные различия предопределяют дифференциацию в подходах к нормализации денежно-кредитной политики. ФРС и ЕЦБ обещают не повышать ставки в ближайшие годы, но рынки уже закладывают более быструю нормализацию ставок. Если центральные банки поспешат вслед за рыночной кривой, они рискуют прервать восстановление экономики, если слишком отстанут — могут утратить контроль над инфляцией и для ее подавления будут вынуждены действовать так же жестко, как Пол Волкер в 1980-х годах. Поиски сложного баланса между этими рисками будут продолжаться весь нынешний год, и с учетом специфики конкретной экономики каждый центральный банк будет принимать самостоятельные решения, в меньшей степени опираясь на видение коллег, чем это было в 2020 году.

О достаточно быстром возвращении к нейтральному уровню ключевой ставки сегодня, в частности, размышляет Банк России. С учетом динамики цен в I квартале 2021 года инфляция в России, вероятно, останется выше целевого уровня и в декабре достигнет 4.5%. Возможное отклонение от цели 2 года подряд — достаточный повод для беспокойства регулятора, однако при принятии решений о ставке, скорее всего, будет учитываться более широкий спектр факторов. Умеренные темпы ужесточения монетарной политики позволят российской экономике расти быстрее потенциального уровня (прогноз ИК «Регион» — рост ВВП на 3.2%), будут способствовать стабилизации валютного курса и возвращению инфляции к цели в 2022 году.



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

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



Сделки секьюритизации в коронакризис: проверка на прочность

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

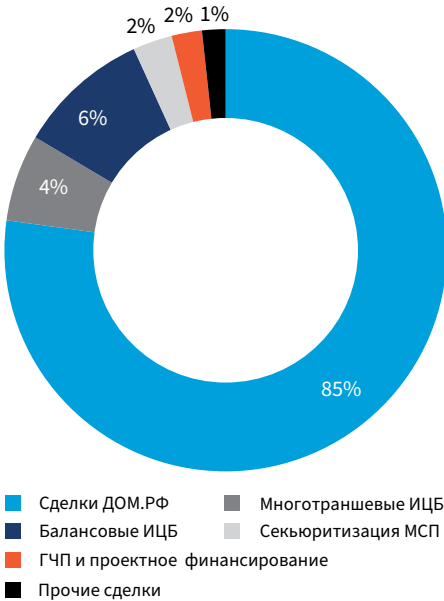
ПОКАЗАТЬ ТО, ЧТО СКРЫТО

В 2020 году мир столкнулся с уникальным по своей природе кризисом, который затронул все сферы деятельности,

в том числе и рынок инструментов обеспеченного долгового финансирования. Коронакризис оказал влияние как на уже существующие выпуски, так и на структурирование новых сделок.

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

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



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

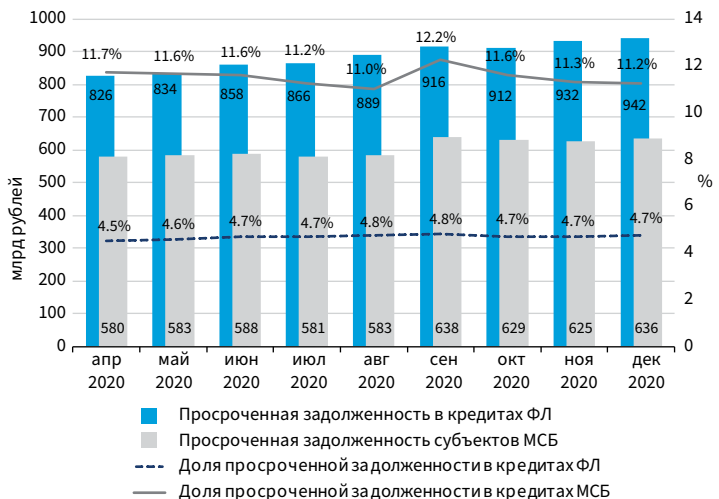
Коронакризис стал вызовом для кредитного качества портфелей. В условиях полного или частичного прекращения работы компаний в результате карантинных

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

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

Рисунок 2
Коронакризис вызвал ухудшение качества кредитных портфелей

Источник: «Эксперт РА», по данным Банка России



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

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

Объем реструктуризаций на балансах ипотечных агентов (ИА) и СФО сложно рассчитать на основе публичных данных. В зависимости от условий документации сделки реструктуризации либо проводились напрямую на балансе эмитента, либо выкупались обратно на баланс originатора. При этом по сделкам секьюритизации до 2015 года не было практики раскрытия максимально допустимого процента кредитов, которые могут быть реструктурированы на балансе эмитента. Лимит прописывался в непубличной документации по сделке, как правило в договоре с сервисным агентом. Публичные формы, которые раскрываются в рамках

сделок секьюритизации, — отчет расчетного агента (для всех сделок) и реестр ипотечного покрытия (только для ИЦБ) — не отражают наличие реструктурированных кредитов на балансе или их обратные выкупы. По мнению агентства, эти формы требуют доработки для достижения большей прозрачности. Для оценки масштаба проведенных реструктуризаций на балансах специализированных обществ агентство анализировало косвенные признаки, такие как: изменение параметров ипотечного покрытия (например, увеличение сроков погашения кредита или обнуление ставки по кредиту), а также увеличение объемов выкупленных недефолтных кредитов и снижение поступлений по процентам или основному долгу в отчетах расчетного агента.

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

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

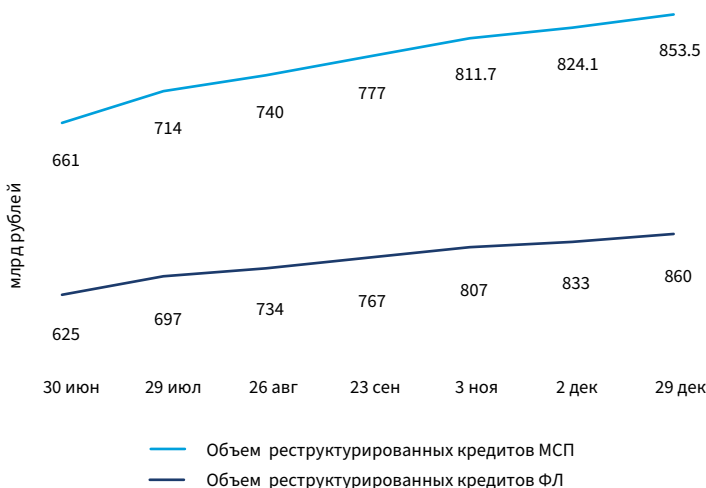


Рисунок 3
Существенная часть проблемной задолженности была реструктурирована
Источник: «Эксперт РА», по данным Банка России

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

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

Наиболее важная статистика для рынка — это динамика выходов заемщиков из «ковидных» реструктуризаций. По ожиданию банков, до 25% реструктурированных ранее кредитов МСП может уйти в де-

фолт. По ипотечным кредитам заемщики лучше возвращаются с «каникул», доля просрочки первого платежа — 5–8%. Появление полной статистики даст возможность более корректно оценивать кредитное качество портфелей и более гибко подходить к возможностям проведения реструктуризаций на балансе эмитентов в течение сделки.

ГОТОВИМСЯ К ПРОШЕДШЕЙ ВОЙНЕ

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

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

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

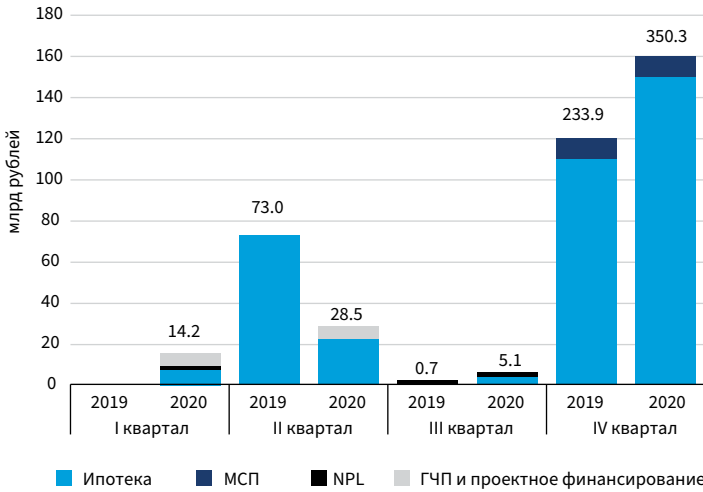


Рисунок 4
Объем облигаций, выпущенных в рамках сделок секьюритизации, установил новый рекорд, превысив объемы 2019 года

Источник: «Эксперт РА», по данным Cbonds

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

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

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

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

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

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

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

ПРОДАТЬ ЭФФЕКТИВНЫЙ КОЛЛЕКШЕН

После окончания льготного периода по формированию резервов по проблемной задолженности ожидается рост давления на капитал в банковской системе.

По оценкам агентства, объем недозданных резервов по проблемным кредитам банковского сектора составляет порядка 1.7 трлн рублей. Мы ожидаем, что необходимость в досоздании резервов по указанным ссудам будет оказывать давление на прибыльность сектора на протяжении следующих 2 лет. Адекватное резервирование таких ссуд может абсорбировать до половины прибыли, которую банки получают в 2021–2022 годах. Несмотря на то что, по ожиданиям агентства, это не создаст системного риска, отдельные участники рынка будут испытывать потребность в разгрузке капитала более остро.

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

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

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

Секьюритизация может быть интересным инструментом фондирования для коллекторов, для которых рыночная стоимость прямого фондирования высока в силу специфики отрасли. На рынке публичный долг имеет одно коллекторской агентство — «Первое коллекторское бюро». По состоянию на конец 2020 года в обращении эмитента было два выпуска облигаций на общую сумму 3 млрд рублей (3-летние с купоном 13% и 5-летние с купоном 15%). Коллекторы, как правило, ограничены в привлечении банковских кредитов в силу отсутствия в банках экспертизы по корректной оценке их бизнеса и практики установления лимитов. Выпуск обеспеченных облигаций компанией с историей эффективного

коллекшена может привлечь интерес более широкого круга инвесторов и при наличии механизмов кредитного усиления в сделке (резервный сервис, надежный банк залогового счета, младший кредит и резерв) позволит снизить стоимость финансирования, сохранив при этом на общем фоне низких доходностей привлекательную ставку для инвестора.

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

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

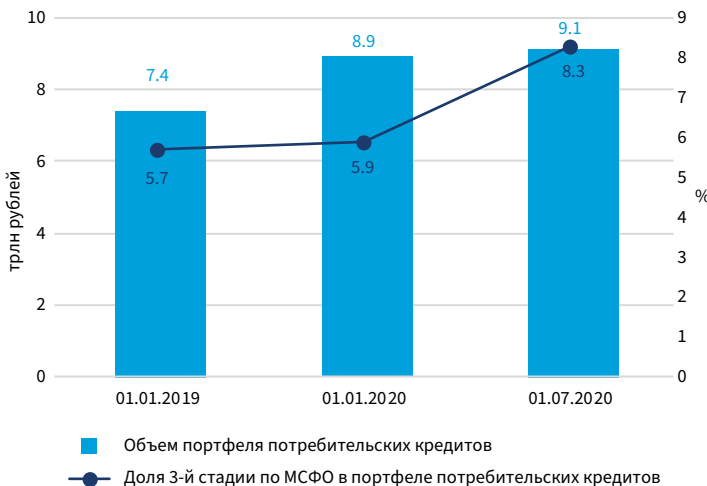


Рисунок 5

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

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

Таблица 1. Сделки секьюритизации проблемной задолженности физических лиц

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

Источник: «Эксперт РА», по данным Cbonds

бумаг секьюритизации третьего эшелона может создавать условия для мисселлинга. С конца 2020 года проблема мисселлинга сложных финансовых продуктов — в фокусе особого внимания регулятора. Самостоятельный анализ сделки инвестором ограничен отсутствием доступа к полной информации по сделке и сложностью оценки. Комплексным, но простым для пользователя индикатором кредитного риска в таких условиях мог бы быть кредитный

рейтинг выпуска. По нашим оценкам, для роста рынка секьюритизации NPRL в ближайшие годы созданы благоприятные условия: повышенный интерес originаторов к разгрузке капитала, цифровизация данных по заемщикам, «обеление» рынка коллекторских услуг, рост внутреннего розничного инвестора, заинтересованного в повышенной доходности, появление методологий оценки подобных сделок у рейтинговых агентств.

«Коронакризис усилил интерес к секьюритизации»

Круглый стол организаторов сделок

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

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



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

— В непростом 2020 году был достигнут исторический максимум по объемам размещений в рамках сделок секьюритизации. Основной объем, более 370 млрд рублей, пришелся на ипотечные бумаги ДОМ.РФ. В целях стимулирования этого сегмента в 2020 году продолжил расширяться перечень льготных регулятивных мер: включение в Ломбардный список, в состав высоколиквидных активов системно значимых кредитных организаций, расширение лимитов ВЭБ.РФ. Также стоит отметить меры в части повышения удобства анализа инвесторами ипотечных бумаг через механизм ценовой конвенции,

разработанной Московской биржей совместно с ДОМ.РФ, и расширение доступной статистики по ипотечным покрытиям на открытых ресурсах ДОМ.РФ. Эти же факторы при неизменном регулировании будут определять развитие рынка ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) с доминированием выпусков ДОМ.РФ и в 2021 году.

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

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

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

Олег КОРНИЛОВ, исполнительный директор по рынкам долгового капитала, Райффайзенбанк

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

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

— В непростое для мировой экономики время рынок российской секьюритиза-

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

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

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

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

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

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— На наш взгляд, коронакризис усилил интерес к секьюритизации. Для некоторых участников более остро встал вопрос разгрузки капитала и удешевления и удлинения фондирования. Кризис сопровождался снижением ставок. Это повысило значимость задач управления процентным риском, которые могут решаться через се-

кьюритизацию. Вслед за бумом ВДО на облигационном рынке plain vanilla похожий сегмент начинает формироваться и в сегменте секьюритизации. О секьюритизации стали задумываться originаторы, которые обладают ограниченными возможностями по привлечению банковского фондирования, например МФО или коллекторы. Такие интересные, как правило, не имеют

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

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



Роман СМЕРНОВ

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

Олег КОРНИЛОВ

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

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

Сергей КАДУК

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

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

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— Рынок был бы более сбалансированным при наличии одинаковых условий регулирования ИЦБ по разным моделям. Возможность выбора между двумя моделями привлекала бы к секьюритизации большее количество originаторов и инвесторов. Конкуренция, как и на любом рынке, стала

бы стимулом его развития. Если же говорить о перспективах многотраншевой секьюритизации в неизменных условиях регулирования, то даже на таком фоне есть и инвесторы, которым такие облигации интересны в силу премии, и originаторы, которые имеют портфели, не полностью подходящие под стандарты «фабрики»,

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

Сергей КАДУК

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

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

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

Сергей КАДУК

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

Роман СМIRНОВ

— Благодаря политике низких ставок и развитию брокерских приложений физические лица стали более активно участвовать в первичных размещениях выпусков облигаций в противовес классическим банковским депозитам, стремясь получить большую доходность. Из-за низкой осведомленности о возможностях секьюритизации частные инвесторы в основном предпочитают доходные и понятные plain-vanilla-облигации. Занимая лидирующие позиции по привлечению частных инвесторов, BCS Global Markets отчетливо просматривает подобную тенденцию на одной из сделок секьюритизации. Наш опыт в качестве организатора выпусков секьюритизации и корпоративных облигаций в рамках одной группы компаний показы-

Олег КОРНИЛОВ

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

Роман СМIRНОВ

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

вает сдержанность розничных инвесторов с точки зрения участия в сделках секьюритизации. Текущая разница в спредах plain vanilla и сложноструктурированных бондов оказывает незначительное влияние на спрос со стороны физических лиц.

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

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

Неквалифицированным инвесторам законодательно не ограничен доступ к облигациям, выпускаемым в рамках сделок секьюритизации, в отличие, например, от структурных облигаций. При этом на российском рынке секьюритизации постепенно появляется третий эшелон: например, уже совершен ряд небольших сделок секьюритизации проблемной задолженности розничных кредитов без кредитного рейтинга. Инструментом секьюритизации как альтернативным источником финансирования бизнеса все больше интересуются originаторы, ограниченные в привлечении банковского фондирования: МФО, коллекторы, небольшие лизинговые и факторинговые компании. Такой сегмент секьюритизации может быть более привлекателен для розницы в силу более высокой доходности, однако может содержать дополнительные риски, неочевидные для инвестора. Тема продаж сложных продуктов розничным инве-

сторам стала предметом особого внимания регулятора. Сделки секьюритизации в этом контексте не исключение. Как и в отношении остальных сложных продуктов, фильтром принимаемого риска и средством повышения прозрачности инвестиции мог бы быть кредитный рейтинг определенного уровня.



Олег КОРНИЛОВ

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

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

Олег КОРНИЛОВ

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

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— Прошедшие сделки неипотечной секьюритизации создали базу для масштабирования полученного опыта и являются бенчмарками для будущих выпусков иных originаторов в этом сегменте. Список активов, по которым есть предметный интерес к сделкам секьюритизации, будет только расширяться: уже на повестке обеспеченные

и необеспеченные потребительские кредиты, NPL, лизинг, факторинг, поступления по ГЧП, различного рода дебиторская задолженность. Тренд будет поддерживаться интересом розничных инвесторов к повышенной доходности, а также усилением потребности некоторых originаторов в разгрузке капитала.

Сергей КАДУК

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

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

Роман СМИРНОВ

— Можно с уверенностью заявить, что в 2020 году на российском рынке появился сегмент неипотечной секьюритизации, однако он также подвержен ключевым проблемам, сопровождающим размещение выпусков ИЦБ. После закрытия сделки секьюритизации платежей по соглашению

ГЧП с нами связывались потенциальные эмитенты, желающие осуществить аналогичные сделки. В реалиях российской экономики обязательства по концессиям/ГЧП являются весьма надежными и понятными активами для инвесторов, а значит, секьюритизация таких активов может занять существенную нишу на локальном рынке.

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

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

Сергей КАДУК

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

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

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

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

до 4–5 лет. Для сравнения: корпоративные спреды сопоставимых по рейтингу эмитентов — 75–100 б. п.

Роман СМИРНОВ

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

Олег КОРНИЛОВ:

— На наш взгляд, текущие спреды (175–200 б. п. к ОФЗ) выглядят достаточно привлекательно для бумаги с рейтингами AAA и фактическим сроком обращения

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

— Текущая ликвидность на рынке, вероятно, сохранится, учитывая общую тенденцию к росту количества первичных размещений. Для поддержания уровня имеющейся ликвидности необходимо сконцентрировать внимание на доверии инвесторов к ИЦБ, заслужить

и сохранить которое можно стабильностью и полнотой выполнения всех обязательств эмитента перед инвесторами, регулярным раскрытием информации, а также постоянным взаимодействием с рынком (в том числе усилиями IR-команды эмитента). BCS Global Markets обеспечивает взаимодействие своих

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

компании и т. п.). Таким образом, только совместная работа эмитента и организаторов по вопросам, затронутым выше, обеспечит бумагам справедливую ликвидность и привлекательность.



Сергей КАДУК

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

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

Сергей КАДУК

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

Например, после моей сделки с просроченной задолженностью Совкомбанка ко мне обратились несколько ори-

гинаторов, заинтересованных в чем-то подобном.

Олег КОРНИЛОВ

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

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

Сергей КАДУК

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

Роман СМIRНОВ

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

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

Александра ВЕРОЛАЙНЕН

— В 2020 году для ИЦБ был предусмотрен отдельный лимит в портфелях НПФ, и в регулировании были допущены инвестиции в ИЦБ с кредитными рейтингами AAA.sf. Исключение из рисков лимитов и легализация рейтинговой шкалы структурированного финансирования (имеющей постфикс «.sf») были долгожданными событиями на рынке. Однако сегмент неипотечной секьюритизации все так же остался отрезанным от средств институциональных инвесторов, в отношении него не прописано применение рейтингов по шкале структурированного финансирования. Более того, сегмент станет более ограниченным с введением более жесткого регулирования в отношении пенсионных резервов, нормативные требования к которым ранее были су-

щественно более лояльными по сравнению с пенсионными накоплениями. Накопление статистики успешных рейтингованных сделок на рынке и повышение значимости опережающей доходности для институциональных инвесторов на фоне общих низких ставок должны стать условиями появления и выпусков неипотечной секьюритизации в списке разрешенных инструментов.

Олег КОРНИЛОВ

— На наш взгляд, для развития рынка секьюритизации нужно:

- расширить возможности для квалифицированных/неквалифицированных инвесторов по инвестированию в такого рода инструменты;
- упростить процедуру ППС. В текущем виде оригинаторы/инвесторы ее не используют.

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



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

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



Обзор рынка секьюритизации России и Швейцарии

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

На развитие российского рынка сильно влияет опыт развитых западных рынков. Помимо этого, значительная часть законо-

дательства сконструирована на основе зарубежных практик. В настоящей статье будет рассмотрен новый сформировавшийся запрос российского рынка и возможности его реализации в текущих условиях с использованием иностранного опыта на примере швейцарского рынка.

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

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

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

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

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

приоритетными для инвесторов из-за низкой доходности. К примеру, в России инфляция за 2020 год в размере 4.91% нивелирует большую часть доходности по средней ипотечной бумаге.

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

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

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


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

Кроме того, на швейцарском рынке выделяются сделки секьюритизации с потребительскими кредитами и выбранными лимитами по кредитным картам. В развитых странах очень популярны кредитные карты. Население привыкло жить в кредит, но при этом сформировалось ответственное отношение к своим финансовым обязательствам перед кредитными организациями. Соответственно, доля невозвратов

и банкротств физических лиц в Швейцарии намного ниже, чем в России. Для швейцарских банков это дает возможность формировать большие пулы кредитов и секьюритизировать эти денежные потоки. При этом экономическая обстановка обеспечивает уверенность и позволяет получить хороший кредитный рейтинг для такого пула кредитов. В России с каждым годом доля дистрибуции кредитных карт растет и население все активнее ими пользуется. К сожалению, состояние российской экономики и низкая ответственность граждан несет большие риски по потребительским кредитам, и многие банки пытаются найти баланс между выдачей и отказами. Но на рынке уже сформировался определенный интерес к такому типу сделок секьюритизации. Они являются самыми распространенными на европейских рынках: работать с таким активом намного проще, чем с ипотекой и автокредитами, так как отсутствует необходимость оформления залогов и прохождения государственной регистрации. Со временем российский рынок тоже придет к секьюритизации потребительских кредитов, что будет очень широко использоваться всеми участниками.

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

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



ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2021

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



Прогноз по рынку структурированных финансов на 2021 год: семь основных тенденций

В начале 2021 года влияние пандемии COVID-19 на рост макроэкономических показателей мировой экономики и обусловленное им воздействие на стоимость активов, настроения участников рынка, процентные ставки и потребительское кредитование, не говоря о многом другом, останутся ключевыми факторами, определяющими объем эмиссии и показатели инструментов структурированного финансирования в течение года. Как и в соответствии с нашим прогнозом относительно текущего восстановления мировой экономики, эти показатели могут быть довольно неравномерными и зависеть от конкретного класса активов структурированного финансирования или от конкретного региона. Принимая во внимание этот фактор, в нашем прогнозе по мировому

рынку структурированных финансов на 2021 год мы прежде всего отмечаем семь тенденций, за которыми следует вести наблюдение в будущем году.

1. ВОЗМОЖНОСТЬ Понижения Рейтингов по-прежнему Существует, но Масштабная Вторая Волна Негативных Рейтинговых Действий Маловероятна

В период с 1 января по 11 декабря 2020 года как минимум одно негативное рейтинговое действие было предпринято в отношении 2551 транша инструментов структурированного финансирования, имеющих рейтинги S&P Global Ratings, в результате влияния пандемии и (или) снижения цен на нефть и газ (см. Рисунок 1). В это число входят несколько классов активов, рейтинги которых были поме-

Таблица 1
Объем новых выпусков инструментов структурированного финансирования на мировом рынке*

Источник: S&P Global Ratings

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021П
США (\$ млрд)	436	373	510	540	582	452	520
Канада (млрд канадских долл.)	15	18	20	25	19	11	21
Европе (млрд евро)	78	81	82	107	102	68	75
Азиатско-Тихоокеанский регион (\$ млрд)							
Китай	97	116	220	292	334	432	500
Япония	38	53	48	56	61	60	60
Австралия	24	16	36	23	31	22	22
Итого в Азиатско-Тихоокеанском регионе	159	185	304	371	420	514	582
Латинская Америка (\$ млрд)	11	12	17	9	13	13	15
Приблизительный объем новой эмиссии на мировом рынке, \$ млрд	700	670	930	1050	1150	1070	1225

* Мы оставляем за собой право периодически пересматривать данные показатели задним числом при поступлении новой информации. Из общих показателей исключены облигации с покрытием и коммерческие бумаги, обеспеченные активами (ABCP). П — прогноз.

ность единичных рейтинговых действий, мы не прогнозируем дальнейшего понижения рейтингов в США при отсутствии еще одной волны понижений рейтингов компаний неинвестиционной категории (BB+ или ниже), чьи долговые обязательства служат обеспечением.

2. ОБЪЕМ ЭМИССИИ БУДЕТ ВОССТАНАВЛИВАТЬСЯ, ПРИ ЭТОМ ЛИДИРУЮЩИЕ ПОЗИЦИИ БУДУТ ЗАНИМАТЬ США И КИТАЙ

Принимая во внимание все обстоятельства, объем эмиссии оставался устойчивым в 2020 году. В разгар первой волны пандемии мы прогнозировали снижение совокупного объема эмиссии по итогам 2020 года примерно на 25%. Фактическое снижение составило около 7%, главным образом вследствие небольшого увеличения (в годовом выражении) эмиссии в Китае, устойчивых показателей в Японии и значительного объема выпусков ABS и CLO в США. По нашим прогнозам, в 2021 году объем эмиссии увеличится примерно на 14% по сравнению с 2020 годом и составит в эквиваленте немногим более \$1.2 трлн, при этом показатели останутся стабильными или увеличатся в каждом крупном регионе. Мы ожидаем, что в Китае (где в отношении влияния пандемии в некотором смысле действовал принцип first-in first-out) продолжится рост и увеличение объема эмиссии составит около 15%.

В США и Европе увеличение будет умеренным и составит 15% и 10% соответственно.

3. УХУДШЕНИЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ В СЕГМЕНТЕ КОММЕРЧЕСКОЙ НЕДВИЖИМОСТИ ОСТАЕТСЯ ОДНИМ ИЗ ОСНОВНЫХ ОБЪЕКТОВ ВНИМАНИЯ

Сектор коммерческой недвижимости по-прежнему остается в центре внимания СМИ и наверняка останется одним из основных направлений, вызывающих интерес в 2021 году. Это обусловлено главным образом стрессовой ситуацией в некоторых сегментах кредитования (в частности, в отдельных направлениях торговой недвижимости и аренды недвижимости) и возможностью распространения этой стрессовой ситуации в другие сегменты рынка. Ведется активная дискуссия о будущих показателях в сегменте офисной недвижимости, особенно в густонаселенных городах, представляющих собой транспортные узлы, а также о возможных показателях некоторых рынков многоквартирных домов в случае оттока населения из этих городов в течение длительного времени. Эти факторы уже оказали влияние на рейтинги ипотечных ценных бумаг, обеспеченных коммерческой недвижимостью (commercial mortgage-backed securities — CMBS), в 2020 году, и эта тенденция может сохраниться в 2021-м; при этом показатели дефолтов по CMBS в США остаются высокими, хотя и снизились с максимального уровня.

4. ОТКАЗ ОТ ПРИМЕНЕНИЯ СТРОГИХ МЕР И ПЛАТЕЖНЫЕ КАНИКУЛЫ ЗАКАНЧИВАЮТСЯ

Отказ от применения строгих мер и платежные каникулы в период пандемии до настоящего времени оказывали позитивное влияние на показатели потребительских ABS, CMBS и в некоторой степени — ипотечных ценных бумаг, обеспеченных жилой недвижимостью (residential mortgage-backed securities — RMBS). Вероятнее всего, эти механизмы будут постепенно отменяться в течение 2021 года, и мы будем тщательно отслеживать результаты их применения. Объем прямого стимулирования, пособий по безработице и других мер, вероятнее всего, будет и в дальнейшем оказывать значительное влияние на некоторые потребительские сектора.

5. НЕРАВНОМЕРНЫЕ ТЕМПЫ ВОССТАНОВЛЕНИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

В связи с новым увеличением числа случаев заболевания COVID-19 и разными уровнями мер по ограничению распространения эпидемии в США и Европе наши экономисты прогнозируют более низкие показатели в начале 2021 года, а темпы роста ВВП мировой экономики, как мы в настоящее время ожидаем, составят 5% (ранее мы прогнозировали показатель на уровне 5.3%). Мы прогнозируем рост на 4% и 3.6% соответственно в 2022 и 2023 годах. Мы ожидаем, что показатели безработицы восстановятся до уровня 2019 года не ранее чем в 2023 году или позже во многих регионах, за исключением Китая. Благодаря новостям об успешной разработке нескольких вакцин появилась надежда, но в нашем сценарии все еще остается риск ухудшения прогноза.

6. ПРОЦЕСС ОТКАЗА ОТ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СТАВКИ LIBOR ПРОДОЛЖИТСЯ

Эмиссия инструментов структурированного финансирования с плавающими ставками, привязанными к ставке LIBOR, продолжалась в 2020 году. Тем не менее большинство эмитентов включили в документацию по сделкам четкий порядок замещения LIBOR на альтернативные процентные ставки при определении купона,

чтобы минимизировать риски, связанные с неупорядоченным переходом. Самой серьезной проблемой в будущем станут сделки, заключенные в прошлые годы. 30 ноября 2020 года администратор индикатора, или администратор бенчмарка (ICE Benchmark Administrator), опубликовал результаты консультаций, проведенных при согласованной поддержке со стороны федеральных органов США по регулированию банковского сектора, согласно которым срок поэтапного отказа от LIBOR для большинства инструментов, номинированных в долларах США и привязанных к ставке LIBOR, продлен на 18 месяцев, до июня 2023 года. На момент подготовки настоящей статьи срок для привязанных к ставке LIBOR инструментов, номинированных в четырех валютах (за исключением доллара США), который заканчивается в декабре 2021 года, остался без изменений. Кроме того, органы регулирования банковского сектора США настоятельно рекомендовали банкам прекратить использование ставки LIBOR в долларах США в новых контрактах до декабря 2021 года. В связи с этим сделки и изменения на рынках секьюритизации будут сначала происходить за пределами рынка США.

7. РОЛЬ ЭКОЛОГИЧЕСКИХ, СОЦИАЛЬНЫХ И УПРАВЛЕНЧЕСКИХ ФАКТОРОВ (ESG) В СТРУКТУРИРОВАННОМ ФИНАНСИРОВАНИИ БУДЕТ ПОВЫШАТЬСЯ

Компонент G (government, управленческие факторы) в оценке ESG давно учитывается в сделках структурированного финансирования. Влияние компонентов E (ecological, экологические факторы) и S (social, социальные факторы) возрастает, они все чаще становятся темой обсуждения для участников рынка. К числу примеров относятся CLO, в которых учитываются факторы ESG при выборе активов, CMBS, и «зеленые» здания. Хотя этот факт уже имеет значение в течение некоторого времени, о чем свидетельствуют сертификация «Лидерство в энергоэффективности и экологическом проектировании» (Leadership in Energy and Environmental Design), сделки в сегменте «чистой» энергетики и др. Мы также опубликовали «зе-

ленные» оценки сделок в рамках программ оценки недвижимости с точки зрения использования чистой энергии (property assessed clean energy — PACE). Кроме того, факторы ESG обусловили многочисленные рейтинговые действия в 2020 году. В настоящее время дальнейшие шаги и конечное влияние факторов ESG на рынок структурированного финансирования остаются не очень ясными, хотя роль факторов ESG, безусловно, возрастает.

США: ABS, ОБЕСПЕЧЕННЫЕ АВТОКРЕДИТАМИ

Несмотря на снижение объема продаж легковых автомобилей в США, по оценкам, на 15% (до 14.4 млн единиц) в 2020 году, объем эмиссии ABS, обеспеченных автокредитами, снизился всего на 9% — до \$75.3 млрд. Объемы эмиссии компаний GM и Financial Ford Credit фактически увеличились по сравнению с прошлым годом благодаря росту объемов их оригинации в течение первых 9 месяцев 2020 года в сравнении с тем же периодом 2019-го. Увеличение объемов их оригинации было отчасти обусловлено привлекательными программами кредитования, в частности финансированием по нулевой ставке кредитов сроком 84 месяца, которые были введены для увеличения продаж. Вместе с тем объемы эмиссии в банковском секторе и сегменте субстандартных кредитов снизились. В 2020 году в число шести крупнейших компаний, выдававших автокредиты, входили GM Financial/AmeriCredit (\$8.3 млрд), Toyota Motor Credit (\$7.9 млрд), Ford Credit (\$7.4 млрд), Santander Consumer USA (\$7 млрд), American Honda Finance Co. (\$5 млрд) и CarMax Business Services (\$5.6 млрд).

Принимая во внимание наш текущий прогноз относительно увеличения продаж автомобилей на 14%, до 16.4 млн единиц в 2021 году, мы полагаем, что объем эмиссии ABS, обеспеченных автокредитами, может достичь показателя 2019 года (приблизительно \$83 млрд). Вместе с тем в текущей беспрецедентной ситуации прогнозировать показатели затруднительно, и они будут очень сильно зависеть от следующих факторов:

- развитие пандемии и меры, принимаемые для того, чтобы остановить распространение коронавирусной инфекции, в том числе ограничения на некоторые виды бизнеса, связанные с работой с людьми;
- уровень безработицы;
- эффективность нового раунда стимулирования в форме предоставления чеков (на сумму \$600 для некоторых физических лиц) и продолжение программы выплаты повышенных пособий по безработице в размере \$300 в неделю;
- объем возможной дальнейшей помощи заемщикам со стороны кредиторов, в частности продление срока погашения кредитов и изменение условий кредитов;
- стандарты и политика кредиторов в отношении андеррайтинга, которые остаются под давлением в связи с очень высокой конкуренцией. Сроки погашения кредитов продолжают увеличиваться, при этом растет доля кредитов со сроком погашения 84 месяца в пулах стандартных кредитов;
- показатели стоимости подержанных автомобилей и показатели возврата средств в случае дефолта, которые могут продолжать снижаться с рекордно высоких уровней, отмечавшихся в августе 2020 года.

Рисунок 2. Восстановление проблемной задолженности в сегменте субстандартных кредитов США

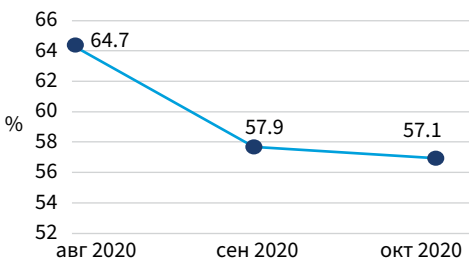
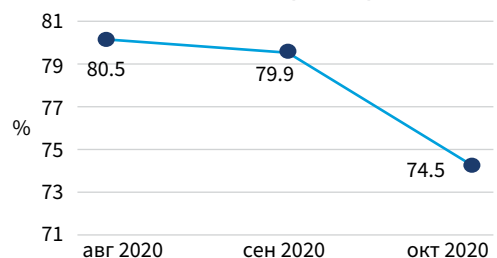


Рисунок 3. Восстановление проблемной задолженности в сегменте стандартных кредитов США



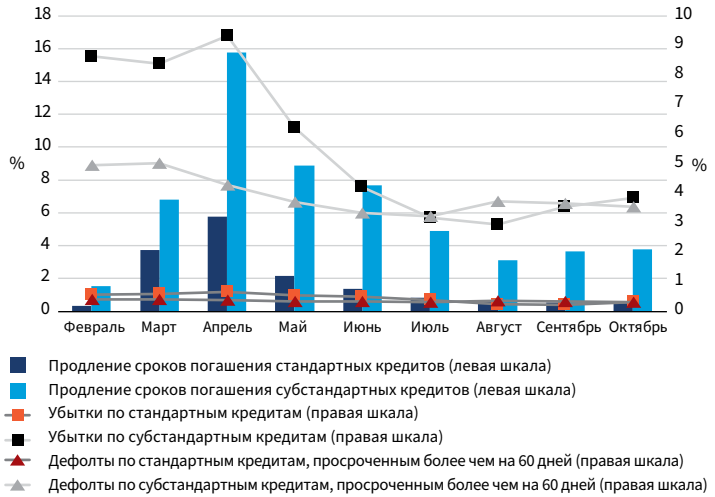


Рисунок 4
Стандартные и субстандартные автокредиты: продление сроков погашения, убытки и дефолты

После начала пандемии кредиторы выдали рекордно высокое число разрешений на продление сроков погашения кредитов; в некоторых случаях такие разрешения позволили заемщикам пропустить от двух до четырех платежей, которые были добавлены к платежам в конце срока погашения кредита. Эти меры поддержки, наряду с выдачей федеральных стимулирующих чеков и выплатой повышенных пособий по безработице, обусловили снижение числа дефолтов и потерь до рекордно низких уровней. И несмотря на общее снижение числа кредитов с продленными сроками погашения после достижения пикового уровня в апреле 2020 года, их число в пулах субстандартных кредитов начало опять увеличиваться в сентябре.

Несмотря на многочисленные факторы неопределенности, мы в настоящее время полагаем, что показатели кредитования начнут нормализоваться в текущем году, а число дефолтов и потерь будет увеличиваться умеренно. Это мнение определяется нашим экономическим прогнозом, согласно которому уровень безработицы останется высоким и вернется к значениям, отмечавшимся до пандемии, не ранее 2023 года, показатели восстановления проблемной задолженности снизятся с рекордно высоких уровней, отмечавшихся в августе — сентябре 2020 года, а программы помощи заемщи-

кам (включая разрешения на продление срока погашения кредитов) станут менее доступными.

Учитывая этот прогноз, мы все же ожидаем, что рейтинги инвестиционной категории, присвоенные ABS, обеспеченным автокредитами, останутся стабильными. Вместе с тем классы активов, имеющие рейтинги неинвестиционной категории (присвоенные субстандартным кредитам), более чувствительны к риску понижения, принимая во внимание более низкие уровни кредитной поддержки таких кредитов и их более длительные сроки погашения. Классы активов с самыми низкими рейтингами также являются чувствительными к риску потерь по кредитам, по которым были выданы разрешения на отсрочку платежей; вероятность дефолта по таким кредитам выше, чем по кредитам, сроки погашения которых не были продлены.

США: RMBS

Прогноз на 2021 год в отношении американских RMBS определяется тремя основными факторами: плавным снижением темпов роста цен на жилую недвижимость, влиянием связанных с COVID-19 планов отказать от применения принудительных судебных мер на урегулирование кредитов и умеренно высоким уровнем origination ипотечных кредитов в США благодаря низким ставкам по ипотечным кредитам.

Несмотря на пессимизм, отмечавшийся в конце весны и начале лета, когда началась пандемия, темпы повышения цен на жилую недвижимость были значительными в течение всего второго полугодия 2020 года вследствие спроса на жилье, которое соответствовало как финансовой целесообразности, так и образу жизни покупателей.

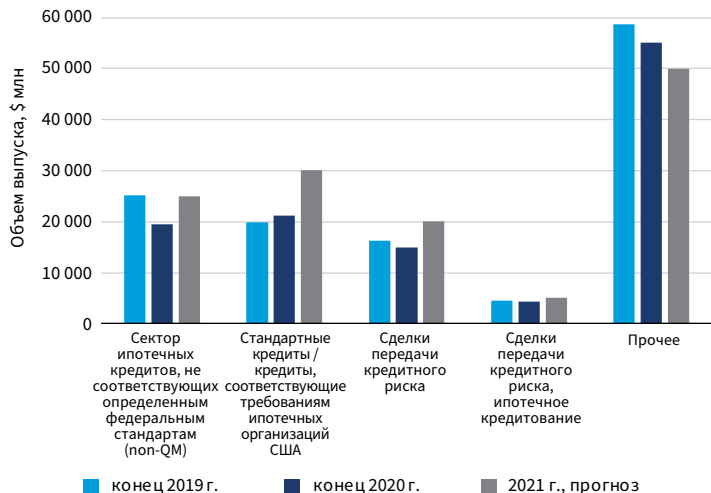
В октябре 2020 года индекс Кейса — Шиллера повысился на 8.4% по сравнению с предыдущим годом, но наши экономисты прогнозируют его рост на 3% в 2021 году, то есть его значение останется положительным, но будет ниже уровня прошлого года. Первое полугодие 2021 года станет поворотным пунктом в ипотечном кредитовании в том смысле, что некоторые заемщики, для которых закончился период отказа от применения принудительных судебных мер (12 месяцев) в течение 2020 года, выйдут из этих программ, урегулировав свои кредиты тем или иным образом (например, в форме восстановления в прежнем правовом имущественном положении или в виде отсрочки). Часть этих заемщиков в конечном счете допустят дефолт. Позитивным фактором является то, что ограниченное предложение жилой недвижимости и в целом сильные показатели собственного капитала могут ослабить негативное влияние, которое эти убытки оказывают

на заемщиков и сделки секьюритизации. 2020 год был успешным годом для оригинации жилищных ипотечных кредитов в США (их объем составил примерно \$4 трлн), но показатели 2021 года могут быть ненамного ниже, поскольку ставки по ипотечным кредитам останутся на исторически низком уровне. Низкие ставки будут также способствовать доступности жилья.

В 2020 году объем выпуска RMBS эмитентами, которые не являются агентствами, получающими государственную поддержку, снизился на 10% по сравнению с предыдущим годом (составив около \$115 млрд по сравнению примерно с \$125 млрд в 2019-м) вследствие пандемии. Мы ожидаем, что указанные факторы обусловят эмиссию в размере примерно \$130 млрд в 2021 году (структура эмиссии по подсекторам приводится на диаграмме ниже).

Сектор ипотечных кредитов, не соответствующих определенным федеральным стандартам (non-qualified mortgage, non-QM), сильнее всего пострадал весной 2020 года, поскольку заключение сделок в основном остановилось. Это обусловило сокращение объема эмиссии в этом секторе по итогам 2020 года по сравнению с 2019-м. Вместе с тем мы ожидаем, что в 2021 году объем эмиссии в данном секторе составит приблизительно \$25 млрд —

Рисунок 5
Прогнозируемые показатели размещения американских RMBS (private-label, частные сделки) в 2021 году
Источник: S&P Global Ratings



как и в 2019 году. Это объясняет наши ожидания того, что объем сделок будет увеличиваться на сильном рынке кредитов на приобретение нового жилья и что рефинансирование кредитов агентствами будет постепенно снижаться. Мы также полагаем, что реализация опционов на досрочное погашение по старым выпускам, обеспеченным ипотечными кредитами, не соответствующими определенным федеральным стандартам (non-QM), может способствовать увеличению эмиссии в условиях низких процентных ставок.

Мы прогнозируем небольшой рост в сегменте сделок передачи кредитного риска (credit risk transfer, CRT), обусловленный значительными объемами оригинации ипотечных кредитов (хотя они будут ниже, чем в 2020 году), однако сдерживающее влияние на него будет оказывать сохраняющаяся неопределенность относительно влияния изменения правил, касающихся капитала организаций, финансируемых государством (government-sponsored entity, GSE), на объем сделок CRT. Механизм передачи рисков в форме ипотечного страхования является побочным продуктом CRT и организации ипотечных кредитов ипотечными агентствами и, как ожидается, также будет способствовать увеличению объема прогнозируемых сделок на несколько миллиардов долларов вследствие активизации в сегменте кредитов на приобретение недвижимости, выдаваемых продавцом покупателю, имеющих высокий коэффициент «кредит/стоимость» (loan-to-value ratio, LTV). Вместе с тем у нас нет определенности в отношении устойчивости темпов эмиссии.

Согласно прогнозам, самые высокие темпы роста эмиссии RMBS будут отмечаться в секторе стандартных кредитов / кредитов, соответствующих требованиям ипотечных организаций США, к которому мы относим и очень крупные стандартные ипотечные кредиты, и кредиты, соответствующие требованиям ипотечных агентств, используемые в сделках секьюритизации с ипотечными ценными бумагами эмитентов (private-label securitizations). Существует кумулятивный эффект, когда стандартные кредиты рефинансируются посредством частных сделок (private-label)

секьюритизации. Как правило, объем кредиторской задолженности эквивалентен сумме выпущенных ценных бумаг в сегменте секьюритизации private-label, но если стандартный кредит используется в качестве залогового обеспечения сделки CRT, то объем выпущенных ценных бумаг составляет лишь небольшую часть объема кредиторской задолженности. Кроме того, недавно объявленные изменения правила в отношении стандартных кредитов могут обусловить увеличение частных сделок секьюритизации. В любом случае низкие ставки по ипотечным кредитам способствуют большому объему кредитования, который может устойчиво сохраняться до конца 2021 года, а объем рефинансирования агентствами немного снизится.

Для категории «прочие» (включающей секьюритизацию ипотечных кредитов, по которым был допущен дефолт, но в дальнейшем возобновились платежи; проблемные кредиты; авансовые кредиты сервисов ипотечных кредитов заемщикам для покрытия пропущенных платежей; арендные платежи одной семье; обратные ипотечные кредиты) мы прогнозируем примерно такие же объемы эмиссии, как и в 2020 году. В одних из этих секторов может отмечаться снижение объемов выпусков, в других — рост вследствие связанных с COVID-19 дефолтов или отказа от применения принудительных судебных мер, в результате чего по кредитам может быть допущен дефолт, но в дальнейшем платежи возобновятся, или кредиты могут стать проблемными.

ЕВРОПА: СТРУКТУРИРОВАННЫЕ ФИНАНСЫ

После сильных показателей в начале 2020 года объем эмиссии инструментов секьюритизации, размещенных европейскими инвесторами, не увеличивался вследствие пандемии коронавирусной инфекции и в конце года снизился на 33%, составив 68 млрд евро — это самый низкий годовой показатель с 2013 года (см. Рисунок 6). Объем эмиссии может увеличиться с этой низкой базы до 75 млрд евро в 2021 году при условии успешного применения вакцин и связанного с ним ослабления ограничений и восстановления экономики. Объем эмиссии европей-

ских эталонных облигаций с покрытием также снизился на 34% (до 87 млрд евро) в 2020 году. Мы полагаем, что увеличение числа погашаемых в соответствии с графиком облигаций с покрытием может обусловить небольшое восстановление объема эмиссии, несмотря на сохранение доступа инвесторов к альтернативным источникам дешевого финансирования.

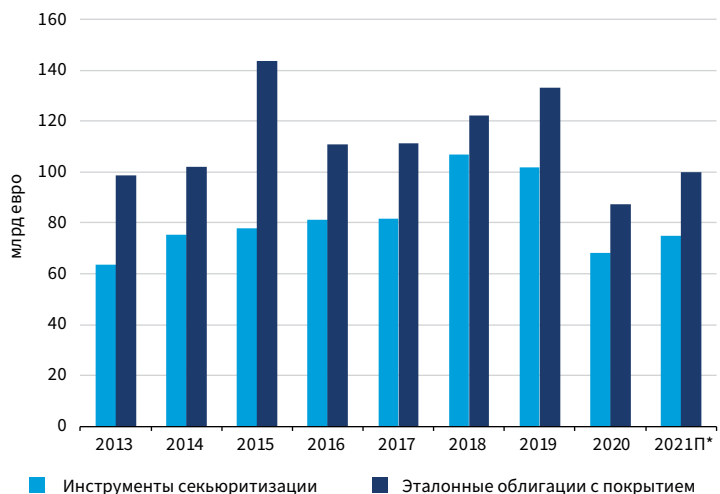
Мы полагаем, что позитивное влияние на объем эмиссии инструментов, размещаемых на открытом рынке, будет оказывать продолжающийся устойчивый рост кредитования реального сектора экономики. Вместе с тем экстренные меры денежно-кредитной политики, принятые в ответ на пандемию, включали возобновление предоставления ликвидности центральными банками, что может обусловить сокращение предложения как облигаций с покрытием, так и инструментов секьюритизации, предлагаемых банками, в течение 2021 года.

Несмотря на снижение объемов сделок секьюритизации в Европе (в разных странах и секторах) в 2020 году, уровень диверсификации новой эмиссии повысился, поскольку в нишевых секторах отмечалось менее значительное сокращение объемов выпуска в сравнении с совокупным снижением на 40% в трех основных направлениях: CLO, обеспеченные кредитами, выданными заемщиками с большим объемом долга, британские

RMBS и немецкие ABS, обеспеченные автокредитами. В частности, объемы выпуска RMBS за пределами Великобритании и Нидерландов снизились всего на 22%. Вместе с тем объем эмиссии ABS, обеспеченных автокредитами, за пределами Франции, Германии и Великобритании увеличился на 8%, а в Греции, Ирландии, Нидерландах и Португалии выпуск этих инструментов возобновился после перерыва в 2019 году. Несмотря на неблагоприятную ситуацию, объем эмиссии инструментов секьюритизации в Испании также увеличился второй год подряд, а объем выпусков, размещенных инвесторами, увеличился на 25% и составил более 4 млрд евро — это самый высокий уровень после финансового кризиса 2008 года.

Самый большой объем эмиссии в 2020 году отмечался в секторе CLO, несмотря на снижение на 40% после роста в течение 4 лет подряд. Мы полагаем, что объемы выпусков CLO могут восстановиться примерно до 25 млрд евро в 2021 году, принимая во внимание вероятное увеличение числа кредитов заемщикам, имеющим значительную задолженность, и улучшение ситуации в транзакционном секторе экономики. В этих показателях эмиссии не учитываются данные о рефинансировании CLO и о повторном выпуске CLO на новых условиях; на долю таких сделок приходился значительный объем допол-

Рисунок 6.
Объем эмиссии инструментов секьюритизации, размещенных европейскими инвесторами
Источник:
S&P Global Ratings
* П — прогноз.



нительной эмиссии в 2017–2019 годах, но очень небольшой — в 2020 году, поскольку происходило расширение спредов и у менеджеров CLO не было стимула для рефинансирования сделок или повторного заключения на новых условиях таких сделок, для которых закончились сроки, в течение которых невозможно досрочное погашение или рефинансирование CLO. Однако на 2021 год мы прогнозируем значительное увеличение числа сделок по рефинансированию CLO и повторному выпуску CLO на новых условиях, особенно в связи с тем, что многие винтажные CLO в 2020 году были структурированы таким образом, что имели короткие сроки, в течение которых невозможно досрочное погашение или рефинансирование CLO, с учетом ожидавшейся тенденции к снижению затрат на финансирование, которая впоследствии реализовалась.

Объем эмиссии эталонных облигаций с покрытием снизился на большинстве рынков, за исключением Франции, где он увеличился на 5%, до более чем 27 млрд евро. Объем эмиссии в Германии снизился до менее чем 20 млрд евро впервые с 2017 года, а на рынке Великобритании, где отмечался третий по величине объем выпуска таких инструментов в 2019 году, он снизился почти на 60% в 2020-м.

Объемы выпуска инструментов структурированного финансирования европейскими банками оставались под давлением в течение нескольких лет вследствие доступности более дешевых инструментов финансирования, предлагаемых Европейским центральным банком (ЕЦБ) и Банком Англии. Некоторые из этих программ постепенно сокращаются, однако меры денежно-кредитной политики, принятые в ответ на пандемию коронавирусной инфекции, обусловили возобновление масштабных программ центральных банков, в рамках которых кредитным организациям предоставляется доступное срочное финансирование, что может опять оказать сдерживающее влияние на объем предложения выпускаемых банками инструментов структурированного финансирования.

В период пандемии кредитование банками домохозяйств и нефинансовых

организаций в Великобритании и еврозоне оставалось устойчивым, а темпы его роста составляли несколько процентов в год. Этот фактор поддерживает эмиссию (нетто) инструментов финансирования на открытом рынке, которая может включать сделки секьюритизации и облигации с покрытием, хотя доля этих продуктов в общей структуре финансирования будет частично зависеть от наличия и стоимости альтернативных инструментов центральных банков.

В Великобритании приближение срока погашения некоторых заимствований оригинаторов в рамках программ финансирования государственного сектора дало основание прогнозировать рост в сегменте инструментов структурированного финансирования, выпускаемых банками, в течение 2020 года и в последующие годы. Однако в марте 2020 года Банк Англии возобновил «Схему срочного финансирования» (Term Funding Scheme), которая теперь называется «Схема срочного финансирования с дополнительными стимулами для малых и средних предприятий» (TFSME). Ее введение обусловило сокращение в 2020 году объема британских облигаций с покрытием и сделок секьюритизации, организованных банками, а финансовые организации привлекли почти 70 млрд фунтов стерлингов в рамках этой новой схемы в течение года. ЕЦБ смягчил условия своей аналогичной программы целевых операций долгосрочного рефинансирования (TLTRO), что имело сходные последствия в еврозоне. В начале декабря 2020 года срок действия программы ЕЦБ был еще раз продлен, чтобы обеспечить финансирование до конца 2024 года. Кроме того, ЕЦБ на 10% увеличил размеры возможных заимствований для банков в рамках этой программы и продлил срок применения наиболее благоприятной ставки заимствований.

Эмитенты, вероятно всего, будут использовать это финансирование со стороны центрального банка для замещения некоторых выпусков европейских облигаций с покрытием, однако они могут по-прежнему считать облигации с покрытием привлекательным способом финансирования на более длительные сроки. Кроме того, объем по-

гашаемых согласно графику облигаций с покрытием должен увеличиться почти на 10% в 2021 году, поэтому мы полагаем, что объемы их эмиссии (брутто) могут увеличиться на 10–15%, даже с учетом того, что значение показателя эмиссии (нетто) будет выражаться небольшой отрицательной величиной. Другим возможным позитивным фактором для сектора облигаций с покрытием является то, что положения законодательства ЕС, направленного на повышение согласованности рынков облигаций с покрытием в данном регионе, будут перенесены в национальное законодательство стран — членов ЕС до июля 2021 года, а новые меры вступят в силу к июлю 2022-го. Вместе с тем мы отмечаем повышение риска того, что в некоторых странах выполнение этого проекта может быть отложено в связи с изменениями в законодательстве, направленными на поддержку восстановления экономики после пандемии.

На европейском рынке секьюритизации внимание к долгосрочным регулирующим проектам в целом снизилось в 2020 году, но были достигнуты успехи в отношении регламента ЕС об установлении общих правовых рамок для секьюритизации (Securitization Regulation), поскольку вступили в силу основные технические стандарты, в том числе касающиеся требований к раскрытию информации. Вместе с тем некоторые элементы инфраструктуры рынка, которые требуются в соответствии с регламентом, все еще находятся на этапе развития, в частности банки данных о сделках. Кроме того, некоторые предложенные поправки к регламенту о секьюритизации и связанные с ними правила в отношении требований к банковскому капиталу были включены в быстро рассмотренный пакет законов в 2020 году и будут распространяться на сделки «простой, прозрачной и стандартизированной» (simple, transparent and standardized — STS) секьюритизации, имеющей синтетическую структуру. Это может способствовать более широкому распространению секьюритизации как инструмента управления балансом и стимулировать рост объема эмиссии в долгосрочной перспективе.

Мы также ожидаем, что на европейских рынках секьюритизации будут происходить некоторые изменения после окончания периода выхода Великобритании из ЕС 31 декабря 2020 года. В частности, режимы регулирования ЕС (27 стран) и Великобритании больше не будут включать полное взаимное признание сделок секьюритизации; это означает, что сделки в Великобритании больше не могут нести маркировку STS, принятую в ЕС. Как следствие, некоторым инвесторам ЕС придется увеличить расходы на выполнение требований к регулятивному капиталу, связанные со сделками на британском рынке секьюритизации.

Мы ожидаем, что показатели кредитов, используемых в европейских сделках структурированного финансирования, останутся под давлением в 2021 году. Темпы заболеваемости COVID-19 остаются высокими, и правительства разных стран принимают более строгие меры, поэтому процесс восстановления экономики останется сложным до тех пор, пока эффективные вакцины не станут широкодоступными. По нашему мнению, объем экономического ущерба от пандемии станет более ясным в течение 2021 года, после начала восстановления экономики и сокращения бюджетной поддержки.

С марта 2020 года и начала пандемии COVID-19 в Европе мы понизили рейтинги лишь немногим более 3% инструментов структурированного финансирования в регионе. В наибольшей степени пострадали сделки с CMBS, обеспеченными жилой недвижимостью и гостиничными зданиями, а также сделки корпоративной секьюритизации, связанные с бизнесом в сегменте досуга и развлечений, однако на эти секторы приходится небольшая часть наших рейтингов, присвоенных европейским сделкам секьюритизации.

Для большинства классов активов среднее изменение показателей кредитного качества, отслеживаемых в течение 12 месяцев, было положительным в течение нескольких лет, что свидетельствует о повышении рейтингов в целом, хотя эта тенденция стала более слабой в 2020 году (см. Рисунок 7). Этот показатель свидетельствует об ослаблении кредитных показателей сектора CMBS, в котором

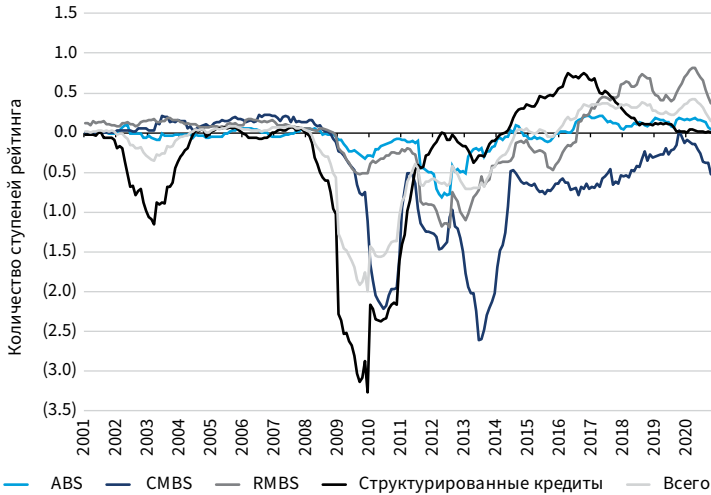


Рисунок 7
Среднее изменение показателей кредитного качества европейских инструментов структурированного финансирования за 12 месяцев

Источник:
S&P Global Ratings

рейтинги снизились в среднем на 0.5 ступени в течение 12 месяцев, завершившихся в сентябре 2020 года.

На момент написания этого обзора окончательных данных за 2020 год еще нет, однако мы полагаем, что экономика еврозоны сократилась более чем на 7%; при этом мы прогнозируем рост примерно на 5% в 2021 году. ЕЦБ сохранит низкие ключевые процентные ставки в течение более длительного времени и продлит программу приобретения активов, принимая во внимание тот факт, что инфляционное давление вряд ли будет усиливаться в краткосрочной перспективе. Мы также ожидаем, что в 2021 году темпы безработицы в еврозоне повысятся менее чем на один процентный пункт — до 8.7%, что будет оказывать небольшое давление на активы, связанные с потребителями, и поддерживать сделки секьюритизации и выпуск облигаций с покрытием в еврозоне. Мы прогнозируем восстановление показателей безработицы до уровня 7.6%, отмечавшегося до пандемии, к концу 2023 года. Относительно более неблагоприятная ситуация в сфере занятости, вероятнее всего, сложится в Великобритании, где уровень безработицы повысится на два процентных пункта, до 6.7%, в 2021 году, а его снижение будет более медленным, чем в еврозоне, отчасти вследствие дополнительного давления в связи с выходом Великобритании из ЕС.

В секторах, поддерживаемых потребительским кредитованием, позитивное влияние на заемщиков оказали меры по поддержке доходов при помощи схем оплачиваемого отпуска на период ограничительных мер и снижения объема текущих расходов в период платёжных каникул. Действие многих из этих схем было продлено в конце 2020 года, после начала второй волны ограничений, однако мы ожидаем, что показатели залогового обеспечения в конечном счете ухудшатся во втором полугодии 2021 года, когда срок действия мер поддержки закончится и уровень безработицы повысится. В секторах, поддерживаемых корпоративными сделками, сохраняется некоторый риск понижения рейтингов в случае ухудшения стрессовой ситуации для заемщиков, кредиты которых используются в пулах секьюритизации, в текущем году. В частности, мы прогнозируем возможное повышение показателя дефолтов в годовом выражении для европейских корпоративных ценных бумаг с рейтингами неинвестиционной категории до 8% к сентябрю 2021 года. Влияние на рейтинги европейских CLO будет отчасти зависеть от того, насколько хорошо управляющие залоговым обеспечением смогут и в дальнейшем снижать риски, связанные с ухудшением показателей кредитов, при помощи торговых операций.

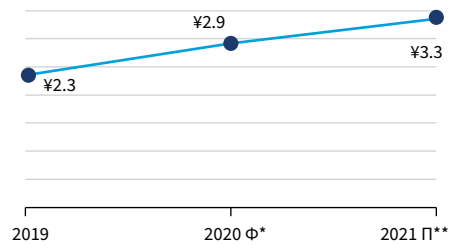
Мы не прогнозируем негативного влияния на основные показатели сделок в европейском секторе структурированного финансирования в связи с завершением торговых переговоров между Великобританией и ЕС. Напротив, принимая во внимание различные виды залогового обеспечения, используемые в европейских сделках секьюритизации и выпусках облигаций с покрытием, мы ожидаем, что любое влияние выхода Великобритании из ЕС будет ощущаться постепенно, по мере того как более общие макроэкономические последствия будут оказывать воздействие на показатели кредитов. Одним из объектов внимания будет сектор жилой недвижимости Великобритании, хотя любой дополнительный стресс, обусловленный Брекзитом, может оказаться незначительным в сравнении с влиянием пандемии и окончанием действия связанных с ней мер бюджетной и денежно-кредитной поддержки.

КИТАЙ: СТРУКТУРИРОВАННЫЕ ФИНАНСЫ

Мы ожидаем, что объем эмиссии китайских инструментов структурированного финансирования увеличится примерно на 15%, до 3.3 трлн юаней (\$500 млрд) в 2021 году. Показатели секторов, связанных с корпоративным риском, останутся высокими и будут поддерживать общие показатели эмиссии, отражая более активное использование секьюритизации в корпоративном секторе и в секторе факторинга, а также устойчивое восстановление экономики, которое будет поддерживаться прогнозируемым нами ростом ВВП в 2021 году. Объем эмиссии RMBS, вероятно, увеличится в 2021 году, но останется ниже уровня до пандемии, отчасти вследствие нулевого роста продаж жилой недвижимости. Мы прогнозируем нулевой или невысокий рост в сегменте ABS, обеспеченных автокредитами, благодаря росту продаж автомобилей на несколько процентов в ближайшие годы и продолжающемуся повышению распространенности автокредитов.

Что касается показателей залогового обеспечения, китайские ABS, обеспеченные автокредитами, и RMBS, имеющие рейтинги S&P Global Ratings, будут

Рисунок 8. Объем выпуска инструментов секьюритизации в Китае, трлн юаней



* Ф — фактические данные.
 ** П — прогноз.

по-прежнему демонстрировать сильные (и стабильные) кредитные показатели. К ним относятся стабильно низкие показатели дефолтов, начиная с I квартала 2020 года, что может быть отчасти связано с устойчивым восстановлением экономики после максимального снижения экономических показателей во II квартале вследствие пандемии. Мы ожидаем, что прогнозы по нашим рейтингам китайских ABS, обеспеченных автокредитами, и RMBS останутся «стабильными» для траншей, имеющих рейтинги AAA, и «стабильными» или «позитивными» для классов активов, имеющих рейтинги инвестиционной категории (от AA+ до BBB-). Этот прогноз определяется нашим ожиданием относительно стабильных показателей залогового обеспечения и увеличения кредитной поддержки для большинства сделок, поддерживаемых статичными пулами кредитов, поскольку рейтингуемые облигации со временем амортизируются. Мы также полагаем, что рейтингуемые ABS, обеспеченные автокредитами, которые имеют меняющуюся структуру, с большей вероятностью будут подвергаться несистемному риску по мере восстановления экономики от влияния пандемии. Этот риск может возникнуть в результате того, что отдельные компании будут расширять бизнес в менее привычных для них сегментах или использовать новые каналы ориентации и, таким образом, подвергаться более высокому кредитному риску.



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 2020)

ТОП-5 по стоимости контролируемого имущества
(ПАРТАД, на 30 июня 2020)

ПРОВЕРЕНО **>500.000***
закладных

НА УЧЕТЕ **>8000***
электронных закладных

Партнер проекта «ДОМ.РФ»

Партнер ВЭБ (программа строительства доступного жилья)

* По итогам 2020 года, данные отчетности

АО «ДК РЕГИОН»

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности № 045-09028-000100, выданная ФСФР России 04 апреля 2006 года, без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов № 22-000-0-00088, выданная ФСФР России 13 мая 2009 года, без ограничения срока действия.

Реклама



Игорь АКСЕНОВ,
директор, специалист
по рыночным рискам
в секьюритизации,
Barclays

Секьюритизация в США в 2020 году: отложенный кризис

Кризис ликвидности в марте-апреле 2020 года затронул рынки структурированных продуктов так же, как и прочие инструменты с фиксированным доходом. Несмотря на неясность экономических последствий пандемии, цены на ABS, CMBS, RMBS, CLO вернулись к прежним значениям к концу года.

Самая большая неопределенность связана с состоянием экономики в целом. Все зависит от макроэкономической ситуации, а конкретно — от уровня безработицы и размера государственных выплат в текущем году. В отсутствие ясности рынки оптимистичны. Ухудшение экономических показателей практически во всех сделках в 2020 году нивелировалось государственной поддержкой системы жилищного финансирования и структурными резервами в финансировании коммерческой недвижимости. А гранты/займы малому бизнесу и прямые денежные выплаты населению поддержали

экономику в целом. Государственная поддержка некоторых секторов экономики продолжается и в 2021 году. Во всех прочих секторах исчерпание резервов скоро покажет реальные последствия экономического кризиса.

За минувший год структура индустрии секьюритизации не претерпела особых изменений. Прежние тенденции остаются в силе. Последовательное ужесточение регулирования индустрии свело на нет многие преимущества¹, которые привели к ее безудержному росту в период до 2008 года. К 2019 году секьюритизация окончательно стала лишь одним из многих методов финансирования активов. Заемщики руководствуются экономической целесообразностью в значительно большей мере, чем арбитражем несовершенного законодательства. По-

¹ Расчет обязательного капитала, требования к раскрытию информации и т. п.

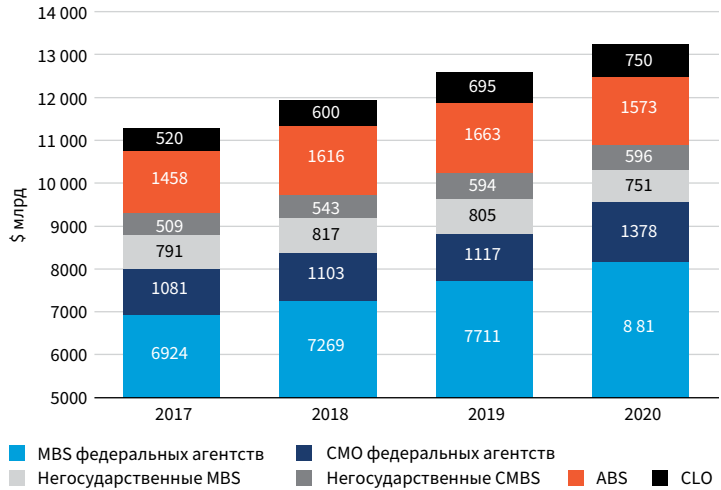


Рисунок 1
Рынок секьюритизированных облигаций США

этому наблюдается последовательное сокращение рынка негосударственной секьюритизации.

Чистая эмиссия на рынке в 2020 году составила \$644 млрд против \$632 млрд в 2019 году. Из-за волны предоплат на жилищном рынке, в сегменте FNMA GNMA FHLMC наблюдался рост (+\$732 млрд), в то же время сокращение на рынке негосударственной секьюритизации составило \$88 млрд.

В этом обзоре мы рассмотрим наиболее значимые сектора кредитования, в которых используется секьюритизация.

ЛИКВИДНОСТЬ НА РЫНКЕ

Март 2020 года застал многих игроков с большими длинными позициями, заложенными по договорам РЕПО. Случился классический кризис ликвидности, когда после внешнего шока сокращение кредитных линий вызывает форсированную продажу активов, цены падают, и это вызывает дальнейшее сокращение кредитных линий. Значительнее всего пострадали наиболее рискованные бумаги, купленные с финансированием. Цены на младшие B-транши сделок CRT упали в цене со 105 до 35% от номинала, цены

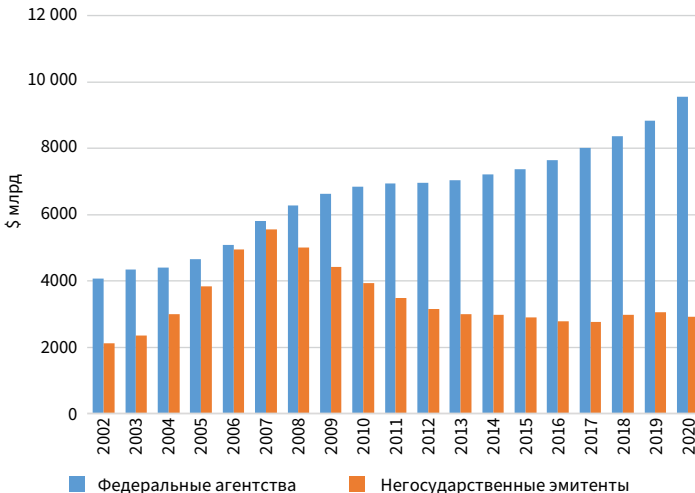
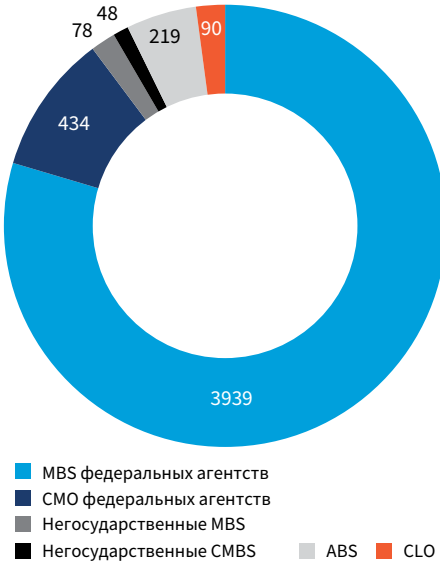


Рисунок 2
Рынок секьюритизации США в 2002–2020 годах: федеральные агентства и негосударственные эмитенты

Рисунок 3
Выпуск новых облигаций на рынке секьюритизации США в 2020 году, \$ млрд



на младшие транши RMBS и CLO упали на 50–70%, на сравнимые величины упали многие прочие бумаги.

ФРС СПЕШИТ НА ПОМОЩЬ

Осознав масштаб стресса на рынке, ФРС использовала инструментарий 2008 года. 16 марта 2020 года была

резко увеличена скупка ценных бумаг, сперва на сумму \$200 млрд (MBS) и \$500 млрд (государственные облигации), а после 23 марта — безлимитно. В июне программа скупки была зафиксирована на уровне \$40 млрд в месяц по MBS и \$80 млрд — по государственными облигациям.

Чтобы заменить закрытые кредитные линии банков, были реанимированы прямые программы финансирования в ФРС, в частности TALF, которая использовалась для возобновления выпуска ABS и CMBS в 2009 году. Но паника в 2020 году была краткосрочной, цены начали движение вверх практически сразу после обещания безлимитной ликвидности 23 марта 2020 года. Никто не использовал кредитные линии ФРС — спреда на CMBS сразу же упали ниже цены финансирования.

ЖИЛИЩНАЯ ИПОТЕКА НЕОБЯЗАТЕЛЬНА К ОПЛАТЕ...

Федеральное правительство на уровне агентств FHLMC, FNMA и GNMA разрешило ипотечным заемщикам не платить на основании достаточно размытых «экономических затруднений», под которые может подойти много ситуаций. Во время написания этого обзора регулятор ипотечной индустрии продлил разрешение не платить еще на 3 месяца, до 18 месяцев (для проблемных

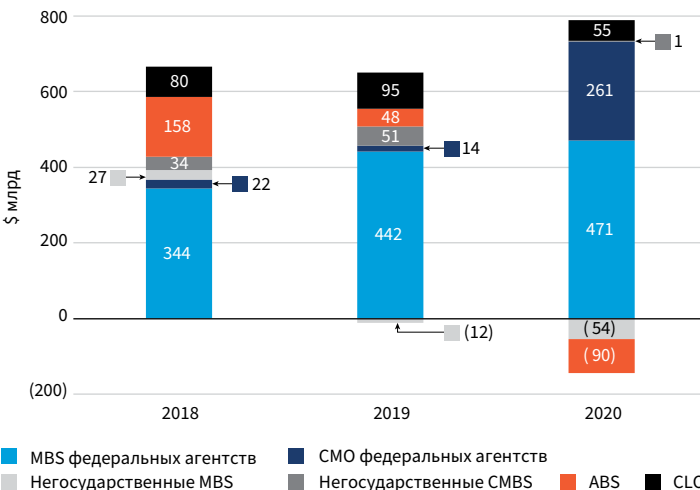


Рисунок 4
Чистая эмиссия на рынке секьюритизации США

заемщиков по состоянию на конец февраля 2021 года). Помимо этого, еще на 3 месяца продлено запрещение выселения неплательщиков — до конца июня 2021 года.

Так как риски неплатежа несет федеральное правительство, то разрешить не платить в его власти. С точки зрения инвесторов, ничего не изменилось. Такие займы официально не считаются просроченными, соответственно, денежный поток бумаг FHLMC, FNMA и GNMA не меняется, а платежи по облигациям гарантированы правительством.

НО ПРИ ЭТОМ ОЧЕВИДЕН РОСТ ЦЕН?

Федеральным законом выделены особые субсидии пострадавшим арендаторам, неспособным платить за квартиру. Немало людей действительно не могут платить, но одновременно растет спрос на жилье. Казалось бы, парадокс. Но он объясняется просто: в связи с повсеместной удаленной работой многие поняли, что жить в студии можно, только если туда приходиться ночевать. Поэтому среди сохранивших работу спрос на улучшение жилищных условий существенно вырос. Предложение на рынке при этом не так велико, учитывая скромные объемы строительства после кризиса 2008 года. При низком проценте по ипотеке возникает ситуация почти неизбежного роста цен. По тем же причинам арендодатели пользуются ситуацией и не хотят участвовать в программах помощи неплательщикам, рассчитывая сдать освободившееся жилье платежеспособным клиентам.

ЖИЛИЩНАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ: ВОЛНА ПРЕДОПЛАТ

Резкое падение процентных ставок в марте-апреле 2020 года привело к волне рефинансирования. В результате эмиссия новых сделок FNMA GNMA FHLMC выросла почти вдвое, с \$2 трлн до \$3.8 трлн. С учетом предоплат чистая эмиссия тоже выросла значительно, с \$456 млрд до \$732 млрд. Общее количество бумаг в обороте увеличилось на 7%, с \$8.8 трлн до \$9.6 трлн.

НЕГОСУДАРСТВЕННАЯ ЖИЛИЩНАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

Спрос на жилье после паузы во II квартале 2020 года вызвал рост выпуска негосударственных ипотечных бумаг, преимущественно для высококачественных заемщиков. Впрочем, масштаб не идет ни в какое сравнение с государственными агентствами. Выпуск сделок, обеспеченных займами категории QM/prime, вырос с \$20 млрд до \$21 млрд, категории Non QM/nonprime — упал с \$25 млрд до \$19 млрд. Ожидается, что в 2021 году рынок наверстает упущенное с эмиссией в \$22 млрд QM и \$25 млрд Non QM.

НОВЫЕ ЮРИДИЧЕСКИЕ ТОНКОСТИ

После кризиса 2008 года в результате реформ законодательства возникло определение «квалифицированного ипотечного займа»¹ с повышенными требованиями к доходам заемщика. Работа над окончательной редакцией закона продолжилась в 2020 году, была предложена концепция «выдержанного квалифицированного ипотечного займа». Такой статус получает заем, который кредитор или связанные с ним юридические лица держат в своем портфеле не менее 36 месяцев после выдачи денег². В обмен на требование держать займы на балансе кредиторы получают возможность повысить их статус до «квалифицированного» и продать государству. Нововведение фактически сокращает рынок негосударственной секьюритизации, так как ипотечные банки будут стремиться использовать государственный канал еще больше, нежели раньше.

КРЕДИТНЫЕ КАРТЫ: ОБЪЕМЫ ВСЕ ПАДАЮТ

Продолжилось сокращение рынка сделок, обеспеченных платежами по кредитным картам. В 2019 году было выпу-

¹ Правило сформулировано Bureau of Consumer Financial Protection по указанию закона Truth in Lending Act — Regulation Z.

² Наряду с другими требованиями к доходам заемщика, менее жесткими, чем требования для «квалифицированного займа».

щено облигаций на \$25 млрд. В 2020 году было погашено \$40 млрд (\$32 млрд банковских выпусков, \$8 млрд — розничных кредитов), но выпущено новых только на \$5 млрд. Прогноз на 2021 год аналогичный: потенциально \$10 млрд в новых выпусках против \$35 млрд ожидаемых погашений. Банкам невыгодно финансировать свои портфели через секьюритизацию при доступности необеспеченного кредита, главным образом за счет все растущих депозитов граждан. Процесс ускорился в связи с резким падением ставок в 2020 году: фиксированные расходы на секьюритизацию превышают потенциальную выгоду от сделок.

АВТОЗАЙМЫ В ТРЕНДЕ

Объем продаж легковых автомашин в 2020 году упал на 15%, до 14.4 млн штук. Тем не менее выпуск новых автокредитных ABS упал только на 9%, до \$75.3 млрд. При этом выпуск бумаг GM и Ford даже вырос. Автоконцерны — не банки, у них нет дешевых клиентских депозитов, и для них рациональны ABS. Предполагается, что в 2021 году продажи машин вырастут на 14%, до 16.4 млн штук, и объем финансирования через ABS достигнет уровня 2019 года — \$83 млрд.

Рост объемов финансирования связан с жесткой конкуренцией. Все больше заемщиков получают льготные кредиты под 0% на срок до 84 месяцев. Но спрос на автозаймы растет также за счет распространения кредитования среди малообеспеченных слоев населения, для которых процентные ставки все еще относительно высоки.

В 2020 году на пике пандемии многие кредиторы разрешили заемщикам пропустить 2 или 4 платежа, с погашением в конце срока кредитования. Это серьезно улучшило статистику просроченных платежей и дефолтов.

СЛО КАК ГРАДУСНИК ЭКОНОМИКИ

Цены на старшие транши вернулись и частично превзошли уровень начала 2020 года. Старшие транши AAA прошли путь от 125 до 220 и затем до 130 б. п., средние BBB — от 330 до 700 и до 345 б. п., младшие B — от 881 до 2125

и до 850 б. п. к концу года. За счет провала во II квартале новая эмиссия сократилась до \$90 млрд с \$118 млрд в 2019 году при чистой эмиссии \$55 млрд. Общее количество бумаг в обороте выросло на 7%, до \$750 млрд.

Резкое сокращение экономической активности сильнее всего ударило по небольшим компаниям со спекулятивными рейтингами. Обнуление доходов привело к закрытию или приостановке деятельности многих таких организаций. Облигации именно таких компаний — основные активы сделок CLO. С марта по апрель 2020 года кредитные показатели портфелей CLO резко ухудшились. В результате объем активов категории CCC вырос с 4 до 25%, объем активов с негативным прогнозом рейтинга вырос с 2 до 10%. К середине года рейтинги трети всех активов CLO были понижены, четвертая часть активов прекратила платежи младшим траншам. За этим последовало снижение рейтингов траншей самих CLO. Рейтинги S&P были понижены у 475 траншей, большая часть которых (77%) были изначально ниже категории BBB.

Для инвесторов в CLO цены резко упали, но на минимальных объемах торговли. Большинство держателей просто не стали продавать свои бумаги. Впрочем, уже в III квартале с оживлением экономической активности рейтинги многих компаний улучшились, процент CCC упал, что позитивно сказалось на общих показателях портфелей и позволило возобновить платежи по младшим траншам CLO.

ПУТЕШЕСТВИЯ И СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ

Исследования рынка прогнозируют спад деловых поездок на уровне 12–17%. Наиболее уязвимые сектора экономики путешествий — транспорт и общественное питание, завязанное на туризм. В этом сегменте сети финансируются через секьюритизацию.

Авиалинии традиционно владеют только частью своего парка и арендуют остальные самолеты. Сделки, финансирующие такой лизинг, пострадали сильнее всего. В марте-апреле цены на старшие транши упали со 100 до 75%,

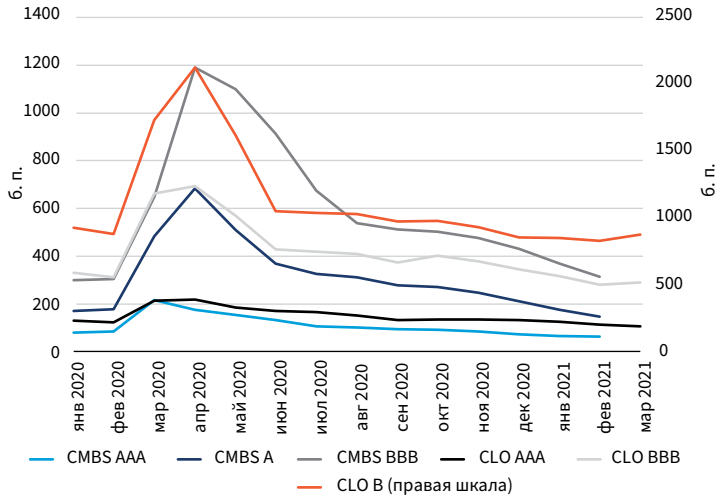


Рисунок 5
Котировки на рынке
CLO и CMBS в 2020 году

на средние — со 100 до 45%, младшие — со 100 до 25 % от номинала. На сегодня старшие транши вернулись в район 92–98, средние — в район 75, но младшие остаются на прежнем уровне, равноценном стоимости опциона.

С одной стороны, новости о росте доступности прививок позволили некоторым авиалиниям привлечь прямое финансирование в октябре-ноябре 2020 года. Но рынок скептически оценивает возвращение уровня перевозок на прежний уровень в обозримом будущем и откладывает потенциальный спрос на незафрахтованные самолеты. Естественное старение и рационализация используемого парка самолетов вряд ли позволят ценам на младшие транши вернуться обратно в ближайшие годы.

КОММЕРЧЕСКАЯ ИПОТЕКА: ОСТРОВК СТАБИЛЬНОСТИ?

В 2020 году было выпущено новых сделок на \$53 млрд, почти поровну в форме диверсифицированных (conduit/fusion) и концентрированных портфелей (single asset / single borrower). Но чистая эмиссия составила всего \$1 млрд. Это существенный спад — на \$50 млрд (минус 45% новых сделок) по сравнению с 2019 годом. Он связан с полным прекращением кредитования коммерческой недвижимости во II и III квартале.

Банки планомерно распродают портфели уже «складированных» займов, выданных до пандемии. Дело в том, что в коммерческой ипотеке около 90% активов исторически приходится в равной мере на гостиницы, розничную торговлю и офисные помещения — три самых пострадавших сектора экономики.

На пике кризиса неплатежи по гостиничным займам выросли с 2 до 22%. По результатам 2020 года доход со среднего номера¹ упал на 50%, и возвращение на уровень 2019 года не ожидается вплоть до 2023 года. Но картина неоднородна — некоторые активы пострадали меньше других. В частности, отмена деловых поездок обнулила доходы гостиниц в деловых центрах, но туризм поддерживает жизнь в Лас-Вегасе и на курортах на побережье. Гостиницы с минимальным обслуживанием в небольших городах и деловых центрах пострадали меньше, чем полноценные гостиницы около аэропортов и крупных городов. Статистика за последнюю неделю: заполненность колеблется в районе 40–50%, наименьший спад наблюдается в экономклассе. Интересно, что средняя стоимость комнаты практически не изменилась для люкса и эко-

¹ Revenue per available room — RevPAR, стандартная система оценки доходности гостиниц.

номкласса, но серьезно упала для всех промежуточных категорий.

Просроченные платежи среди займов предприятиям розничной торговли выросли от 2.5 до 17%. Спрос упал не полностью — карантин и фактическое закрытие многих городов сместило активность от офисных центров к спальным районам. Но торговые центры в целом уже много лет теряли свою клиентуру из-за все большего перехода покупателей в интернет-магазины. Торговые центры категории люкс в основном сохранили своего клиента, большинство прочих теряет деньги и балансирует на грани закрытия. События 2020 года только ускорили уже существовавшую последние 5 лет тенденцию, которая продолжится и в 2021 году.

Похожая картина наблюдается и на рынке офисных помещений. Большинство из них почти полностью пустуют уже год. Многие компании в крупных городах безуспешно ищут возможность сдать большую часть своих помещений в субаренду¹. Помимо этого, в долгосрочной перспективе спрос на офисные помещения в США может упасть от 18 до 24% из-за повсеместного внедрения удаленной работы². И сотрудники, и наниматели поддерживают переход к работе из дома по крайней мере на часть рабочей недели. Поэтому даже полное восстановление экономики после окончания пандемии не приведет к возвращению спроса на помещения, так как новые сотрудники не потребуют новых офисов в той же мере, как раньше. Как и торговые центры, больше всего пострадают наименее современные здания категорий В и С с минимально обновленными интерьерами и оборудованием.

ИНВЕСТОРЫ СПОКОЙНЫ

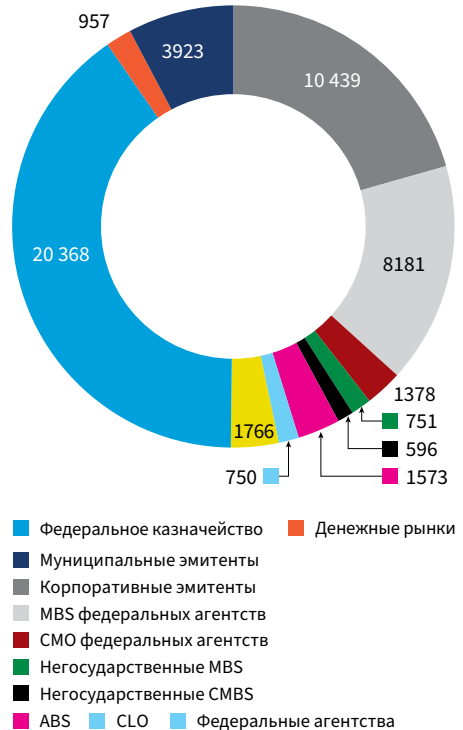
Старшие AAA-транши (верхние 70% сделок) продолжат расти в цене³. Недавно они достигли рекорда на уров-

не Swaps+ 60 б. п. после колебаний от 80 до 350 б. п. во II квартале 2020 года. Младшие транши (нижние 30% сделок) очень индивидуальны, но многие вернулись к предкризисному уровню. Классы BBB сейчас на уровне 315 б. п. против 1250 в апреле и 300 в январе, классы A сейчас на уровне 150 б. п. против 750 в апреле и 170 в январе.

Коммерческие ипотечные займы обычно выпускаются на срок 5 или 10 лет и не предполагают возможность предоплаты⁴. В каждом займе существуют резервные фонды, покрывающие от 6 до 12 месяцев процентных платежей. Поэтому краткосрочные проблемы

⁴ Большинство займов такого типа продаются через секьюритизацию в портфелях conduit/fusion от 25 до 50 займов общим размером \$500–700 млн.

Рисунок 6
Рынок облигаций США по итогам 2020 года, \$ млрд



¹ Нью-Йорк — 40–60% помещений ищут арендаторов или субарендаторов.

² По данным Barclays, WFH: Global Revolution, 3 декабря 2020 года.

³ Частично из-за роста процентных ставок.

заемщиков не критичны, если в длительной перспективе не меняется экономическая привлекательность таких активов.

Важно правильно оценить масштаб потрясений. Неплатежи и задержки серьезно выросли, но при этом даже на пике кризиса 75% обязательств выполнялись в срок. Резкий спад арендных платежей в 2020 году был неравномерен, и в последнее время статистика стала улучшаться. Неплатежи на уровне 7% и платежные каникулы по 8% обязательств — серьезно, но не критично.

Но растущий спрос и ограниченное предложение ведут к недооценке реальных существующих рисков и отражают наименее пессимистичные сценарии.

ПЕРСПЕКТИВЫ

Спрос на кредитные инвестиции всех типов растет с началом нового года. Политика ФРС заставляет инвесторов размещать приходящие деньги при постоянно уменьшающейся доходности. Поэтому все управляющие ставят на *reflation trade*, то есть на то, что экономика вернется в прежнее состояние и прежние экономические модели будут работать вновь.

ФРС поддерживает экономику сверхнизкими ставками и вливаниями ликвидности от \$6 млрд в неделю. Конгресс выделяет средства для поддержания малого бизнеса, что позволяет платить

зарплаты и не закрываться. Также государство предоставляет пособия по безработице многим категориям граждан, до этого их не получавшим (самозанятые и т. п.). Неочевидно, однако, как могут в принципе работать организации, которые испытывали проблемы даже при заполняемости выше 80%.

Проблема в том, что крупный бизнес уже перешел к новой экономической модели, предполагающей работу сотрудников из дома. Поэтому даже при полном успехе вакцинации возвращение к прежним схемам работы возможно. Полные клерков центральные кварталы городов и обслуживающие их рестораны, бары, магазины — все это со временем уйдет в прошлое. Могут ли расходы туристов обеспечивать жизнь городов в еще большей мере, чем раньше, — вопрос времени и открытия границ. Города пустыми явно не останутся, но для трансформации нужно длительное время, измеряемое десятилетиями.

Секьюритизация остается весомым инструментом финансирования разнообразных активов. Основные типы сделок и юридические методики прошли пробу временем и уже давно не вызывают такого же отторжения со стороны инвесторов, как в 2008 году. Динамика стратегического роста этого рынка значительно больше завязана на фундаментальную структуру экономики, чем на ликвидность сегодня или завтра.



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

Структурированное финансирование остается важным источником фондирования в странах ЕС

Структурированное финансирование, которое включает в себя как сделки секьюритизации, так и выпуск обеспеченных облигаций (ОО, англ. covered bonds), является важным источником фондирования финансовых институтов стран Европейского союза (ЕС). Помимо обеспечения экономики ликвидными активами структурированное финансирование также может способствовать «озеленению» финансовой системы и имплементации ESG-принципов (environmental, social, governance — экологической, социальной и корпоративной ответственности), перенаправляя средства с рынков капитала на конкретные ESG-проекты. Однако типы активов, фондируемых с помощью структурированного финансирования, и сами формы структурированного финансирования в разных странах ЕС различаются.

СТРУКТУРИРОВАННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ИСПОЛЬЗУЕТСЯ ДЛЯ ФОНДИРОВАНИЯ ШИРОКОГО СПЕКТРА АКТИВОВ

Большинство классов активов на европейском рынке структурированного финансирования можно разделить на две широкие категории в соответствии с типами базовых активов, находящихся в обеспечении. Первая категория — это потребительские активы, например сделки с ипотечными ценными бумагами, обеспеченные жилищной ипотекой (ИЦБ, англ. RMBS). Вторая категория — это корпоративные активы, например сделки секьюритизации кредитов малым и средним предприятиям (SME ABS). Однако некоторые транзакции, например секьюритизация автокредитов (Auto ABS) или секьюритизация ипотеки, обеспеченной арендованным жильем

(BTL RMBS), могут сочетать оба типа активов — потребительские и корпоративные.

В Таблице 1 представлен обзор основных европейских классов активов структурированного финансирования, базовых активов в рамках этих классов и стран, в которых подобные продукты распространены.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ СЛУЖИТ ИНСТРУМЕНТОМ ФОНДИРОВАНИЯ КОМПАНИЙ И ФИНАНСИРОВАНИЯ ПОТРЕБИТЕЛЕЙ

Инструмент секьюритизации может быть привлечен для решения широкого круга задач. Помимо финансирования различных потребительских и корпоративных активов¹ секьюритизация может быть использована для расширения базы фондирования кредитных институтов, управления кредитными рисками и высвобождения капитала.

ДОЛЯ СЕКЬЮРИТИЗИРОВАННЫХ АКТИВОВ В СТРАНАХ ЕС СТАБИЛИЗИРОВАЛАСЬ ПОСЛЕ МНОГОЛЕТНЕГО СПАДА

Актуальность секьюритизации как инструмента финансирования европей-

ской экономики менялась со временем и в зависимости от географии. Привлекательность секьюритизации частично зависит от денежно-кредитной политики, проводимой центральными банками, и от объема предоставленной ими дешевой ликвидности. Очевидно, что чем больше дешевой ликвидности на рынке, тем меньше потребность банков в секьюритизации и других инструментах фондирования.

Как показано на Рисунках 2 и 3, после стагнации, вызванной мировым финансовым кризисом, европейский рынок секьюритизации стабилизировался в последние годы по объему новых выпусков и уровню фондирования реальной экономики. Доля потребительских кредитов, финансируемых с помощью секьюритизации, стабилизировалась на уровне около 10%, а доля секьюритизированных корпоративных кредитов достигла 6%, что даже несколько выше уровня десятилетней давности.

В разрезе по странам доля секьюритизации потребительских кредитов в общем объеме фондирования колеблется от 0.2% (Германия) до 22.1% (Италия), 22.5% (Нидерланды) или 27.1% (Ирландия), а корпоративных кредитов — от 0% (Нидерланды) до 13.3% (Великобритания), 19.1% (Бельгия) или 21.6% (Италия), как показано на Рисунке 4.

¹ Здесь и далее по тексту под потребительскими кредитами понимаются кредиты, предоставленные физлицам, а под корпоративными кредитами понимаются кредиты, предоставленные нефинансовым организациям.

Рисунок 1. Категории активов в сделках структурированного финансирования
Источник: Moody's Investors Service



Таблица 1. Характеристики и рынки основных европейских классов активов структурированного финансирования

Источник: Moody's Investors Service

Категория активов	Класс активов	Тип базовых активов	Наиболее активные страны							
			Австрия	Франция	Германия	Италия	Нидерланды	Испания	Швеция	Великобритания
Потребительские активы	Consumer ABS	Необеспеченные потребкредиты, предоставленные физлицам		Х	Х	Х	Х	Х		Х
	Credit card ABS	Текущие и будущие поступления по кредитным картам		Х						Х
	Prime RMBS	Кредиты на покупку жилья для проживания заемщика		Х		Х	Х	Х		Х
	NC RMBS	Высокорисковые кредиты (non-conforming) для финансирования жилищной ипотеки, например выданные заемщикам с отрицательной кредитной историей								Х
Смешанные активы	Auto ABS	Кредиты или договоры лизинга, предоставленные физлицам или юрлицам для финансирования новых или поддержанных автомобилей		Х	Х	Х	Х	Х		Х
	Marketplace lending securitisation	Высокостандартизованные потребкредиты либо кредиты малым предприятиям, предоставленные онлайн посредством разнообразных платформ кредитования (займы P2P)								Х
	NPL securitisation	Просроченные потребительские или корпоративные кредиты, в некоторых случаях обеспеченные недвижимостью				Х		Х		
	Buy-to-let (BTL) RMBS	Кредиты, предоставленные для финансирования покупки жилых объектов с последующей сдачей в аренду								
	Mortgage Covered Bonds	Жилищная или коммерческая ипотека	Х	Х	Х	Х	Х	Х	Х	Х
Корпоративные активы	SME ABS	Кредиты, предоставленные малым и средним предприятиям (МСП)		Х	Х	Х		Х		Х
	Dealer floorplan ABS	Кредиты автодилерам для финансирования оптовых поставок автомобилей (новых и б/у) или автозапчастей		Х	Х					
	BSL CLO	Старшие обеспеченные займы и бонды, имеющие рейтинг неинвестиционного уровня, либо кредиты с правом залога второй очереди	Секьюритизированные портфели включают кредиты из разных стран							
	CMBS	Кредиты, предоставленные для финансирования коммерческой недвижимости (офисные и индустриальные здания, отели, магазины и жилые здания)		Х	Х	Х	Х			Х

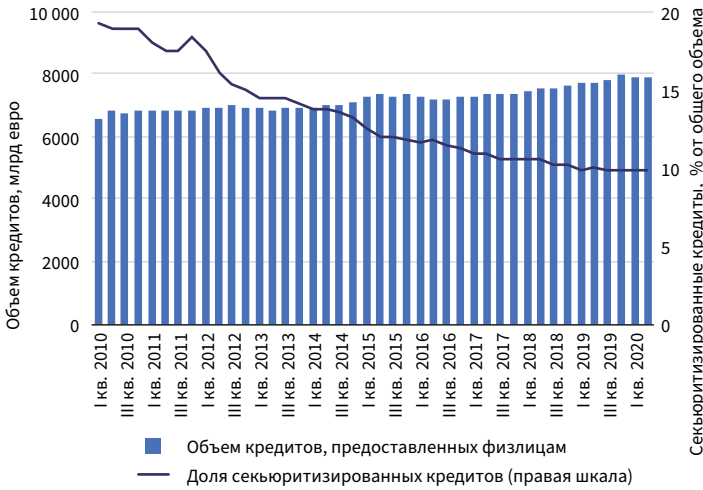


Рисунок 2
Доля секьюритизированных кредитов, предоставленных физлицам, в % от общей суммы непогашенной задолженности*

Источники: ЕЦБ, Банк Англии, расчеты Moody's

* Данные на конец сентября 2020 г.

Востребованность секьюритизации как инструмента фондирования варьируется по странам по многим причинам и зависит в том числе как от структуры банковского сектора страны и денежно-кредитной политики, проводимой центральными банками, так и от доступности других инструментов фондирования. Другим фактором, влияющим на популярность секьюритизации в конкретной стране, является нормативно-правовая база страны, которая определяет осуществимость различных видов секьюритизации, а также

относительную ценность секьюритизации как для эмитентов, так и для инвесторов.

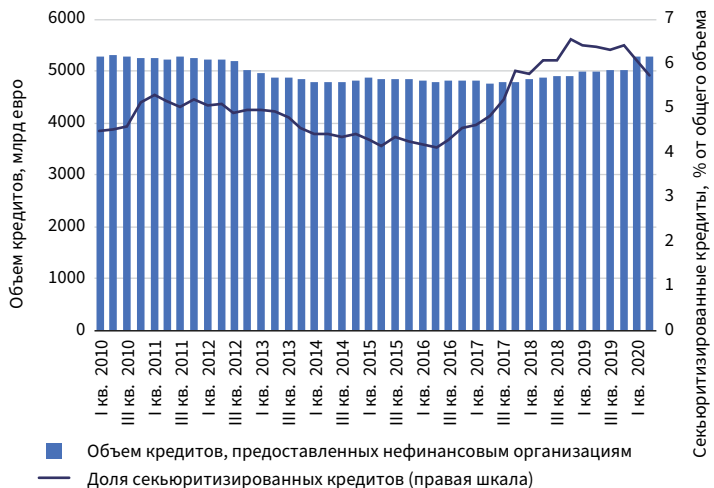
БОЛЬШАЯ ЧАСТЬ ВЫПУЩЕННЫХ СЕКЬЮРИТИЗИРОВАННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ВСЕ ЕЩЕ УДЕРЖИВАЕТСЯ НА БАЛАНСЕ ЭМИТЕНТОВ

Объем новых выпусков в последние годы стабилизировался на уровне около 250 млрд евро в год, что все еще значительно ниже уровня, отмечавшегося до кризиса 2008 года. Как показано на Рисунке 5, с 2008 года значительная доля но-

Рисунок 3. Доля секьюритизированных корпоративных кредитов в % от общей суммы непогашенной задолженности*

Источники: ЕЦБ, Банк Англии, расчеты Moody's

* Данные на конец сентября 2020 г.



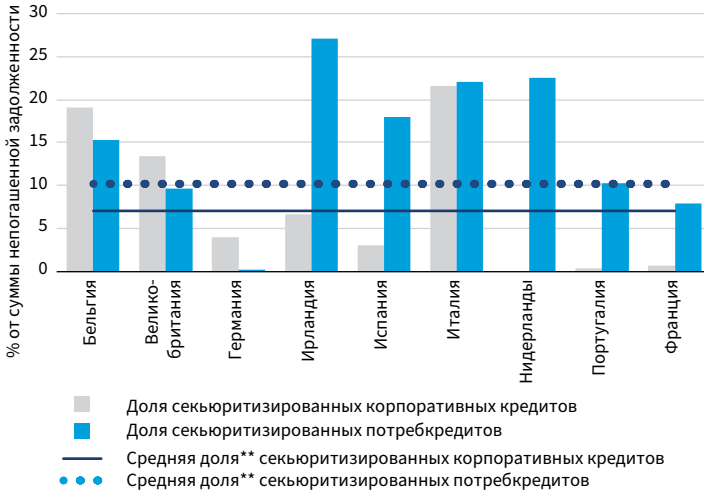


Рисунок 4
Доли секьюритизированных активов различаются в зависимости от страны и типа активов*

Источники: ЕЦБ, Association for Financial Markets in Europe (AFME), расчеты Moody's

* Данные на конец сентября 2020 г.

** Средняя по еврозоне + Великобритания.

вых выпусков не размещается на рынке, а выкупается самими эмитентами для целей управления ликвидностью¹.

Снижение объемов эмиссии в 2019 году частично объясняется неопределенностью в отношении режима регулирования, вызванной директивой ЕС о секьюритизации. Главным нововведением, которое было представлено в директиве, стала концепция STS-сделок (simple, transparent

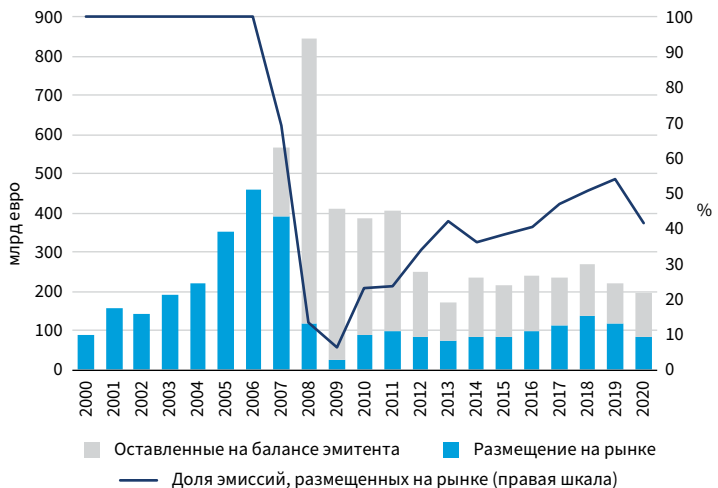
and standardized — простые, прозрачные и стандартизированные), в соответствии с которой обозначение STS присваивается сделкам секьюритизации при выполнении определенных условий. С момента вступления директивы в силу совокупный выпуск STS-транзакций составил более 166 млрд евро (Рисунок 6). Большая часть этих сделок обеспечена правами требования по торговым контрактам² в сегменте ABCP³ (37%).

¹ Эмиссии, выкупленные эмитентами, обычно используются для сделок РЕПО с центральными банками.

² Trade receivables.

³ Asset-Backed Commercial Papers.

Рисунок 5
Объемы эмиссии секьюритизированных ценных бумаг в ЕС
Источники: AFME, Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), расчеты Moody's



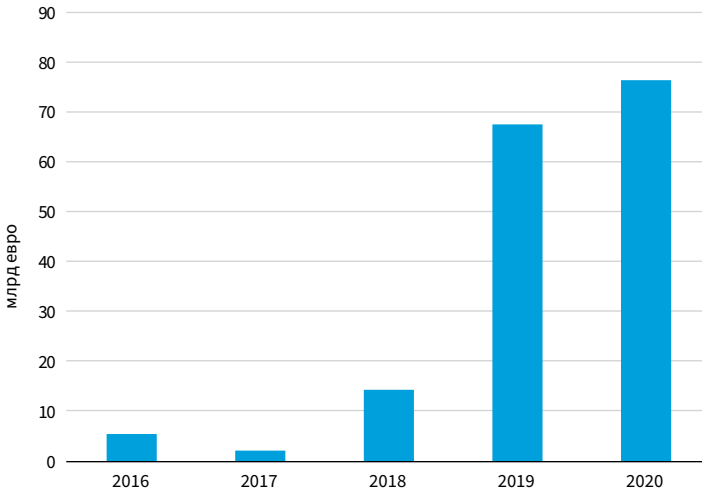


Рисунок 6
Объемы эмиссии STS-сделок

Примечание: сделки, выпущенные до вступления в силу директивы ЕС 1 января 2019 года, получили статус STS ретроспективно.

Источник: AFME

При этом на долю ABS, обеспеченных автокредитами, и RMBS приходится 27% и 18% соответственно, как показано на Рисунке 7.

RMBS, как и повсюду в мире, на сегодняшний день является крупнейшим классом активов на европейском рынке секьюритизации. На долю RMBS приходится около двух третей объема европейской секьюритизации, как показано на Рисунке 8. Примерно половина из находящихся в обращении облигаций RMBS (около 300 млрд евро) приходится на английские и голландские транзакции. CLO являются вторым по величине классом активов в Европе с объемом ценных бумаг в обращении, составляющим около 140 млрд евро.

Хотя географическое распределение рынка секьюритизации является более равномерным, чем распределение по классам активов, большая часть ценных бумаг приходится всего на пять стран: Великобританию, Нидерланды, Италию, Испанию и Францию, ценные бумаги которых составляют 83% рынка (Рисунок 9).

Синтетические сделки секьюритизации дополняют классические транзакции, основанные на действительной продаже (true sale), и также являются важным инструментом управления кредитными рисками и управления капиталом для банков. Поскольку синтетические секьюритизации обеспечены

теми же типами активов, что и классические транзакции действительной продажи, различия между ними в основном структурные: например, в вопросе, на чьем балансе остаются

Рисунок 7
Суммарное количество STS-сделок по типам обеспечения по состоянию на ноябрь 2020 г.
Источник: AFME



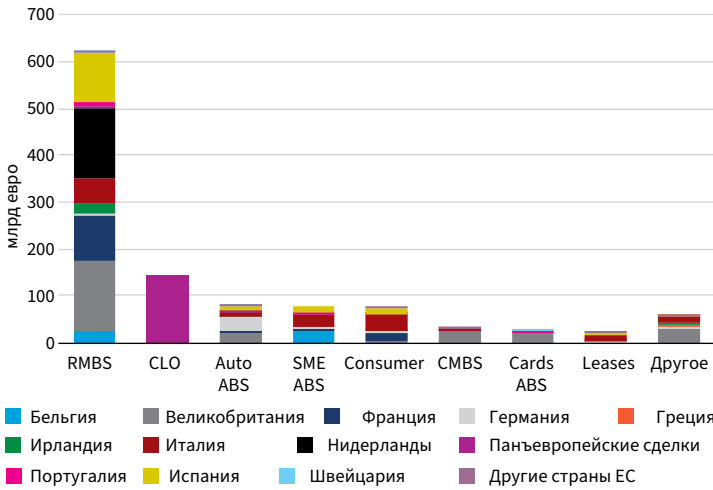


Рисунок 8
Объем обращающихся на рынках ЕС секьюритизированных ценных бумаг по классам активов по состоянию на III квартал 2020 г.

Примечание: последние доступные данные по CLO по состоянию на IV квартал 2019 г.

Источники: AFME, расчеты Moody's

активы, в дефиниции дефолтных активов, в степени зависимости от кредитного качества originатора, в затратах на организацию сделки и т. д.

Сегодняшний европейский рынок синтетической секьюритизации состоит в основном из частных двусторонних сделок, с очень небольшим количеством публичных сделок, получивших рейтинг. Однако, по данным Европейской комиссии, рыночная активность в этом сегменте рынка показывает стабильный рост начиная с 2016 года (Рисунок 10).

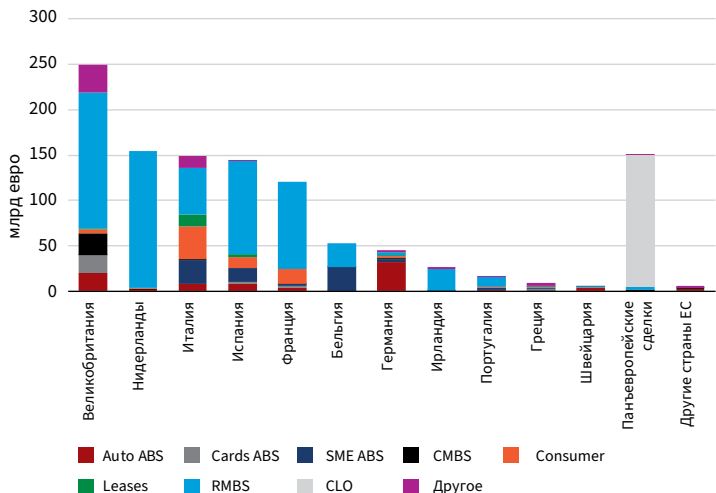
ОБЕСПЕЧЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ ЯВЛЯЮТСЯ ИСТОЧНИКОМ ДОЛГОСРОЧНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ РЫНКОВ НЕДВИЖИМОСТИ

Обеспеченные облигации занимают крупнейшую долю рынка частных долговых обязательств в Европе, являясь важным источником финансирования европейских банков, особенно в сфере недвижимости, и служат надежным источником фондирования в периоды кризисов.

Рисунок 9
Объем обращающихся на рынках ЕС секьюритизированных ценных бумаг по странам по состоянию на III квартал 2020 г.

Примечание: последние доступные данные по CLO (в категории «Панъевропейские сделки») показаны на конец IV квартала 2019 г.

Источники: AFME, расчеты Moody's



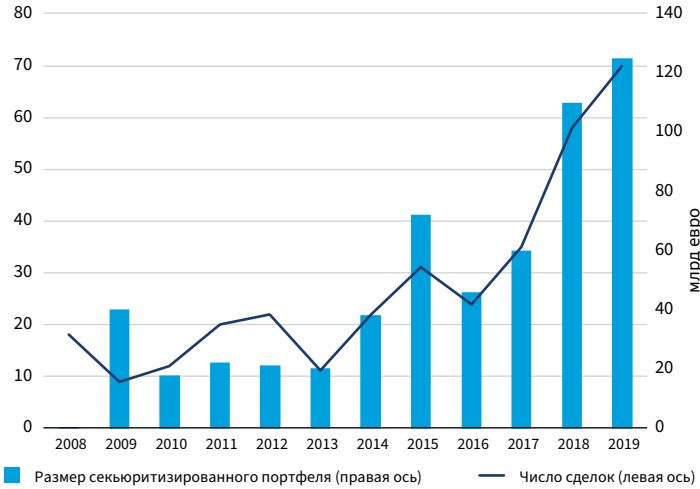


Рисунок 10
Объемы эмиссии синтетических секьюритизаций в ЕС после мирового финансового кризиса
Источник:
Европейская комиссия

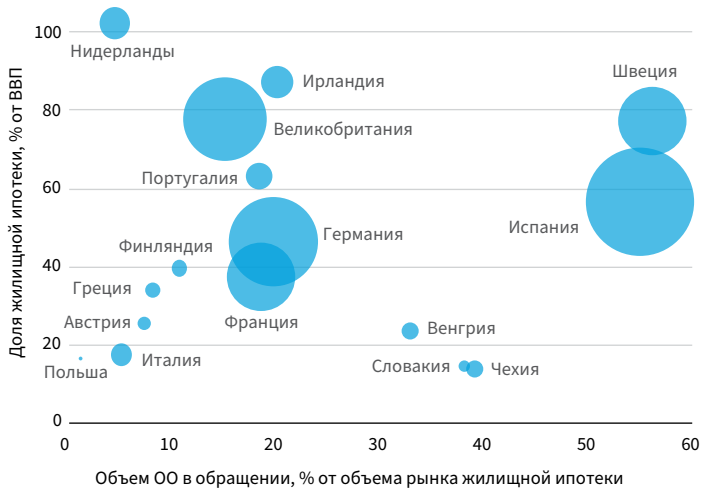
ЗНАЧИТЕЛЬНАЯ ЧАСТЬ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ СТРАН ЕС ФИНАНСИРУЕТСЯ ЗА СЧЕТ ОБЕСПЕЧЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ

ОО играют важную роль в финансировании рынков недвижимости в регионе. Так, например, к концу 2019 года в девяти странах Европейского союза доля жилищных ипотечных кредитов, финансируемых за счет обеспеченных облигаций, превышала 25%. Тогда как в 2009 году число таких стран было всего пять (ср. Рисунки 11, 12). За это время объем обращающихся на рынках ЕС ипотечных ОО увеличился на 30%,

что больше, чем 27%-ный рост задолженности по жилищной ипотеке. Наибольшее увеличение доли жилищных ипотечных кредитов, фондируемых с помощью ОО, произошло в Италии (рост с 5 до 45%), Австрии (рост с 7 до 43%) и Нидерландах (рост с 4 до 16%).

Показатели кредитного качества обеспеченных облигаций также способствовали повышению их значимости как источника фондирования в периоды кризисов. За период с 1997 по 2019 год было только 33 случая, ког-

Рисунок 11
Размер рынка ипотечных ОО (в % от рынка жилищной ипотеки) и рынка жилищной ипотеки (в % от ВВП) в 2009 г.
Примечание: размер круга отражает объем находящийся в обращении ипотечных ОО в евро
Источники: Moody's, European Mortgage Federation (EMF), Eurostat



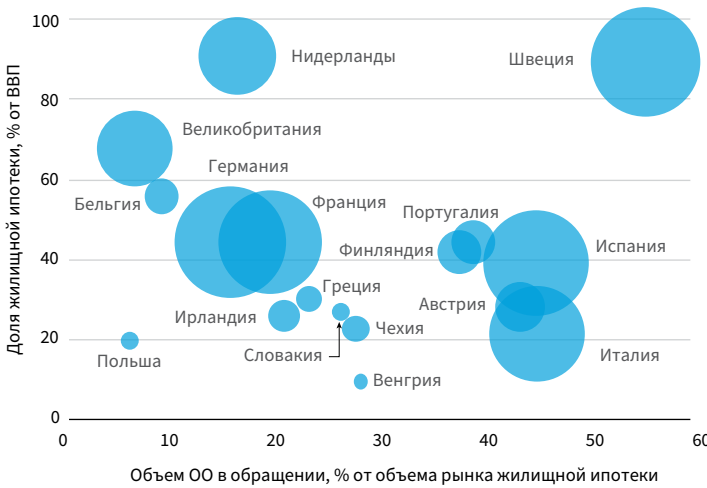


Рисунок 12
 Размер рынка ипотечных ОО (в % от рынка жилищной ипотеки) и рынка жилищной ипотеки (в % от ВВП) в 2019 г.
Примечание: размер круга отражает объем находящегося в обращении ипотечных ОО в евро
Источники: Moody's, European Mortgage Federation (EMF), Eurostat

да банки — эмитенты обеспеченных облигаций объявляли дефолт по другим обязательствам, включая депозиты. При этом выплаты по обеспеченным облигациям во всех этих случаях происходили без просрочек¹. Высокое кредитное качество ОО также способствует получению этим продуктом высокой системной поддержки со стороны регуляторов, в том числе нормативно-правовой. Этим объясняется значительный рост числа новых программ ОО², выпущенных во время финансового кризиса 2008 года и в последующие годы (Рисунок 13).

ЕВРОПЕЙСКИЙ РЫНОК ОО ХАРАКТЕРИЗУЕТСЯ БОЛЬШИМ ОБЪЕМОМ, И КОЛИЧЕСТВО ЭМИТЕНТОВ ПРОДОЛЖАЕТ РАСТИ

Европейский рынок ипотечных ОО превышает свой секьюритизационный аналог — рынок ипотечных ценных бумаг (RMBS): на конец 2019 года объем находящегося в обращении ипотечных ОО составил около 1.7 трлн евро — против 619 млрд евро, находящегося в обращении RMBS. Рынок ипотечных ОО имеет широ-

кий географический охват и включает в себя как развитые страны, например Германию с более чем 100-летней традицией выпуска пфандбрифов, так и молодые, развивающиеся рынки Восточной Европы. Однако только на пять крупнейших стран (Германия, Франция, Испания, Швеция, Италия) приходится 65% объема рынка, или 1.1 трлн евро, как показано на Рисунке 14.

ТРАНЗАКЦИИ СТРУКТУРИРОВАННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ВСЕ ЧАЩЕ ВЫПУСКАЮТСЯ С УЧЕТОМ ESG-КРИТЕРИЕВ

Вопросы экологической, социальной и корпоративной ответственности (ESG) в транзакциях структурированного финансирования были на повестке дня еще до пандемии. Теперь же распространение принципов ESG в структурированном финансировании должно еще более ускориться. Если посмотреть на цифры, мировой выпуск «экологических» облигаций всех видов в 2020 году достиг рекордных \$491 млрд. При этом доля ОО составляет 6% от находящегося в обращении «экологических» облигаций³, номинированных

¹ Подробнее см. Moody's Investors Service, Covered bonds — Global: Rating transition rates for covered bond deals, 1997–2019, 25.03.2020.

² В европейской практике эмиссия обеспеченных облигаций возможна в рамках единой программы.

³ Под «экологичными» облигациями мы понимаем «зеленые» и социальные бонды, то есть все инструменты, которые были выпущены с учетом ESG-принципов.

в евро. Секьюритизация же пока отстает от обеспеченных облигаций: на данный момент только несколько сделок на рынке секьюритизации были выпущены с учетом ESG-принципов.

Дальнейшему росту числа ESG-эмиссий на европейском рынке структурированного финансирования, вероятно, будет способствовать не только постоянно повышающийся спрос со стороны инвесторов, но и изменения в нормативно-правовой базе. Так, например, европейское постановление «О создании механизма содействия экологичным инвестициям»¹ закладывает основу для общеевропейской системы классификации, целью которой является стандартизация подхода к определению «экологически устойчивых» или «зеленых» видов экономической деятельности и связанных с ними инвестиций.

ЕВРОПЕЙСКИЕ ОБЕСПЕЧЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ С МАРКИРОВКОЙ ESG УЖЕ НЕ РЕДКОСТЬ

За 6 лет, прошедших с момента появления первых ОО с ESG-маркировкой, 20 банков из 10 стран ЕС эмитировали та-

кие бонды. К середине 2020 года их объем в обращении составил 21 млрд евро². Наиболее активными эмитентами являются банки Франции, Германии, Норвегии и Испании. Примерно две трети всех ОО с ESG-маркировкой являются «зелеными» бондами, эмиссии которых обычно соответствуют добровольным международным стандартам, известным как Принципы «зеленых» облигаций ICMA³. Первый национальный стандарт «зеленых» ОО был введен в 2019 году Ассоциацией немецких банков — эмитентов пфандбрифов (Verband deutscher Pfandbriefbanken, VDP).

ЧИСЛО ТРАНЗАКЦИЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ, ОРИЕНТИРОВАННЫХ НА ESG, ОСТАЕТСЯ НА НЕЗНАЧИТЕЛЬНОМ УРОВНЕ

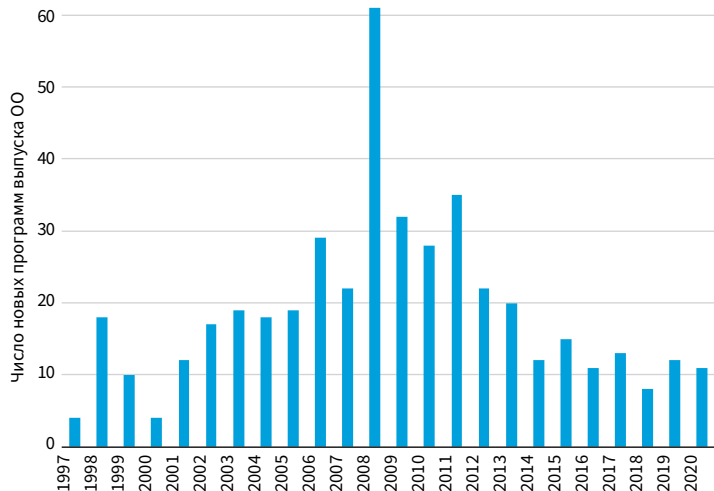
Европейский рынок сделок секьюритизации, ориентированных на ESG, все еще невелик по сравнению с рынком

¹ Имеется в виду Постановление Европейского парламента и Совета Европы Regulation (EU) 2020/852 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment.

² По данным European Covered Bond Council (ECBC, см. European Covered Bond Fact Book 2020).

³ Принципы «зеленых» облигаций (англ. Green Bond Principles, GBP) определяют критерии использования поступлений от размещения «зеленых» облигаций, процесс оценки и выбора проекта, управление средствами эмиссии и периодической отчетности. Подробнее см. The Green Bond Principles (GBP) 2018, International Capital Market Association (ICMA).

Рисунок 13
Годовое количество новых программ выпуска обеспеченных облигаций
Примечание: на графике представлено количество новых программ, выпущенные облигации которых получили рейтинг Moody's
Источник: Moody's



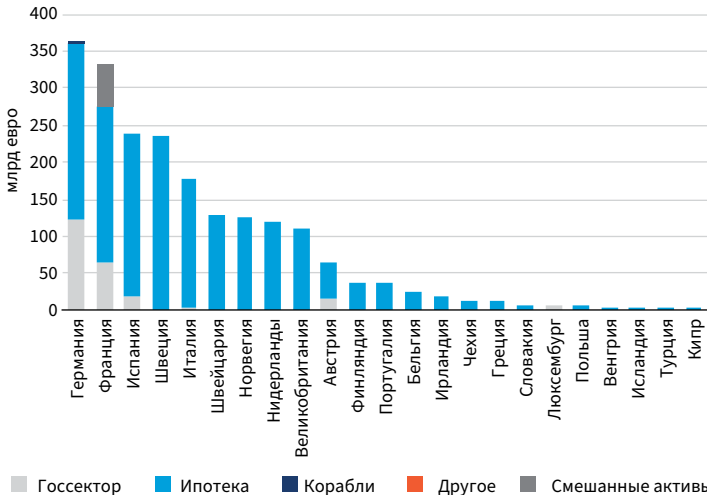


Рисунок 14
Объем находящихся в обращении обеспеченных облигаций и классы активов в массе покрытия

Примечание: по состоянию на конец 2019 г.

Источник: European Covered Bond Council (ECBC)

ОО или рынком секьюритизации США, где целые сектора рынка ABS являются экологически чистыми по своей сути, как, например, транзакции секьюритизации договоров лизинга солнечных батарей (Distributed solar ABS), а также транзакции, обеспеченные договорами финансирования проектов солнечной и ветроэнергетики для нужд коммунальных хозяйств (utilityscale solar and wind power project ABS).

На европейском рынке агентство Moody's присвоило рейтинг нескольким «зеленым» транзакциям ИЦБ

(RMBS), включая серию «зеленых» ИЦБ под маркой Green STORM голландского originатора Obvion N.V., дочерней компании Rabobank. В феврале 2020 года Moody's присвоило рейтинг первой и пока единственной европейской сделке CMBS¹, которая была выпущена с учетом Принципов «зеленых» облигаций ICMA.

¹ Французская сделка CMBS: River Green Finance 2020 DAC.



Илиас ТСАКАЛИДИС,
заместитель председателя
правления, Tengri Partners
Investment Banking (Kazakhstan)

Секьюритизация в Казахстане — важный шаг на пути к здоровому финансовому сектору

На сегодняшний день реализация полноценных сделок секьюритизации путем использования рыночных механизмов в Казахстане попросту невозможна. Причина тому — ряд законодательных и регуляторных норм, которые не только подразумевают дополнительный риск потери стоимости для инвесторов (в особенности в сделках траншевой секьюритизации в случае дефолта SPV), но и препятствуют справедливому отражению экономической состоятельности сделки и качеству кредитного риска облигаций в уровне международного кредитного рейтинга.

Учитывая объем и энергозатратность инициатив по изменению законодательства, зачастую необходима конкретная сделка, которая бы наглядно

продемонстрировала неэффективность тех или иных положений. В таком случае у регулятора и прочих участников рынка появляется живой пример и отпадает необходимость, что называется, мыслить «в теории». Приходит понимание, какие изменения могут обеспечить результат.

Таким примером стала дебютная сделка секьюритизации ипотечного портфеля крупнейшей ипотечной организации Казахстана — АО «Казахстанская жилищная компания» (далее — КЖК) в 2019–2020 гг. Сделка в размере до 26 млрд тенге (порядка \$65 млн) организована Tengri Partners Investment Banking (Kazakhstan).

Учитывая дебютную природу сделки, предполагается использование «ванильной» структуры действительной продажи с тремя траншами (старший —

около 80%, мезонин — 13% и младший транш в размере 7%). При этом самый рискованный транш остается за оригинатором по аналогии с международными транзакциями, а мезонин и старший будут предложены институциональным инвесторам (международные финансовые организации, пенсионный фонд, банки и страховые компании).

Актуальные ставки ипотечных займов на рынке предоставляют достаточно излишнего спреда для состоятельности структуры сделки (средняя доходность портфеля 12.5% при уровне безрисковых ставок порядка 10.2% на схожий срок). При этом качество и зрелость портфеля дает еще больший комфорт инвесторам (средневзвешенный LTV — менее 40%, срок с момента выдачи — более 5 лет). Также присутствует механизм PDL и наличие резервного фонда.

Работа с рейтинговыми агентствами показала, что без учета странового риска структура сделки отвечает наивысшим требованиям и соответствует рейтингу на уровне AAA. Однако присутствие понятия «странового потолка» диктует максимально достижимый рейтинг на уровне BBB+, что уже на две позиции выше рейтинга оригинатора (сегодня BBB-).

Подготовка сделки позволила выявить основные барьеры для развития рынка, дала толчок к широкому обсуждению вопроса на законодательном уровне и послужила поводом для внедрения ключевых поправок в правовую инфраструктуру в целях ее приведения в соответствие с лучшими мировыми практиками.

Главным ограничением в Казахстане, в сравнении с более развитыми юрисдикциями, сегодня является отсутствие полноценного понятия субординации при регистрации нескольких выпусков облигаций SPV в пределах одной облигационной программы. Несмотря на то что приоритетность в распределении средств инвесторам от поступлений по подлежащим активам в течение жизни SPV возможна, соблюдение такой приоритетности в случае дефолта SPV, по сути, противоречит следующему положению закона.

В случае ликвидации SPV (вследствие ее банкротства) активы, выступающие

обеспечением в сделке секьюритизации, должны быть пропорционально распределены (без учета субординации) напрямую между держателями облигаций. Другими словами, здесь используется так называемый подход *physical settlement*. Однако держателями могут являться институциональные инвесторы, которые попросту не имеют полномочий держать подобные права требования на балансе (будь то ипотечные займы, автокредиты и т. д.). Это неизбежно приведет к *fire-sale* или продаже актива с существенным дисконтом.

Вторым ограничением служит отсутствие четко определенного механизма как по передаче (в рамках текущей редакции закона), так и по реализации подлежащих активов. В рамках инициированных *Tengri Partners* и КЖК поправок такой механизм предусмотрен и во многом ориентирован на опыт Российской Федерации.

Наиболее подходящим кандидатом на роль лица, отвечающего за реализацию подлежащих активов с последующим распределением средств между держателями облигаций согласно заранее установленной субординации, на текущий момент является представитель держателей облигаций (далее — ПДО). Наиболее близкий по духу и функционалу к ПДО — это *trustee*, предусмотренный в международных сделках секьюритизации. Именно на него и предлагается возложить обязанности по временному управлению подлежащих активов до момента их реализации.

В случае принятия необходимых поправок рынку секьюритизации в Казахстане уготовано большое будущее. Причиной тому служит растущий рынок ипотеки и автокредитования на фоне ограниченного набора инструментов долгосрочного фондирования для локальных коммерческих банков и квазигосударственных компаний. К тому же, учитывая высокую долю неработающих займов и, следовательно, высокое давление на регуляторный капитал, секьюритизация, возможно, послужит единственным действенным способом повышения уровня ликвидности банков без необходимости господдержки, как это было ранее.

ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2021

Секьюритизация
ипотеки



Андрей СУЧКОВ,
начальник управления
секьюритизации,
ВТБ Капитал

Тяжелый год стал рекордным. Продолжится ли рост?

Кризисный, ковидный 2020 год стал для российского ипотечного рынка абсолютно рекордным. Основными стимулами его развития стали последовательное смягчение монетарной политики Банка России и стартовавшая в апреле государственная программа льготной ипотеки. Ставки упали до исторически минимальных уровней при кредитовании как нового, так и вторичного рынка жилья, что резко подтолкнуло спрос. В июле, августе, сентябре, октябре, декабре последовательно устанавливались рекорды ежемесячной выдачи. Всего за год было выдано 1.7 млн кредитов на 4.3 трлн рублей — рост к предыдущему году по количеству и объему соответственно на 35% и 50%. Ипотечный портфель увеличился более чем на 20% и с учетом секьюритизации достиг 10 трлн рублей.

Основной спрос оставался за вторичным рынком, на который пришлось 72%

новых кредитов, однако темпы роста кредитования нового жилья были выше за счет программы льготной ипотеки, в результате которой средняя ставка кредитов на новостройки упала за год с 8.3 до 5.9%. Строительная отрасль получила серьезную поддержку, впрочем, по итогам года показала снижение объемов ввода жилья до 80.6 млн м² с 82 млн м² в 2019 году. Стройка не успевала за стимулированным спросом, в результате мы видели заметный рост цен на новое жилье. По данным ЦИАН, стоимость 1 м² в московских новостройках выросла за год на 21%, а в Московской области — на 26%. Лидером роста, по информации «Авито-Недвижимость», стал Сочи, где квадратный метр подорожал на 39%, а в таких городах, как Санкт-Петербург, Нижний Новгород, Калининград, Брянск, Тула, цена 1 м² в новостройке выросла на 30% и более. Рост цен на вторичном рынке жилья отставал от новостроек, но также был весьма заметен.

ПЕРСПЕКТИВЫ ГОСПРОГРАММЫ ЛЬГОТНОЙ ИПОТЕКИ

Подобная ситуация вызвала активное обсуждение с участием руководителей экономических ведомств и Банка России риска формирования пузыря на рынке жилой недвижимости и в связи с этим целесообразности продления льготной программы. Начавшись летом прошлого года, дискуссия продолжилась и в наступившем 2021 году. И хотя в ходе обсуждения звучали неоднократные уверения в отсутствии значимого риска пузыря, обеспокоенность ситуацией ощущалась, и основания для нее, безусловно, были. Взрыв спроса в результате подешевевшей ипотеки разогрел цены, а рост цен подталкивал горожан взять кредит по низкой ставке. Особенно это было заметно осенью перед окончанием исходно заявленного срока льготной программы. В инвестиционно привлекательных регионах, таких как Московский, заметно выросла доля покупки «инвестиционных квартир». По данным некоторых аналитиков, к концу года 25% покупателей были инвесторами, планирующими сдавать квартиру в аренду. Рост ипотечного рынка происходил на фоне экономического спада и сокращения реальных доходов населения.

Пролонгация программы до июля 2021 года снизила ажиотаж. Хотя доля просроченной задолженности по ипотечным кредитам остается небольшой и составляла на 1 января 2021 года лишь 0.9%, абсолютный объем просрочки увеличивался на протяжении всего года, и риск последующего снижения качества выданных кредитов весьма серьезен.

Учитывая рост цен и падение реальных доходов, говорить о повышении доступности жилья уже нельзя. Влияние льготной программы на рост объемов жилищного строительства в текущих условиях не очевидно, хотя поддержку застройщикам она оказала значительную. По информации аналитического центра ЦИАН, в 2020 году московские девелоперы получили рекордную выручку 1.32 трлн рублей, что на 22% больше, чем годом ранее, однако площадь выведенного на продажу жилья была лишь

на 1% больше, чем в 2019 году. В феврале 2021 года, по статистике Единой информационной системы жилищного строительства ДОМ.РФ, число возводимых в стране новостроек, как и их общий метраж, упали до минимума последних лет.

Неопределенность экономической ситуации объективно снижает инвестиционную активность, в том числе и в строительной сфере. В обновленном проекте госпрограммы обеспечения доступным жильем, представленном Минстроем, в текущем году снижение объемов строительства продолжится. Превысить результат 2019 года удастся только в 2023 году, ускоренный же рост в соответствии с проектом начнется с 2027 года.

То, что льготная программа, показав свою эффективность как антикризисная мера, практически себя исчерпала в связи с повышением цен и требует своевременного свертывания, подтвердила и председатель Банка России Эльвира Набиуллина, отметив возможность ее сохранения в отдельных регионах с низкой обеспеченностью жильем и целесообразность расширения постоянно действующих льготных программ для отдельных категорий населения, таких как молодые семьи с детьми.

По мнению некоторых экспертов, основным фактором роста ипотечного кредитования в прошлом году стала мягкая денежно-кредитная политика, а льготная программа лишь разогнала цены. Не вполне с этим согласен, поскольку именно госпрограмма сформировала настроение на рынке и обеспечила его ускоренный рост. Сегодня идет практическое обсуждение продления государственной программы. Соответствующее поручение представить предложения по порядку реализации льготных ипотечных программ в 2021–2024 годах, включая возможность снижения ставки для семей с детьми, получили правительство РФ и Центральный банк. Думаю, что точечное продление госпрограммы в отдельных регионах также может быть оправданным. Это позволит сохранить рыночное настроение, поддержит темпы жилищного стро-

ительства, а значит, будет содействовать общеэкономическому росту.

В то же время базовые условия государственной программы льготной ипотеки требуют серьезного реформирования и оптимизации. По оценке ЦБ, если в 2019 году затраты федерального бюджета на субсидирование ипотечных ставок составили менее 2 млрд рублей, то по итогам 2020 года они приблизятся к 40 млрд, а в 2021–2022 этот показатель может вырасти в 2 раза вследствие накопления кредитов с субсидированной ставкой¹. Оценка сделана на основе начальных условий программы, а поскольку она была продлена, общие затраты смогут увеличиться в 4 раза. При этом, учитывая сохраняющийся дефицит бюджета и отмечаемое снижение доступности жилья для граждан, увеличение бюджетных затрат без повышения их эффективности представляется нерациональным.

В случае достижения заявленных темпов восстановительного роста и роста реальных доходов на фоне сохранения относительно мягкой монетарной политики программу в ее исходном виде

нужно будет сворачивать и активизировать рыночные механизмы поддержки ипотечного жилищного кредитования и жилищной сферы в целом.

ИТОГИ НА РЫНКЕ ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Эффективным инструментом такой поддержки является секьюритизация, роль и значение которой в текущих финансово-экономических условиях могут и должны заметно увеличиваться. Рынок ипотечных ценных бумаг, развитие которого определяется динамикой и потребностями первичного рынка, также показал в прошедшем году рекордный результат (см. Рисунок 1).

Всего было размещено 13 выпусков ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) общим объемом 374 млрд рублей. Среди них одна чисто рыночная, или так называемая классическая сделка Абсолют Банка, старший транш которой с рейтингом AAA(ru.sf) от АКРА был размещен в рынок. Остальные сделки были закрыты в рамках программы ДОМ.РФ и имеют дополнительное обеспечение в форме поручительства государственного института развития (см. Таблицу 1).

Следует отметить выпуски ИЦБ с электронными закладными, реализованные Сбербанком. Причем в июле он сделал

¹ Жилищное строительство №2 (3), октябрь 2020 года. Аналитическая записка. ЦБ РФ, Москва, 2020.

Рисунок 1. Динамика объемов сделок секьюритизации жилищной ипотеки
Источники: Cbonds, Интерфакс-ЦРКИ

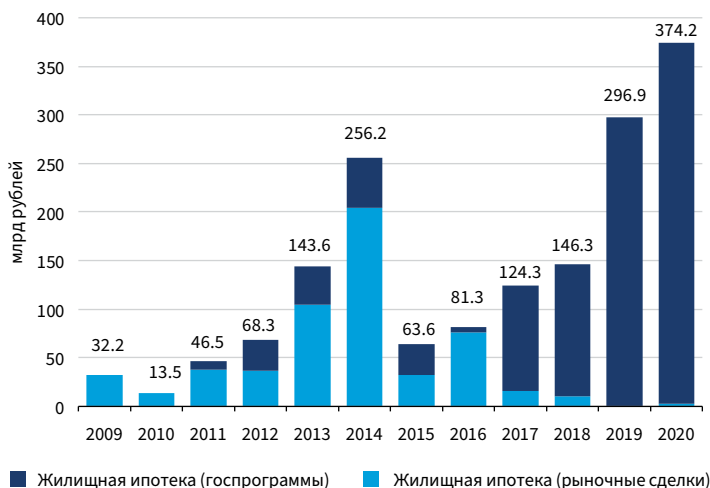


Таблица 1. Выпуск ипотечных ценных бумаг в России в 2020 году

Источники: Cbonds, Интерфакс-ЦРКИ

#	Банк-оригинатор	Эмитент	Организаторы выпуска*	Дата размещения	Объем, всего, млн рублей	Рейтинг старшего транша / Поручительство
2020						
1	ДОМ.РФ	ДОМ.РФ Ипотечный агент	ДОМ.РФ	26.06.2020	6653	Поручительство ДОМ.РФ
2	ДОМ.РФ	ДОМ.РФ Ипотечный агент	ДОМ.РФ	18.06.2020	16 253	Поручительство ДОМ.РФ
3	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Сбербанк КИБ	17.07.2020	1036	Поручительство ДОМ.РФ
4	Росбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Росбанк	18.03.2020	7207	Поручительство ДОМ.РФ
5	Абсолют Банк	Ипотечный агент Абсолют 5	ВТБ Капитал, Райффайзенбанк	06.08.2020	3003	AAA(ru.sf) от АКРА
6	Газпромбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Газпромбанк	30.10.2020	7245	Поручительство ДОМ.РФ
7	Банк «ДОМ.РФ»	ДОМ.РФ Ипотечный агент	ДОМ.РФ	19.11.2020	14 019	Поручительство ДОМ.РФ
8	ДОМ.РФ	ДОМ.РФ Ипотечный агент	ДОМ.РФ	10.12.2020	16 540	Поручительство ДОМ.РФ
9	Росбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Росбанк	11.12.2020	5825	Поручительство ДОМ.РФ
10	Банк «ДОМ.РФ»	ДОМ.РФ Ипотечный агент	ДОМ.РФ	18.12.2020	10 206	Поручительство ДОМ.РФ
11	Банк ВТБ	ДОМ.РФ Ипотечный агент	ВТБ Капитал	21.12.2020	191 456	Поручительство ДОМ.РФ
12	Сбербанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Сбербанк КИБ	24.12.2020	45 719	Поручительство ДОМ.РФ
13	Газпромбанк	ДОМ.РФ Ипотечный агент	Газпромбанк	25.12.2020	49 087	Поручительство ДОМ.РФ

* По информации Cbonds.

пилотную эмиссию на 1 млрд рублей, а убедившись, что формат работает, уже в конце года закрыл сделку на 45.7 млрд рублей. Думаю, что масштабирование этого опыта позволит повысить технологичность секьюритизации, уменьшить затраты, связанные с организацией сделок, что до сих пор является одним из препятствий для многих ипотечных кредиторов при выходе на этот рынок. Актуальность перехода к транзакциям в электронной форме особенно ярко проявилась в период пандемических ограничений, когда работа с бумажными закладными оказалась серьезно затруднена.

Наконец, ВТБ, лидер рынка ИЦБ, реализовал так называемую эталонную сделку, крупнейшую за всю историю российской секьюритизации, объемом 191.45 млрд рублей, которая вошла в число крупнейших мировых сделок за 2020 год.

Более 85% общего объема сделок было закрыто в декабре, что связано не только с тем, что традиционно подобные транзакции закрываются ближе к концу года, но и с тем, что в течение года мы столкнулись с высокой неопределенностью в оценке рисков. Падение реальных доходов, предоставление

отсрочек и ипотечных каникул, выход из этих каникул — все это усложнило оценку, и сделки откладывались.

Наконец, 95% всего объема — это сделки четырех госбанков. Мы многократно говорили, что, выравнявая условия фондирования для различных банков, перераспределяя риски, секьюритизация способна повысить конкуренцию на первичном рынке, что является неременным условием его развития и повышения доступности кредитов на рыночных основах. Но этого пока не происходит. Поэтому в очередной раз подчеркнем необходимость активизации работы ДОМ.РФ с частными банками, банками второго эшелона, которым важно предлагать специализированные программы.

ВОСТРЕБОВАННОСТЬ ИПОТЕЧНОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Тенденции развития банковской системы в 2021 году, которые во многом стали результатом вызовов прошлого кризисного года, работают в пользу активизации секьюритизации как инструмента решения проблем, стоящих перед развитием рынка ипотечного кредитования.

Секьюритизация предоставляет банкам эффективный инструмент привлечения долгосрочных ресурсов в сферу ипотечного кредитования, которое сегодня в значительной степени финансируется депозитами населения. На фоне смягчения денежно-кредитной политики (ДКП) в прошедшем году мы наблюдали снижение ставок по депозитам, что серьезно уменьшало их привлекательность. Летом прошлого года 30% вкладчиков выразили готовность изъять свои средства в случае продолжения снижения ставок, а Банк России зафиксировал рекордный переток вкладов населения с депозитов в другие формы сбережения, в том числе в инструменты фондового рынка, объем вложений граждан в которые достиг 10 трлн рублей. В результате произошли видимые изменения в структуре фондирования банковской системы. Доля депозитов в пассивах банковского сектора уменьшилась с 25.8% в начале 2020 года до 20.4% в начале 2021 года. И хотя за год средства населения на банковских счетах номинально выросли на 6%, с учетом валютной переоценки средств на счетах эскроу и прихода разовых социальных выплат отток средств, по расчетам НРА, превысил 700 млрд рублей.

Во второй половине декабря в российском банковском секторе, впервые с 2017 года, образовался структурный дефицит ликвидности. Это стало результатом увеличения дефицита бюджета, активных заимствований Минфина и увеличения вложений банков в ОФЗ, а также роста спроса на наличные, объем которых в обращении вырос за год более чем на четверть. В начале года ситуация с дефицитом усугубилась, но уже в феврале профицит вернулся.

По мнению экспертов, такая волатильность сама по себе не несет рисков финансовой стабильности, но делает ситуацию в финансовом секторе более напряженной и может потребовать от Банка России более интенсивных компенсирующих мер. Замедление притока новых средств, несмотря на ожидаемый рост ставок по вкладам, сохранение бюджетного дефицита, переток средств на фондовый рынок и уход в на-

личность может обострить для банков вопрос фондирования. Поддержание роста ипотечного кредитования требует адекватного фондирования, и значение секьюритизации в сложившихся условиях может и должно повыситься.

Секьюритизация, которая предполагает продажу активов с баланса банка, традиционно использовалась как инструмент разгрузки капитала. Большинство экспертов и рейтинговых агентств, как российских, так и международных, прогнозируют снижение достаточности капитала в банковской системе. В прошлом году Банк России разрешил банкам не увеличивать резервы по заемщикам, у которых ухудшилось финансовое положение, а также по реструктурированным кредитам. Эта льгота действует до 1 июля 2021 года. К указанной дате резервы должны быть созданы в полном объеме, при этом ЦБ рекомендовал приступить к резервированию заранее. На конец 2020 года реструктурированная банками задолженность составила 6.6 трлн рублей, или более 11% кредитного портфеля. Банки реструктурировали кредиты физлиц на 860 млрд рублей, или 4% от всего объема, и 5.1 трлн рублей кредитов юрлиц (без учета МСП), что составило 14.4% от совокупного портфеля. По оценке «Эксперт РА», объем недосозданных резервов составляет порядка 1.7 трлн рублей, а адекватное резервирование может абсорбировать до половины прибыли в 2021–2022 годах. По оценке АКРА, отмена регуляторных послаблений приведет к снижению достаточности капитала (Н 1.2) с 10.7% в 2020 году до 10.2% в 2021 году. По мнению агентств, это не является критичным для системы в целом, но может представлять проблему для отдельных банков, которым потребуется докапитализация.

Выпуск и продажа ипотечных бумаг нагрузку на капитал, безусловно, снижает, однако и замена на балансе ипотечных кредитов на бумагу с поручительством ДОМ.РФ дает такую возможность, с учетом их риск-веса 20%. Ничего предосудительного в этом нет, в кризисные периоды многие центробанки, включая ЕЦБ, сознательно да-

вали банкам возможность регуляторного арбитража. Однако с внесением изменений в Инструкцию ЦБ №199-И ситуация несколько поменялась. Введена новая шкала коэффициентов рисков от 20 до 100% в зависимости от LTV и ПДН (показатель долговой нагрузки). Это долгожданное изменение, которое увеличивает потенциал ипотечного кредитования, но теперь операция по замене кредитов на ИЦБ с поручительством ДОМ.РФ теряет привлекательность, учитывая, что секьюритизируемые кредиты низкорискованные, с LTV не более 80%, а затраты на сделку достаточно большие. Чтобы получить осязаемую экономию капитала, бумаги надо продавать стороннему инвестору.

Наконец, секьюритизация — это эффективный инструмент хеджирования процентного риска — основного риска долгосрочной ипотеки по фиксированной ставке.

Подтвердив на февральском заседании Совета директоров, что в текущем году ДКП останется мягкой, регулятор указал на исчерпание потенциала ее дальнейшего смягчения и объявил о возвращении к нейтральной политике, сроки которого будут определяться по мере развития ситуации с учетом динамики инфляции. В текущих условиях нейтральный диапазон оценивался в 5–6%. При этом темпы инфляции, составив по итогам 2020 года 4.9%, продолжали увеличиваться в наступившем 2021 году и к концу февраля достигли 5.7% в годовом выражении. По прогнозу Банка России, после достижения своего максимума в феврале — марте инфляция должна начать снижаться. Однако текущая ценовая динамика заставила многих аналитиков говорить о возмож-

ности перехода к нейтральной политике и начале цикла ужесточения ранее, чем ожидалось.

Учитывая подобную неопределенность, следует постоянно иметь в виду, что большая доля ипотечных кредитов с фиксированной ставкой на балансе, а сегодня это почти 14% кредитного портфеля по системе, несет высокий процентный риск, реализация которого чревата самыми серьезными последствиями. Мы хорошо помним, как это происходило в недалеком прошлом, когда ситуация менялась в одночасье.

Увеличение процентного риска в связи с вероятным ростом процентных ставок, безусловно, повышает заинтересованность банков в пролонгации антикризисной программы льготной ипотеки, по условиям которой процентный риск практически принимает на себя государство, то есть бюджет.

Но даже если программа в каком-то виде сохранится, необходимо учитывать, что львиная часть ипотечного портфеля — это кредиты на вторичное жилье, где процентный риск лежит на банках в полном объеме.

Конечно, секьюритизация не является панацеей, а лишь дает инструмент управления рисками и решения проблем развития ипотечного кредитования. Но для полноценной реализации всех ее возможностей необходим комплексный, стратегический подход к развитию отрасли. О секьюритизации нельзя рассуждать в рамках отчетного периода, это инструмент управления рисками на длинном горизонте, чего и требует ипотека, и если банк занимается ею системно, он должен включаться в работу заранее, не ожидая, когда риски реализуются.



Дмитрий АРТИМЕНЯ,
руководитель направления,
Ценовой центр АО «ДОМ.РФ»

Павел ДОВБНЯ,
руководитель направления,
Ценовой центр АО «ДОМ.РФ»



Амортизация ИЦБ ДОМ.РФ: оценка и влияние досрочного погашения ипотеки

ОПРЕДЕЛЕНИЯ

В данной статье используется ряд статистик, применяемых при анализе пулов закладных. В целях сохранения целостности дальнейшего текста приведем формулы их расчета в начале:

- Средневзвешенная текущая ставка пула закладных на дату среза (WAC, Weighted-Average Coupon), % годовых:

$$WAC = \sum_{i=1}^n \frac{ООД_i * \text{ставка}_i}{ООД_{\text{пула}}}$$

где
 i — индекс закладной,
 n — количество закладных в пуле,
 $ООД_i$ — остаток основного долга (далее — ОД) по закладной i на дату среза,
 ставка_i — текущая ставка по кредиту на дату среза, % годовых,
 $ООД_{\text{пула}}$ — сумма остатка ОД в пуле на дату среза.

- Средневзвешенная текущая выдержка пула закладных на дату среза (WALA, Weighted-Average Loan Age), лет:

$$WALA = \sum_{i=1}^n \frac{ООД_i * \text{выдержка}_i / 365}{ООД_{\text{пула}}}$$

где
 выдержка_i — дней с даты выдачи кредита до даты среза.

- Темп досрочных погашений за месяц (CPR, Conditional Prepayment Rate), % годовых:

$$CPR = 1 - \left(1 - \frac{\text{частичные} + \text{полные}}{ООД_{\text{пула}} - \text{плановые}} \right)^{12}$$

где
 частичные — сумма частичных досрочных погашений ОД в пуле за месяц,
 полные — сумма полных досрочных погашений ОД в пуле за месяц,
 плановые — сумма плановых погашений ОД в пуле за месяц,

$ОД_{пула}$ — сумма остатка ОД в пуле на начало месяца.

- Темп выхода в просрочку 90+ за месяц (CDR, Conditional Default Rate), % годовых:

$$CDR = 1 - \left(1 - \frac{\text{выход в 90+}}{ОД_{пула} - \text{плановые}} \right)^{12},$$

где

выход в 90+ — сумма ОД по закладным, которые в данном месяце *впервые* вышли в просрочку 90+ дней.

- Стимул к рефинансированию в пуле закладных на дату среза, % годовых:

Стимул = WAC – Ставка реф. ипотеки,

где

Ставка реф. ипотеки — средняя по топ-15 банкам ставка рефинансирования ипотеки (рассчитывается еженедельно Аналитическим центром ДОМ.РФ). При расчете среднего ставки взвешиваются по долям выдачи банков за предыдущий год.

РИСКИ ИПОТЕЧНЫХ ПУЛОВ И ИЦБ ДОМ.РФ

В данной статье рассматриваются особенности амортизации стандартизованных однотраншевых облигаций с ипотечным покрытием, для которых одно ипотечное покрытие обеспечивает только один выпуск ценных бумаг и исполнение обязательств по которым дополнительно обеспечивается солидарным поручительством АО «ДОМ.РФ» (далее — ИЦБ ДОМ.РФ). Поручительство предполагает полный выкуп ДОМ.РФ по номинальной стоимости кредитов с просроченной задолженностью свыше 90 дней.

Вначале рассмотрим основные риски ИЦБ ДОМ.РФ с точки зрения инвестора: опишем эволюцию профиля рисков от кредитного и процентного для пула закладных до более низкого и по сути только процентного для ИЦБ ДОМ.РФ с фиксированной ставкой купона.

В обособленном¹ пуле закладных присутствуют и кредитный, и процентный

риски в полной мере. Так, кредиты могут накапливать просроченную задолженность, и весь многоэтапный процесс ее взыскания составляет часть денежного потока по пулу. Процентный риск состоит из трех компонентов. Во-первых, приведенная стоимость потока платежей по кредитам с фиксированной ставкой падает при росте ставок на рынке (далее — *риск изменения рыночных ставок дисконтирования*). Во-вторых, темп досрочных погашений определяет дюрацию денежных потоков по пулу, и его изменение будет напрямую влиять на срок, в течение которого инвестор в пул закладных будет получать WAC (далее — *риск изменения дюрации*). В-третьих, WAC пула может меняться со временем: закладные с более высокими ставками могут быстрее рефинансироваться и выбывать из пула, что будет приводить к постепенному снижению WAC (далее — *риск снижения WAC*).

Если под обеспечение обособленного пула закладных выпустить ИЦБ ДОМ.РФ с плавающей ставкой купона, профиль рисков изменится. Кредитный риск пула сменится кредитным риском ИЦБ ДОМ.РФ, который ниже, чем квазисуверенный риск ДОМ.РФ. Процентный риск между тем останется прежним, так как ставка купона по ИЦБ ДОМ.РФ формируется исходя из процентных поступлений, полученных по пулу в течение расчетного периода, за вычетом расходов на инфраструктуру секьюритизации (сервис закладных, поручительство и прочие расходы).

Кредитный риск ИЦБ ДОМ.РФ по сути меньше квазисуверенного кредитного риска ДОМ.РФ за счет дополнительного усиления в виде залога ипотечного покрытия из обеспеченных недвижимостью кредитов. Показатель текущего LTV — соотношения остатка ОД к стоимости недвижимости в обеспечении — на конец 2020 года в среднем по кредитам в ипотечных покрытиях ИЦБ ДОМ.РФ составил 52.5%.

Если зафиксировать ставку купона по ИЦБ ДОМ.РФ на уровне, не превышающем максимальное значение ставки, которое могут обеспечить процентные поступления по пулу,

¹ В ИЦБ ДОМ.РФ пул закладных не пополняется новыми кредитами после его фиксации для цели выпуска облигации.

Таблица 1. Риски ипотечных пулов и ИЦБ ДОМ.РФ

	Обособленный пул закладных	ИЦБ ДОМ.РФ с плавающей ставкой купона	ИЦБ ДОМ.РФ с фиксированной ставкой купона
Кредитный риск	полный кредитный риск пула	меньше, чем квазисуверенный риск ДОМ.РФ	меньше, чем квазисуверенный риск ДОМ.РФ
Процентный риск	риск изменения рыночных ставок дисконтирования	риск изменения рыночных ставок дисконтирования	риск изменения рыночных ставок дисконтирования
	риск изменения дюрации	риск изменения дюрации	риск изменения дюрации
	риск снижения WAC	риск снижения WAC	-
Модельный риск	риск моделирования досрочных погашений и процентных поступлений по пулу	риск моделирования досрочных погашений и процентных поступлений по пулу	риск моделирования досрочных погашений по пулу

то процентный риск ИЦБ ДОМ.РФ сокращается до суммы уже только двух компонентов: риска изменения рыночных ставок дисконтирования и риска изменения дюрации. Риск изменения WAC полностью закрывается фиксацией купона (которая подразумевает заключение дополнительного договора процентного свопа между ДОМ.РФ и ипотечным агентом). Дополнительно фиксация купона упрощает моделирование денежного потока по облигации: инвестору нет необходимости моделировать процентные поступления по пулу и расходы ипотечного агента. Оценка облигации в результате предполагает только моделирование досрочных погашений.

Эволюция профиля рисков от пула закладных до ИЦБ ДОМ.РФ с фиксированной ставкой купона представлена в Таблице 1.

Наличие риска изменения дюрации как компонента процентного риска ИЦБ ДОМ.РФ требует отдельного анализа структуры ее амортизации.

АМОРТИЗАЦИЯ ИЦБ ДОМ.РФ

Амортизация ИЦБ ДОМ.РФ повторяет динамику погашения находящегося в залоге пула, с тем исключением, что выходы закладных в дефолт автоматически влекут их досрочные погашения по номинальной стоимости. Погашение номинала ИЦБ ДОМ.РФ в купонную выплату состоит из денежных поступлений, уплаченных в счет погашения остатка ОД по закладным за расчетный период. К примеру, в случае выплаты квартального купона 28 октября расчетный пери-

од начинается 1 июля и заканчивается 31 сентября.

Амортизация облигации делится на следующие компоненты (см. Рисунок 1):

- плановые погашения ОД по графику платежей;
- выкуп дефолтных закладных;
- частичные досрочные погашения ОД;
- полные досрочные погашения ОД;
- досрочное погашение ИЦБ эмитентом при достижении условия clean-up.

Первый и последний компоненты несут технический характер. Формула расчета плановых погашений известна заранее, однако их фактические суммы за расчетные периоды, как правило, существенно ниже из-за частичных и полных досрочных погашений. Как бы то ни было, плановые погашения составляют довольно незначительную долю всех погашений. Опцион clean-up, в свою очередь, призван уменьшить операционные издержки при снижении остатка ОД пула. В процессе моделирования обычно предполагается, что он исполняется при первой же возможности после достижения порогового значения (в большинстве случаев 5% от первоначального объема выпуска). Таким образом, оценка риска изменения амортизации сводится к анализу (в порядке по убыванию важности) полных досрочных погашений, частичных досрочных погашений, темпов выхода закладных в дефолт.

Измерение внеплановой скорости погашения конкретной ИЦБ ДОМ.РФ ведется путем отслеживания двух статистических показателей пула, описывающих внеплановое погашение ОД. Первый, Conditional Prepayment Rate (CPR), рассчитывается

на основе суммы частичных и полных досрочных погашений за месяц. Второй, Conditional Default Rate (CDR), рассчитывается на основе суммы ОД по закладным, которые в данном месяце впервые вышли в просрочку 90+ дней. Оба показателя считаются «за месяц», далее аннуализируются и измеряются в процентах годовых.

Для пулов стандартной ипотеки CDR не является определяющим компонентом амортизации. Так, в выпусках ИЦБ ДОМ.РФ средневзвешенный по ОД пулов CDR за 2019 год составил 0.56% годовых. В 2020 году, в связи с частичной остановкой экономики, данный показатель вырос до 0.86% годовых. Моделирование кредитного риска, как правило, происходит отдельно от риска досрочных погашений и в целом более прямолинейно связано с общим экономическим ростом.

Как будет описано в следующей секции, частичные досрочные погашения в терминах CPR относительно стабильны, составляют порядка 5–10% годовых в зависимости от пула и склонны постепенно снижаться с ростом выдержки пула.

Наиболее значимым, вариативным и неопределенным компонентом амортизации ИЦБ ДОМ.РФ является CPR в части полных досрочных погашений. В рамках моделирования и анализа полных досрочных погашений используется упрощающее, но достаточно реалистичное предположение, что они формируются

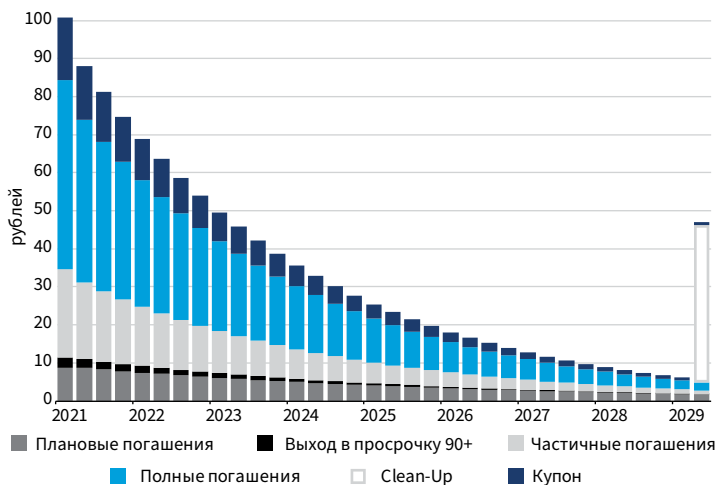
целиком за счет рефинансирования ипотечных кредитов. В действительности существуют и другие факторы: к примеру, заемщик может выделить необходимую сумму для полного погашения кредита из своих накоплений.

ПРИРОДА РИСКА ДОСРОЧНЫХ ПОГАШЕНИЙ

На Рисунке 2 представлена историческая динамика средневзвешенного месячного CPR в пулах ИЦБ ДОМ.РФ. На графике видно, что доля рефинансирования в CPR обладает намного большей дисперсией, чем доля частичных погашений. Как любое экономическое явление, вариативность доли рефинансирования в пулах секьюритизации имеет сложную природу и зависит от множества факторов. Так, к примеру, падение CPR в апреле — мае 2020 года вызвано введением локдауна. Однако классическим подходом к объяснению большей части вариативности поведения полных досрочных погашений является оперирование термином «стимул к рефинансированию».

В наиболее простой постановке стимулом к рефинансированию для заемщика является разница между текущей ставкой по кредиту и текущей средней ставкой, по которой банки предлагают рефинансировать ипотеку. Для пула стимул к рефинансированию определяется как разница между WAC и текущей средней ставкой

Рисунок 1
Иллюстрация разбивки денежного потока ИЦБ ДОМ.РФ на компоненты (с постоянными уровнями CPR/CDR)



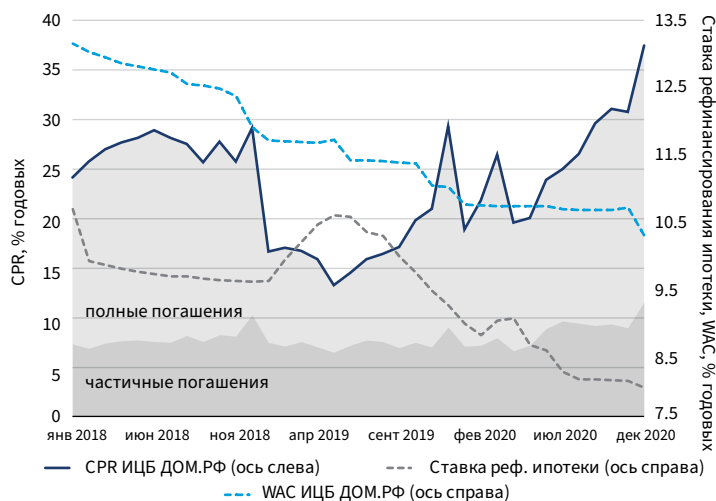


Рисунок 2
CPR выпусков ИЦБ ДОМ.РФ, WAC и ставка рефинансирования ипотеки

рефинансирования ипотеки. Это определение предполагает, что средний заемщик в пуле может рефинансироваться по средней ставке на рынке. В то же время если для конкретного пула есть обоснованная, отличная от нуля оценка среднего спреда относительно рыночной ставки при выдаче, то ставку рефинансирования в определении стимула для пула нужно увеличить на этот спред.

Таким образом, стимул к рефинансированию представляет собой ожидание выгоды от него для заемщиков в пуле. В данной статье используется стандартное определение стимула без добавления спреда при выдаче.

На Рисунке 2 прослеживается четкая зависимость: сокращение в 2019 году разницы между общей WAC пулов ИЦБ ДОМ.РФ и средней по топ-15 банков ставкой рефинансирования ипотеки сопровождалось существенным замедлением темпов рефинансирования и, следовательно, CPR.

В 2020 году, наоборот, в связи с политикой Банка России по снижению ключевой ставки стимул к рефинансированию увеличился, и выданные 2–4 года назад кредиты с высокой относительно 2020 года ставкой стали активно рефинансироваться. При этом в первой половине года неопределенность и спектр операционных проблем, связанных с карантином, уменьшили активность банков и снизили как возможности, так и склонность за-

емщиков к рефинансированию. Во второй половине года, вследствие наличия существенного к тому моменту стимула, банки возобновили рефинансирование в рекордных объемах, что вызвало устойчивый рост CPR по всему портфелю ИЦБ ДОМ.РФ. В последние месяцы года рост был усилен сезонным компонентом, который наблюдался и в 2019 году.

Как результат, если средний по ОД пулов CPR ИЦБ ДОМ.РФ за 2019 год составил 18,6% годовых, то в 2020 году — 26,1%.

ОЦЕНКА ДОСРОЧНЫХ ПОГАШЕНИЙ

Наиболее популярным статистическим способом описания данного механизма является построение кривой зависимости CPR от стимула к рефинансированию, которую называют *S-кривой* по ее типичной форме. S-кривая может быть построена как для всего рынка ИЦБ ДОМ.РФ, так и в разрезе отдельных банков, ипотечных продуктов и сроков с момента выдачи. Изображенная на Рисунке 3 S-кривая рассчитана на основе выборки из всех кредитов, которые попали в пулы секьюритизации ИЦБ ДОМ.РФ (670 тыс. кредитов с 1 ноября 2017 года по 1 января 2021 года). На каждый ежемесячный срез пулов для каждой закладной была взята разница между ставкой по кредиту и текущей на момент среза средней ставкой рефинансирования ипотеки по топ-15 российских банков. Затем закладные были

сгруппированы по размеру стимула к рефинансированию, после чего в каждой группе был рассчитан исторический CPR.

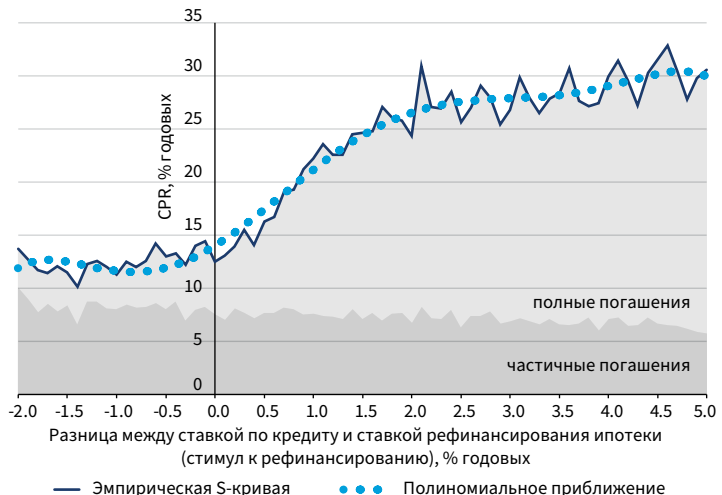
В целом S-кривая для российского рынка секьюритизации следует логике, наблюдаемой в мировой практике, и напоминает форму арктангенса. Видно, что реальная чувствительность к ставке рефинансирования сконцентрирована на участке, где стимул к рефинансированию находится между 0 и 2. На остальных участках кривая имеет плоскую форму: закладные с таким стимулом не будут чувствительны к умеренному изменению ставок. Отдельного внимания требуют значения кривой на отрицательном участке стимула, на котором продолжает наблюдаться ненулевая, хоть и небольшая, доля полных досрочных погашений (она также наблюдается и описывается в зарубежных данных). С одной стороны, на этом участке, несмотря на отрицательный стимул, действительно может происходить рефинансирование: заемщик может рефинансироваться, пусть даже под более высокую ставку, с целью «обналичить» (cash out) дополнительные средства в кредит. Также заемщик может найти необходимую для полного погашения сумму денег без взятия нового кредита, что в рамках упрощенного подхода к полным погашениям будет ошибочно квалифицироваться как рефинансирование. К сожалению, в настоящее время отчеты сервисных

агентов не указывают точный источник полного погашения, однако упрощенный подход по сути остается корректным, так как не вызванные рефинансированием полные погашения, наподобие частичных погашений, невелики и не зависят от текущего стимула к рефинансированию.

Следующим по важности фактором, определяющим темпы рефинансирования в пуле закладных, часто рассматривают выдержку пула (WALA, Weighted-Average Loan Age). По мере роста выдержки снижается остаток ОД, что приводит к снижению стимула к рефинансированию в абсолютном выражении, постепенно приближая его к операционным затратам на рефинансирование.

Анализ пулов по выдержке часто происходит в рамках концепции *выгорания* (от англ. burnout). Эффектом выгорания в западной литературе называют эффект снижения темпов рефинансирования в пуле закладных, уже пережившем однажды волну снижения ставок. В таком пуле остались заемщики, которые как минимум один раз не воспользовались возможностью рефинансирования. Теоретически в следующую волну большинство таких заемщиков снова не воспользуются этой возможностью, в связи с чем пул не будет демонстрировать высокий CPR. Выдержка пула, в свою очередь, служит наиболее естественной мерой выгорания: более зрелые пулы уже пережили

Рисунок 3
Историческая зависимость CPR от стимула к рефинансированию в ИЦБ ДОМ.РФ (S-кривая)



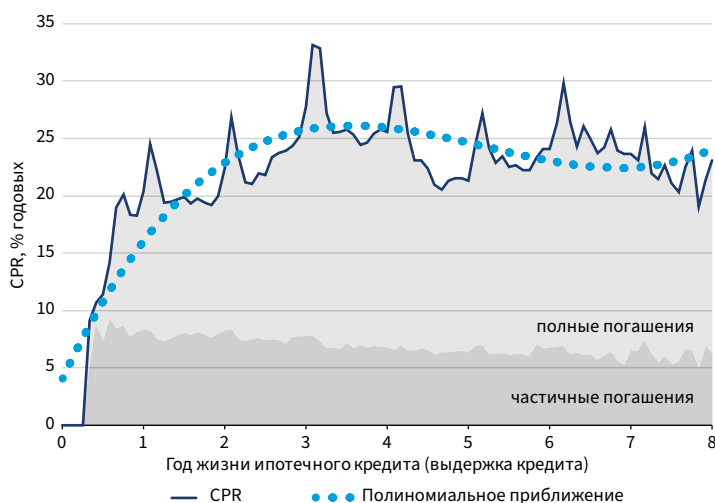


Рисунок 4
Историческая зависимость CPR от выдержки кредита в выпусках ИЦБ ДОМ.РФ

волны рефинансирования и в настоящее время должны демонстрировать более низкий CPR.

Среди ИЦБ ДОМ.РФ есть два крайне выдержанных пула, CPR по которым даже в 2020 году не превышал 20% годовых. Однако если построить зависимость CPR от выдержки кредита по выборке из всех закладных, попавших в пулы ИЦБ ДОМ.РФ, то эффект выгорания явно не наблюдается (см. Рисунок 4). При этом для возникновения эффекта выгорания были все предпосылки: 2018 год был периодом снижения ставок, 2019 — повышения, а 2020 — снова снижения. Несмотря на это, в 2020 году возраст кредита не стал значимым фактором в принятии решений о рефинансировании.

Как бы то ни было, на Рисунке 4 отчетливо видны другие факторы, влияющие на CPR. На графике можно отметить шесть пиков с расстоянием в 12 месяцев друг от друга. Данные единовременные скачки рефинансирования предположительно связаны с тем, что часть заемщиков предпочитают дожидаться, пока у них закончится годовой период страхования ипотеки, и только после этого рефинансироваться. Также можно отметить постепенное снижение доли частичных погашений с ростом выдержки. Скорее всего, это связано с уменьшением мотивации к частичным погашениям по мере снижения кредитной нагрузки.

Итак, первичный анализ данных показывает, что поведение заемщиков в пулах ИЦБ ДОМ.РФ определяется в большей мере стимулом к рефинансированию и в меньшей мере выдержкой. На основании эмпирической S-кривой текущие пулы ИЦБ ДОМ.РФ можно условно разделить на пулы с низкой, средней и высокой чувствительностью к изменению ставки рефинансирования (см. нижний график на Рисунке 5). От пулов с низкой чувствительностью (стимул больше 2.5%) следует ожидать стабильно высокие уровни CPR независимо от умеренных движений ставок. Пулы со средней чувствительностью (стимул между 1.5 и 2.5%) являются переходными: с одной стороны, их ожидаемый CPR достаточно высокий, с другой — существенный рост ставки может заметно сократить их CPR. Наконец, пулы с высокой чувствительностью (стимул от 0 до 1.5%) наиболее волатильны и могут достаточно сильно реагировать на небольшие изменения ставки. В связи с низким стимулом к рефинансированию от таких пулов не следует ожидать высокого CPR в случае сохранения ставок. Распределение пулов по их чувствительности представлено на верхнем графике на Рисунке 5. Важно заметить, что данное представление карты пулов ИЦБ является достаточно условным, так как основано на визуальном анализе эмпирической S-кривой для всего рынка ИЦБ ДОМ.РФ. Более того,

карта требует ежемесячного обновления. Однако такая визуализация наглядно демонстрирует суть подхода, который используется при эконометрическом моделировании денежных потоков по пулам закладных.

ВЛИЯНИЕ ДОСРОЧНЫХ ПОГАШЕНИЙ НА ДЮРАЦИЮ ИЦБ ДОМ.РФ

Для полного анализа дюрации ИЦБ ДОМ.РФ необходим расчет как минимум четырех метрик:

- дюрация Маколея, рассчитанная по методике Ценовой конвенции с ожидаемыми уровнями CPR/CDR;
- дюрация Маколея, рассчитанная как среднее сценарных дюраций в симуляционной модели (CPR/CDR генерируются моделью);
- эффективная дюрация при росте ставок (к примеру, на 50 б. п.);
- эффективная дюрация при падении ставок (к примеру, также на 50 б. п.).

Для пула со средней выдержкой до 4 лет дюрация Маколея по симуляционной модели, как правило, близка к дюрации Маколея по конвенции с модель-

ными значениями CPR/CDR. Для пулов с большей выдержкой использование конвенции для моделирования дюрации не рекомендуется. Эффективные дюрации при росте и падении ставок рассчитываются полной переоценкой ИЦБ. Они, как правило, не совпадают и сильно зависят от того, насколько хорошо симуляционная модель распознает чувствительность пулов к изменению ставок. Эффективная дюрация определяется как среднее эффективных дюраций при росте и падении ставок.

Итак, CPR и CDR являются основными вводными при моделировании дюрации ИЦБ. В Таблице 2 приведены примерные диапазоны дюрации Маколея при разных уровнях CPR/CDR для ИЦБ ДОМ.РФ при ее размещении (при условии, что выдержка пула составляет не более 4 лет).

ВЛИЯНИЕ ДОСРОЧНЫХ ПОГАШЕНИЙ НА ЦЕНУ ИЦБ ДОМ.РФ

В заключение отметим вытекающий из природы полных досрочных погашений и важный на практике характер зави-

Рисунок 5
Карта чувствительности CPR выпусков ИЦБ ДОМ.РФ к изменению средней ставки рефинансирования ипотеки на 01.01.2021

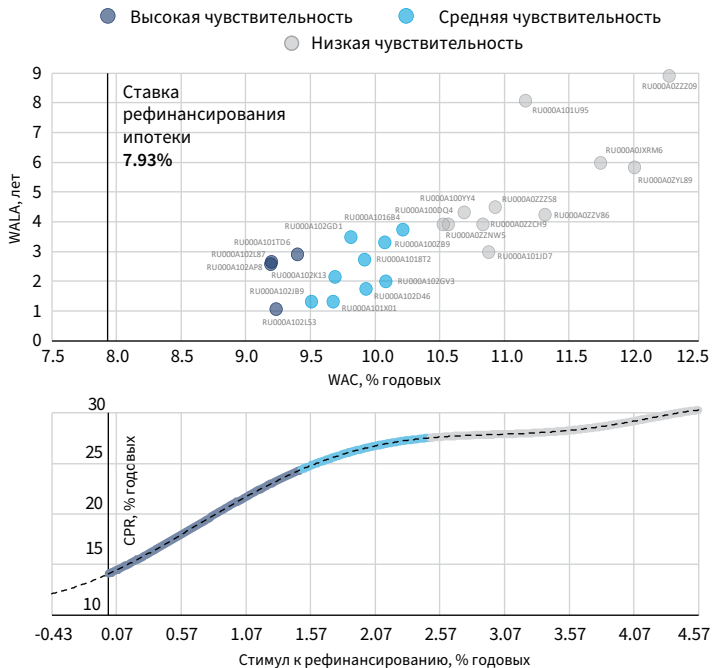


Таблица 2
 Диапазоны дюрации
 Маколея при разных
 уровнях CPR/CDR

CPR/CDR, %	Дюрация, лет
0/0	5.5–6.5
15/1	3.4–3.7
20/1	2.8–3.1
25/1	2.3–2.6
30/1	1.9–2.2
40/1	1.5–1.7

симости совокупного процентного риска от премиальности ИЦБ ДОМ.РФ. Премиальность в данном случае обозначает соотношение между ставкой купона по облигации и требуемой доходностью на рынке для ее текущей дюрации. ИЦБ ДОМ.РФ является премиальной, если торгуется выше номинала, рыночной — если у номинала и дисконтной — если ниже номинала.

Для пулов с высокой чувствительностью рост ставок приводит к снижению CPR и, соответственно, росту ожидаемой дюрации ИЦБ ДОМ.РФ. Так как купон премиальной облигации выше требуемой доходности на рынке, то при росте ожидаемой дюрации растет ее цена до учета изменения дисконтирования при изменении ставок. Рост ожидаемой дюрации ослабляет эффект дисконтирования для премиальной ИЦБ ДОМ.РФ и усиливает для дисконтной. Таким образом, с ростом рыночных ставок цена премиальной

ИЦБ снижается на меньшую величину, чем цена стандартной облигации с фиксированным потоком выплат и той же дюрацией Маколея, а по дисконтным — на большую.

Как следствие, торгуемые с премией ИЦБ ДОМ.РФ при прочих равных менее чувствительны к изменению ставок, чем облигации с фиксированным денежным потоком и той же дюрацией Маколея, а торгуемые с дисконтом — более чувствительны. Эффективная дюрация для премиальной ИЦБ будет ниже рассчитанной по ее ожидаемому потоку дюрации Маколея, а для дисконтной ИЦБ — выше. Описанные эффекты наглядно продемонстрированы в Таблице 3. Подчеркнем, что данная логика работает в большей мере для пулов с высокой чувствительностью и в меньшей мере для пулов с низкой чувствительностью, а степень ее воздействия пропорциональна величине дисконта/премии бумаги и силе движения процентных ставок.

Таким образом, для сравнения уровня процентного риска ИЦБ ДОМ.РФ и облигаций с фиксированным денежным потоком наиболее корректно использовать эффективную дюрацию, рассчитанную как результат полной переоценки ИЦБ при изменении ставок на рынке с учетом изменения ожидаемых темпов досрочных погашений.

Изменение цены	ИЦБ с дисконтом	ИЦБ у номинала	ИЦБ с премией
Рост ставок	↓	↓	↓
CPR ↓ Дюрация ↑	↘	↘	↗
Итого	↓	↓	↘
Снижение ставок	↑	↑	↑
CPR ↑ Дюрация ↓	↗	↗	↘
Итого	↑	↑	↗

Таблица 3
 Изменение цены ИЦБ
 при изменении ставок



Сергей ГОРДЕЙКО,
к. т. н., главный эксперт,
ООО «РУСИПОТЕКА»

Парадоксальные перспективы секьюритизации ипотечных кредитов

Секьюритизация ипотечных жилищных кредитов (ИЖК) в России скоро отметит 15-летний юбилей. За это время ипотечный бизнес стал влиятельной частью не только банковского дела, но и государственной жилищной политики. Среди всех выданных кредитов физическим лицам в 2020 году на ипотеку пришлось 28%.

Использование ипотечного кредитования физических лиц стало привычным инструментом для достижения раз-

нообразных социально-экономических целей — от демографических до комплексного развития сельских территорий. Около трети рекордного объема ипотечного кредитования 2020 года, достигшего 4.3 трлн рублей, обеспечили различные федеральные и региональные льготные программы.

Одновременно с этим объем секьюритизации не позволяет ей занять надлежащее место в ипотечном бизнесе (Таблица 1).

При оценке результатов 2020 года нельзя не упомянуть, что половина от суммар-

год	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Доля ИЦБ к ИЖК, %	8.28	10.98	15.16	7.96	5.99	7.16	5.27	10.80	8.71

Таблица 1
Доля выпуска ИЦБ в ипотечном жилищном кредитовании

Примечание. Вычислено отношение суммы всех ИЦБ, выпущенных за год, к сумме всех выданных за год кредитов.

Таблица 2. Влияние продуктовых особенностей ИЖК на кредитные портфели

Актуальные особенности ипотечных продуктов	Эффект	Последствия для секьюритизации
Развитие кредитования новостроек	1. Появление совместных программ банков и застройщиков на нерыночных условиях с постоянным или временным снижением процентной ставки на 2–8 п. п. 2. Рост доли кредитов, выданных под залог прав требований, до 30–35% ежемесячно.	1. Невозможность сформировать поток платежей от заемщиков, обеспечивающих рыночную доходность по ИЦБ. 2. Около 25% ипотечного кредитного портфеля составляют кредиты с ограниченной пригодностью для обеспечения выпуска ИЦБ, а на практике неиспользуемые.
Рост интереса к кредитованию загородной недвижимости	Появление в продуктовой линейке банков кредитов не только на приобретение дома с землей, но и на ИЖС.	Увеличение в кредитном портфеле кредитов с недостаточной стандартизацией залогов.
Развитие льготных программ с субсидированием процентной ставки	Свыше 30% кредитов, выданных за 2020 год, имеют ставку, существенно отличающуюся от рыночных кредитов, — на 2–6 п. п.	1. Невозможность сформировать поток платежей от заемщиков, обеспечивающих рыночную доходность по ИЦБ. 2. Увеличение доли кредитов, не подходящих для обеспечения выпуска ИЦБ во всех продуктовых сегментах.
Развитие рефинансирования кредитов физическим лицам	Рефинансирование ранее выданных кредитов достигает до 15% от суммы всех выданных ипотечных кредитов.	1. Снижение общей доходности кредитных портфелей. 2. Сокращение среднего срока жизни ипотечного кредита. 3. Досрочное гашение кредитов из ипотечного покрытия ИЦБ. 4. Показатель динамики досрочных гашений CPR (Conditional Prepayment Rate) оценивается в 25%.
Предпочтение кредитам с фиксированной процентной ставкой	1. Постоянные усилия по управлению процентным риском. 2. Чувствительность условий кредитования к любым изменениям, приводящее к периодической смене трендов снижения процентной ставки и повышения процентной ставки. 3. Периодическое изменение доли рефинансируемых кредитов в объеме кредитования в диапазоне от 5 до 15%.	1. Сокращение среднего срока жизни ипотечного кредита. 2. Досрочное гашение кредитов из ипотечного покрытия ИЦБ. 3. CPR — 25% и выше.
Общий итог	Интенсивность кредитования не приводит к аналогичному росту кредитного портфеля (Таблица 3).	Рост кредитного портфеля с одновременным ростом в его составе кредитов, не соответствующих привычным требованиям к секьюритизации, с высоким потенциалом досрочного гашения.

ного выпуска ИЦБ приходится на одну сделку ВТБ (191.5 млрд рублей), а из 13 выпусков только три проведены в интересах банков без государственного или квазигосударственного участия.

Парадокс заключается в том, что предположение о полезности и даже необходимости секьюритизации не приводит к росту ее проникновения в ипотечный бизнес.

ПЕРСПЕКТИВЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕЧНЫХ ЖИЛИЩНЫХ КРЕДИТОВ

Оценим текущее состояние ипотечного кредитования с точки зрения влияния на перспективы секьюритизации.

Инфраструктурные и технологические возможности подготовки к секьюритизации будем считать достаточными для неограниченного роста ее объемов.

Сфокусируем внимание на продуктовой характеристике ипотечного рынка и особенностях формирования кредитного портфеля (Таблица 2). Выделенные особенности не претендуют на полный охват, но демонстрируют связь с перспективами секьюритизации.

Анализ перспектив секьюритизации требует упоминания особенностей структуры ипотечного рынка и рынка ИЦБ (Таблица 4). Совместное рассмо-

год	Выдача в денежном выражении		Выдача в количественном выражении		Кредитный портфель
	млрд руб.	Рост, %	Выдача, шт.	Рост, %	Рост, %
2014	1 764 126	30.18	1 012 301	22.70	33.20
2015	1 147 339	-34.90	691 943	-31.65	12.86
2016	1 473 227	28.40	856 378	23.76	12.83
2017	2 021 942	37.25	1 086 950	26.92	15.45
2018	3 013 115	49.02	1 471 821	35.41	23.94
2019	2 848 190	-5.47	1 269 322	-13.76	17.15
2020	4 295 793	50.83	1 712 547	34.92	21.29

Таблица 3
Динамика прироста
выдач ипотечных
кредитов и кредитного
портфеля

трение структурных и продуктовых особенностей позволяет предположить, что очевидные перспективы увеличения объемов секьюритизации отсутствуют. В таблицу также включены особенности нормативного регулирования отрасли.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Рост общего объема ипотечного кредитования, увеличение профессионализма ипотечных кредиторов должны приводить к скачкообразному росту выпуска ИЦБ. В то же время этот потенциал не реализуется за счет сложившейся

структуры и особенностей ипотечного бизнеса.

Указанные обстоятельства позволяют сделать предположение о парадоксальных перспективах развития секьюритизации. Сутью парадокса является отсутствие массового использования секьюритизации для обеспечения рефинансирования ипотечных кредиторов за редким и специфическим исключением.

Надеемся, что ситуация изменится в лучшую сторону в период действия основных национальных проектов, связанных с ипотечным кредитованием.

Таблица 4. Влияние особенностей структуры рынка на кредитные портфели

Особенности структуры рынка	Эффект	Последствия для секьюритизации
Большая доля кредитного портфеля в банках с государственным или квазигосударственным участием	Не меньше 85% приходится на долю таких банков. Суммарная доля двух лидеров рынка достигает 70%.	1. Большинство лидеров ипотечного кредитования могут какое-то время обойтись без секьюритизации.
Концентрация ипотечного кредитования среди небольшого количества банков	Топ-10 кредиторов занимают 90% рынка и включают в себя крупные банки с большим капиталом (одно исключение).	2. Управление стоимостью только одного из параметров выпуска ИЦБ (поручительство АО «ДОМ.РФ») может существенно изменить его эффективность.
Наличие в нормативной базе преференций конкретному виду ИЦБ	85% ИЦБ в обращении связаны с АО «ДОМ.РФ».	Можно предположить, что для крупных и государственных кредиторов стоимость поручительства будет дешевле.
Доминирование выпуска ИЦБ одного вида, связанного с однотипными ипотечными агентами	В 2020 году 99,2% суммы всех выпусков ИЦБ связано с ипотечными агентами ДОМ.РФ. Зависимость экономической эффективности выпусков ИЦБ (99,2%) от важного условия — стоимости поручительства АО «ДОМ.РФ».	
Законодательное регулирование ипотечных каникул	Массовое использование заемщиками опции отсрочки выплат по кредитам.	Ориентировочно 3% кредитного портфеля составляют заемщики, столкнувшиеся с трудностями в обслуживании долга. Около половины воспользовались отсрочкой. Кредиты, по которым предоставлена отсрочка платежей, не пригодны к включению в ипотечное покрытие.

«Сейчас созданы все условия и инфраструктура для комфортного инвестирования в ИЦБ»

Круглый стол инвесторов на рынке ипотечных ценных бумаг

В рамках круглого стола «Энциклопедии российской секьюритизации — 2021» представители инвесторов в ипотечные ценные бумаги (ИЦБ) обсудили структуру покупателей, включая последствия массового притока частных инвесторов на фондовый рынок, ликвидность ИЦБ, необходимость параллельного существования облигаций с поручительством государственного института развития и классических многотраншевых облигаций, рассказали о том, какие метрики для оценки премии по ИЦБ используют участники рынка, а также обозначили шаги, которые могли бы способствовать повышению интереса к ипотечным бумагам.

Как сейчас выглядит структура инвесторов в ипотечные бумаги? Прогнозируете ли вы изменение этой структуры?



Артем МАЙОРОВ,
управляющий акти-
вами, УК «Ингос-
страх-Инвестиции»

— Сегодня основной инвестор в ИЦБ — банки, в силу естественных причин. Мы считаем, что в будущем доля институциональных инвесторов может увеличиться за счет упрощения оценки и анализа ИЦБ. Сегодня не все участники рынка знают, что есть

калькулятор оценки ИЦБ по конвенции. ДОМ.РФ и индустрия многое делают для популяризации ИЦБ как класса, и это в конце концов даст свои плоды. Сегодня на этот рынок пришли мы, завтра придут многие.

Станислав ПОЛЕЖАЕВ, руководитель
департамента анализа финансовых рын-
ков, Совкомбанк

— Банки — до 80% holdings. Остальное — в основном УК.

Изменение структуры возможно в зависимости от политики государственных

преференций. Так, банки стали активнее инвестировать вследствие включения ИЦБ в высоколиквидные активы (ВЛА), понижения RWA по таким бумагам. Регуляторные стимулирования страховым компаниям, НПФ могут привести к форсированию изменения их доли на рынке.

Станислав ПОНОМАРЕВ, старший портфельный управляющий, управление фондовых операций, УК ТФГ

— Ожидаю открытия лимитов от других УК и банков и увеличения числа участников. Возможен даже приток частных инвесторов.

Конвертируется ли массовый приток розничных инвесторов на фондовый рынок в покупку в том числе ипотечных бумаг? Что определяет интерес розничных инвесторов?

Станислав НЕЧАЕВ, дилер, операции со структурными кредитными продуктами, ВТБ Капитал

— В последние месяцы ВТБ наблюдает положительную динамику притока розничных инвесторов по нашим совместным выпускам на платформе ипотечного агента ДОМ.РФ: объем небольших по номиналу сделок, заключаемых по нашим двусторонним котировкам в рамках процесса маркетмейкинга, доходит до нескольких миллионов рублей в течение одной торговой сессии.

Однако стоит отметить, что, несмотря на положительную динамику, ликвидность рынка ИЦБ остается низкой — в последние кварталы средний объем сделок на Московской бирже не превышал 10 млрд рублей в месяц. В связи с этим для развития данного рынка считаем необходимым введение стимулирующих мер поддержки для потенциальных инвесторов в ипотечные бумаги — данный подход действует во многих странах по всему миру. Также считаем, что хороший импульс дальнейшему развитию рынка ИЦБ дадут меры, которые сделают его максимально похожим на рынок корпоративных облигаций / субфедеральных выпусков, а именно:

- запуск полноценных операций РЕПО через центрального контрагента с дисконтами, отражающими реальное кредитное качество бумаги;
- трансляция доходностей в биржевом «стакане» на основе утвержденной модели оценки ИЦБ.

ВТБ со своей стороны разработал удобный инструмент для оценки доходности ипотечных бумаг, позволяю-

щий потенциальным инвесторам оценивать ИЦБ без погружения в анализ пула закладных, обеспечивающего конкретную бумагу, и моделирования поведения клиентов (подробнее об инструменте — в ответе на вопрос об инструментах расчета показателей ипотечных бумаг).

Станислав ПОНОМАРЕВ

— Действительно, розничные инвесторы стали появляться и в ИЦБ, однако это точечная история — как правило, речь идет о high-net-worth individuals с персональными советниками, так как для инвестиций в такие бумаги нужна экспертиза. Для обычного инвестора сложен расчет плавающей амортизации, предпочтительнее бонды plain vanilla — с фиксированным купоном и фиксированной амортизацией.

Станислав ПОЛЕЖАЕВ

— По последним данным, которые я слышал на семинаре по ипотечному рынку в октябре 2020 года, доля физлиц на вторичном рынке ИЦБ незначительна — 2% оборотов.

Розничных инвесторов должна отпугивать сложная природа инструмента, неизвестный график погашения, очень далекая заявленная дата погашения. К тому же физлица ищут доход побольше, а ИЦБ дают очень умеренный купон. Не прогнозирую существенного прироста их доли в рынке ИЦБ.

Артем МАЙОРОВ

— В последних выпусках ИА ДОМ.РФ было отмечено присутствие массового инвестора за счет активной поддержки

ряда брокеров. Интерес инвесторов определяет премия актива к аналогам и прозрачность расчета этой премии. Мы считаем, что массовый приток розничных инвесторов на рынок может конвер-

тироваться в спрос на ИЦБ через институт коллективных инвестиций, так как управление денежным потоком по ИЦБ находится в компетенции профессионального управляющего.

Какие метрики вы используете для оценки премии по ИЦБ?

G-спред, Z-спред, OAS — в чем преимущества каждого?

Какие инструменты для расчета показателей есть у инвесторов сегодня?



Станислав НЕЧАЕВ

— Главное в оценке премии ИЦБ — это умение предсказывать поведение заемщиков в части рефинансирования / досрочного погашения действующих кредитов. Для этого в свою очередь необходимо иметь качественные исторические данные о поведении заемщиков, которые доступны только в реестрах ипотечного покрытия (РИП). К счастью, ситуация за последние 2 года улучшилась — формат данных сейчас одинаковый у большей части оригинаторов. Однако есть и свои сложности: некоторые оригинаторы выкладывают отчеты в несчитываемом формате (например, pdf), другие выпускают отчеты не на конец месяца, а, например, на 20-е число, причем никак не указывая эту информацию в отчете — все это значительно усложняет работу по построению качественных прогнозов.

Если говорить об инструментах расчета, то для инвесторов и других участников рынка ВТБ разработал и внедрил инструмент оценки доходности ипотечных бумаг, который на текущий момент доступен по подписке корпоративным клиентам ВТБ на нашем портале (по ссылке <https://research.vtbcapital.com/> в разделе Fixed Income — Mortgage-Backed Securities). Теперь инвесторам нет необходимости анализировать каждую бумагу, самим оценивать поведение заемщиков, предсказывать досрочные погашения и рефинансирования — достаточно только ввести желаемую доходность, и наш инструмент рассчитает соответствующую цену на основании встроенных в инструмент моделей.

Станислав ПОЛЕЖАЕВ

— Мы применяем собственную модель для прайсинга бумаг. Оцениваем каждый кредит в обеспечении ИЦБ, строим по каждому прогноз cash flow, исходя из заданного нами сценария движения ипотечной ставки.

Ориентируемся больше на Z-спред: важно понимать экстрадоходность на всей длине кривой, поскольку ИЦБ — инструмент, усиленно амортизирующийся. G-спред в этом смысле — расчет менее релевантный.

OAS — очень computationally intensive процесс оценки и, на наш взгляд, излишне модельно-математический. Мы больше привыкли оперировать конкретными сценариями.

У инвесторов есть возможность рассчитывать параметры по конвенции ДОМ.РФ и Московской биржи. Штука очень удобная. Но надо понимать, что расчет очень упрощенный, поскольку закладывает константную амортизацию. Впрочем, недавно добавили возможность задавать пользовательские сценарии CPR.

Пользователям Bloomberg также стали доступны калькуляторы по русским MBS в терминале. Этот инструмент более продвинутый. Так, используя калькулятор Bloomberg, можно сделать разбивку кредитов в обеспечении ИЦБ по заданным критериям и для каждой группы кредитов задать собственный сценарий будущей амортизации.

Наконец, еще есть калькулятор ДОМ.РФ по их модели оценки. Но, на мой взгляд, приложение очень нестабильное, приходится долго ждать результатов расчета. И для инвестора расчет все-таки является black box.

Станислав ПОНОМАРЕВ

— Обычно мы оцениваем через G-спред, для прогноза денежного потока используем свою экспертную оценку. Сейчас можно использовать калькулятор ДОМ.РФ и их данные — благодаря накопленному статистическому ряду прогноз CPR весьма точен.

Артем МАЙОРОВ

— К сожалению, мы вынуждены использовать G-спред для оценки ИЦБ

в силу контроля фидуциарной ответственности. Хотя и не существует четкой методики для оценки справедливой стоимости бумаг в целях контроля фидуциарной ответственности, ЦБ в своей презентации использует именно эту метрику в качестве оценки справедливого уровня цен. Конечно, OAS более точно отражает реальную доходность ИЦБ, и мы также ориентируемся на эту метрику в своей оценке привлекательности данных ценных бумаг.

Насколько важным для рынка является одновременное развитие облигаций с поручительством государственного института развития и классических многотраншевых облигаций?

Станислав ПОЛЕЖАЕВ

— Многотраншевые бумаги точно будут очень полезны. Поскольку привлекут большее разнообразие инвесторов к рынку ИЦБ. Многотраншевые бумаги способны обеспечить разный risk-return-профиль.

Станислав НЕЧАЕВ

— На любом финансовом рынке диверсификация является одним из самых эффективных методов управления рисками (если не самым эффективным). В связи с этим, если говорить о рынке ипотечных бумаг, развитие многотраншевых бумаг поможет сократить и перераспределить нарастающие кредитные риски, на текущий момент по большей части лежащие на плечах государственного института ДОМ.РФ. Поэтому считаем, что развитие классических многотраншевых облигаций является важной задачей как для регулятора, так и для других участников рынка.

Артем МАЙОРОВ

— К сожалению, поддержание собственных моделей по многотраншевым бумагам не окупается для небольших игроков, и это точно не инструмент для розничного инвестора. В силу этих причин данные выпуски будут неликвидны, а это ключевая характеристика для большинства участников рынка. Индустрия сегодня должна думать над тем, как не концентрировать риск на одном институте развития.

Станислав ПОНОМАРЕВ

— Во-первых, есть проблема лимита на имя, и в скором времени мы с ней столкнемся. Во-вторых, траншевая секьюритизация сложнее для понимания, у нее меньше ликвидность, и она не учитывается в ВЛА. К тому же для эмитента это дорогие сделки — младший транш давит на капитал, а содержание ипотечного агента стоит денег.

Сохранится ли ситуация «регуляторного арбитража», делающего ценные бумаги ДОМ.РФ более привлекательными по сравнению с классической ипотечной секьюритизацией?

Артем МАЙОРОВ

— Мы считаем, что вопрос не в регуляторном арбитраже, а именно в упрощенной оценке. Для индустрии управления активами ликвидность рынка — ключевой параметр для попадания ценных бумаг в пе-

риметр оценки управляющего. Далее уже строятся модели и совершаются сделки.

Станислав НЕЧАЕВ

— Пониженные значения коэффициентов риска, установленные Банком Рос-

сии осенью 2020 года, свели к минимуму эффект от высвобождения капитала при секьюритизации через платформу ДОМ.РФ (если принимать во внимание затраты на осуществление сделки). Поэтому, по нашему мнению, новой нишей для разгрузки регуляторного капитала могут стать ипотечные кредиты с повышенными риск-весами (высокий LTV ипотечного кредита, высокая долговая нагрузка заемщика).

Станислав ПОЛЕЖАЕВ

— По положению 647-П банки могут достигать довольно низкого RWA и по классическим секьюритизациям. Не такого низкого, как у ИЦБ ДОМ.РФ, конечно, но все

же. Но классическая секьюритизация — инструмент еще менее ликвидный, чем Фабрика ИЦБ ДОМ.РФ на данный момент, к сожалению, и поэтому не такой привлекательный. В РЕПО тоже тяжелее сдать.

Станислав ПОНОМАРЕВ

— В траншевой секьюритизации много нюансов. Например, неплатеж по страховке 180 дней признается как дефолт по закладной, несмотря на отсутствие просрочек платежей по основному долгу, — такие кейсы оказывают дополнительное давление на младший транш. Можно сказать, что траншевая секьюритизация сейчас умерла, так что признание ВЛА не на повестке дня.

В 2020 году Банк России выделил ИЦБ из 10%-ного лимита рискованных вложений НПФ и определил для них отдельный 5%-ный лимит. Каким образом это сказывается на рынке ИЦБ?



Станислав ПОНОМАРЕВ

— Так как мы являемся одним из крупнейших инвесторов на рынке ИЦБ, то беспокоились о регуляторных ограничениях и работали над выделением отдельного лимита. Для НПФ, которые ранее не инвестировали в ИЦБ, отдельный лимит важен, можем в скором времени увидеть увеличение числа участников.

Артем МАЙОРОВ

— На текущий момент большинство НПФ имеют проблемы с учетом ИЦБ в силу невозможности применения оценки НРД и отсутствия активного рынка. Мы заполнили данный лимит уже в 2020 году за счет ИЦБ с фиксированным денежным потоком с привлекательным спредом по отношению к балансовым бумагам банков с инвестиционным рейтингом и самого ДОМ.РФ. Надеемся, что крупные участники рынка используют наш пример для приобретения ИЦБ в свои портфели.

Каких еще шагов вы бы ждали от регулятора и представителей инфраструктуры рынка для повышения интереса к ипотечным бумагам?

Станислав НЕЧАЕВ

— На наш взгляд, хороший импульс дальнейшему развитию рынка ИЦБ дадут меры, делающие его максимально похожим на рынок корпоративных облигаций / субфедеральных выпусков, а именно:

- запуск полноценных операций РЕПО через центрального контрагента с дисконтами, отражающими реальное кредитное качество бумаги;

- трансляция доходностей в биржевом «стакане» на основе утвержденной модели оценки ИЦБ.

Станислав ПОНОМАРЕВ

— Сейчас созданы все условия и инфраструктура для комфортного инвестирования в ИЦБ — постоянно появляются новые выпуски, ДОМ.РФ ставит двусторонние котировки, ценовой центр НРД дает справедливую оценку, а регулятор выводит

бумаги в отдельный лимит. А вот для секьюритизации ГЧП / концессии / кредитов МСП надзор пока идет по принципу «лучше перестраховаться, чем разрешить». У бумаг есть рейтинг, кредитное усиление, а купить мы не можем. Складывается впечатление, что секьюритизацию смешали со структурными нотами и ИОС, которые действительно требуют отдельной регуляторики.



Станислав ПОЛЕЖАЕВ

— Думаю, что постепенное движение выпусков к большей стандартизации обеспечения было бы благоприятно воспринято участниками рынка. Сейчас обеспечение в одном и том же выпуске зачастую очень разнородно. Огромное изобилие процентных ставок по кредитам, сроков и так далее — все это делает многие ИЦБ малопредсказуемыми.

Улучшение доступа и стандартизация информации по обеспечению тоже пойдет на пользу рынку. Сейчас реестры можно скачивать в формате Excel с сайта Центра раскрытия корпоративной информации «Интерфакса». Это влечет за собой много рутинной работы по их обработке.

ДОМ.РФ дает возможность скачивать CSV реестров по своим бумагам (Фабрика ИЦБ) на своем портале, в том числе программно, через API. Но сервис пока работает не самым стабильным образом: не всегда оперативно обновляется информация по реестрам. К тому же информацию по нефабричным сделкам там не отыскать.

Артем МАЙОРОВ

— Сегодня мы уже готовы к увеличению лимита на ИЦБ для НПФ, хотелось бы увидеть встречные шаги от регулятора по увеличению максимальной доли ИЦБ в портфелях пенсионных фондов.

Некоторые инвесторы высказывают опасения, что ликвидность на вторичном рынке ИЦБ может так же быстро уйти, как она появилась. По вашему мнению, достаточно ли ликвидности в текущий момент? Компенсирует ли премия неликвидность некоторых выпусков?

Станислав НЕЧАЕВ

— ВТБ не разделяет опасения в части ухудшения ликвидности на вторичном рынке ИЦБ:

1) Во-первых, ДОМ.РФ на регулярной основе предоставляет двусторонние котировки на большой список ИЦБ, по сути являясь маркетмейкером.

2) Во-вторых, ВТБ также является и будет являться маркетмейкером по совместным выпускам на платформе ипотечного агента ДОМ.РФ.

Таким образом, по большей части всех существующих выпусков у розничных (и не только) инвесторов есть возможность в любой момент купить/продать существенное количество бумаг.

В части премии по оценке аналитиков ВТБ Капитал ИЦБ выглядят интересно — спреда некоторых ИЦБ к кривой ОФЗ составляют порядка 180–200 б. п. при сроке до ожидаемого погашения 2–3 года. По нашему мнению, учитывая поручительство

ДОМ.РФ по большинству бумаг, данный спред с легкостью компенсирует не самую высокую ликвидность, присущую на текущий момент некоторым выпускам.

Станислав ПОНОМАРЕВ

— Вопросы ликвидности в выпусках ИА ДОМ.РФ нет, сам ДОМ.РФ ставит двусторонние котировки на объемы, при этом двигается в ценах вместе с рынком, плюс выполняет функции маркетмейкера в «стакане».

«Бесконечный» лимит по РЕПО и возможность размещения под эти бумаги средств Федерального казначейства также положительно сказываются на ликвидности.

Артем МАЙОРОВ

— Ключевой риск заключается в уходе с рынка единственного маркетмейкера в лице ДОМ.РФ. Мы бы хотели увидеть механизм, создающий интересные условия для сторонних маркетмейкеров.



Ольга МЕЛЬНИК,
руководитель направления,
Управление структурных
продуктов, ПАО Сбербанк

Практика использования электронных закладных в сделках ипотечной секьюритизации

В 2020 году группа компаний ПАО Сбербанк закрыла две сделки секьюритизации ипотечных активов с использованием электронных закладных в рамках Фабрики ипотечных ценных бумаг. Первую (не только для Сбербанка, но и для российского рынка в целом) сделку на общую сумму 1.036 млрд рублей — в июле 2020 года, вторую сделку на общую сумму 45.719 млрд рублей — в декабре 2020 года¹.

В силу значительной доли рынка ипотечного кредитования, которую занимает Сбербанк (48% всей выдачи за 2020 год)²,

и необходимости работы с закладными тематика электронного формата данного инструмента интересовала нас последние несколько лет. Так, Сбербанк одним из первых начал работу по внедрению электронных закладных³, результатом чего стал выпуск в августе 2018 года первой в России электронной закладной. Уже с июня 2019 года начался массовый выпуск, что в итоге и сделало возможным проведение сделок секьюритизации с электронными закладными.

¹ <https://ицб.ДОМ.РФ/bonds/issues>; <https://realty.interfax.ru/ru/news/articles/119334>

² http://rusipoteka.ru/ipoteka_v_rossii/ipoteka_statistika; https://ДОМ.РФ/upload/000/Ipotechnye_banki.pdf

³ <https://rosreestr.gov.ru/site/press/news/rosreestr-konstatiruet-rost-aktivnosti-vydachi-elektronnykh-zakladnykh>; https://www.sberbank.ru/ru/press_center/all/article?newsID=286963a2-a7e9-4f8f-b3bf-5d53b2aa5c86&blockID=1303®ionID=77&lang=ru&type=NEWS

В связи с тем что ранее Сбербанк участвовал в сделках секьюритизации только с документарными закладными, то, по предварительным оценкам, переход на электронную закладную должен был сделать процесс реализации сделок «быстрее, проще, дешевле» как на этапах подготовки и непосредственного осуществления, так и на этапе последующего обслуживания закладных вплоть до погашения ипотечных ценных бумаг. Целью пилотной сделки Сбербанка было подтверждение данного тезиса и верности настройки внутренних процессов банка.

ПОДГОТОВКА СДЕЛКИ

Сбербанком, а также другими банками-оригинаторами, участвующими в сделках секьюритизации, среди прочих негативных факторов всегда отмечается, что подготовка сделки требует больших операционных ресурсов, которые направляются в том числе на формирование пула закладных для последующей продажи. Если речь идет о сделках с документарными закладными, то формирование из них пула — целый технологический процесс, в рамках которого требуется провести предварительный подбор оригиналов закладных, находящихся на хранении в архивах, расположенных на всей территории России, временно изъять закладные, а также иные необходимые документы (например, отчеты об оценке предметов залога) из кредитных досье клиентов (при условии их возврата в будущем и сохранения целостности досье), провести верификацию каждой закладной на соответствие требованиям законодательства и условиям конкретной сделки, а также передать закладные и информацию о них в специализированный депозитарий ипотечного покрытия для их приема на депозитарный учет и включения в реестр ипотечного покрытия. Обычно в этом процессе задействованы сотрудники нескольких профильных подразделений банка-оригинатора (в том числе депозитария, бэк-офиса, архива), а также третьи лица (специализированный депозитарий ипотечного покрытия, сторонние аудиторы). На практике подготовка пула документарных закладных

к включению в реестр ипотечного покрытия для сделки, планируемый объем которой составляет порядка 30–50 млрд рублей, занимает более 3 месяцев.

В случае если реестр ипотечного покрытия формируется за счет включения в него электронных закладных, ситуация выглядит иначе. Так, после оформления заемщиком и банком электронной закладной данные о ней в электронном виде направляются в Росреестр, который далее в автоматическом режиме взаимодействует с депозитариями учета и хранения. В процессе данного взаимодействия закладная проверяется на соответствие требованиям применимого законодательства, регистрируется Росреестром, ставится на депозитарный учет в депозитарии учета и передается в депозитарий хранения. В итоге банк-оригинатор получает пул верифицированных электронных цифровых документов, не требующих дополнительных проверок (кроме проверки на соответствие условиям конкретной сделки) и готовых для включения в реестр ипотечного покрытия. В силу существенности технологической составляющей банковской деятельности, а также общерыночных трендов на автоматизацию процессов и диджитализацию в целом цифровой формат документов также позволяет быстро обрабатывать большие объемы информации, необходимые для построения витрин данных и формирования отчетных форм. С этой целью в Сбербанке была создана витрина данных об электронных закладных, поэтому в рамках реализации сделок оставалось только обособить отобранные в соответствии с требуемыми критериями электронные закладные и включить их в реестр ипотечного покрытия, что позволило значительно сократить срок подготовки сделок (с 3 месяцев до нескольких дней, на примере второй сделки). Продажа электронных закладных осуществлялась по аналогии с документарными — путем перевода по счетам депо.

ОБСЛУЖИВАНИЕ СДЕЛОК

В ходе жизни сделки происходит постоянный оборот закладных: внесение изменений в закладные, их аннулирование, погашение кредитов

и необходимость снятия обременения и погашения регистрационной записи об ипотеке в Росреестре. Все это также требует существенных затрат на стороне банка-оригинатора и/или иной обслуживающей закладные кредитной организации (сервисного агента), а снижение издержек при обслуживании сделок — важный фактор их дальнейшего развития. В случае с документальной закладной внесение изменений в нее — трудоемкий и долгий процесс, который требовал оформления запроса на временное изъятие закладной, снятия закладной с депозитарного учета, обращения сотрудника сервисного агента совместно с заемщиком и/или залогодателем в Росреестр для внесения изменений, дальнейшего получения подтверждающих внесение изменений документов, проверки актуализированной закладной сервисным агентом и специализированным депозитарием ипотечного покрытия и постановки ее на депозитарный учет. Бумажный формат документа и необходимость предоставления предусмотренных законодательством и иными нормативными актами отметок, печатей, подписей вручную повышал вероятность ошибок в ходе оформления изменений, что приводило к необходимости повторного взаимодействия с Росреестром и удлинению процесса вплоть до нескольких месяцев. Учитывая, что за каждой закладной стоит конкретный заемщик — клиент банка, указанные недостатки работы с документальными закладными приводили к росту объема негативных отзывов от клиентов — физических лиц, которые не только сказывались на репутации банка-оригинатора и эмитента ипотечных ценных бумаг, но и влияли на оценку сделок секьюритизации регулятором и государственными органами. В случае с электронной закладной процесс внесения изменений в нее значительно упрощается за счет исключения требования о снятии и повторной постановке на депозитарный учет и физического взаимодействия с Росреестром. Так, сервисному агенту следует лишь подготовить документы,

необходимые для внесения изменений (например, соглашение об изменении содержания закладной), и сформировать на уровне автоматизированного модуля «Реестр ипотечного покрытия» запрос согласия специализированного депозитария на распоряжение имуществом, входящим в состав ипотечного покрытия, который по электронным каналам автоматически направляется в указанный в нем специализированный депозитарий. После обработки запроса и акцепта в автоматизированной системе сервисного агента проставляется отметка о возможности подписания и отправки документов в Росреестр. После регистрации данные об изменениях загружаются в кредитные системы, далее происходит автоматическая сверка с данными в реестре ипотечного покрытия и формируется распоряжение, необходимое специализированному депозитарию для внесения изменений в ипотечное покрытие. Кроме того, не требуется отслеживать закладные на предмет соблюдения сроков их временной выдачи, установленных применимыми нормативными актами, а также можно не беспокоиться о том, что закладная может быть повреждена либо утеряна. На данном этапе также видны преимущества цифрового формата документа, который позволяет автоматически обрабатывать и формировать документы и обмениваться данными. В дальнейшем возможно продолжить работу по оптимизации процесса подачи распоряжений специализированному депозитарию ипотечного покрытия за счет автоматического обмена данными между Росреестром, специализированным депозитарием и сервисным агентом и создать единую информационную среду, что также будет способствовать сокращению операционных издержек и максимально оперативному получению актуальных данных о состоянии ипотечного покрытия.

Отчетность сервисного агента — важная составляющая процесса обслуживания сделок секьюритизации. В рамках сделок предусмотрено формирование большого количества разнообразных отчетов, в том числе содержащих дан-

ные о закладных, входящих в реестр ипотечного покрытия. Качество данных отчетов, формируемых в отношении электронных закладных, более высокое, так как появляется возможность избежать ошибок, возникающих при внесении в систему данных о закладной из бумажного документа. Хотелось бы отметить, что «Реестр ипотечного покрытия» — это документ, требующий ежедневного отслеживания изменений, поэтому оптимизация бизнес-процесса с электронными закладными приведет в том числе к ускорению проведения операций и повышению прозрачности сделок для инвесторов в ипотечные ценные бумаги.

ПРОБЛЕМЫ

Безусловно, не все пока идет гладко, есть проблемы с выдачей электронных закладных, а процесс внесения изменений в электронную закладную находится в стадии технических доработок, поэтому до внедрения целевого процесса потребовалось найти запасной вариант, который позволяет обслуживать текущие сделки. К сожалению, потребовалось усложнить процесс внесения изменений и использовать ручные операции, но в любом случае уход от оформления бумажных документов нивелирует существующие ограничения. Кроме того, нельзя не отметить, что события 2020 года, связанные с пандемией COVID-19 и вызванными этим ограничениями, реально показали пре-

имущества технологических решений, когда отсутствует необходимость физического взаимодействия с участниками процесса и отдельные операции могут проходить в автоматическом режиме.

ПЕРСПЕКТИВЫ

С каждым годом все очевиднее становится то, что бумажный документооборот ограничивает потенциал бизнеса, не позволяет автоматизировать процессы, влияет на достоверность данных и в целом негативно сказывается на качестве реализации отдельных сделок. Надеемся, что тенденция на дальнейший перевод документации, связанной с кредитными сделками и сделками секьюритизации, в цифровой формат, включая перевод в электронный формат полисов и договоров страхования, также будет повышать привлекательность сделок секьюритизации для участников рынка, в том числе за счет сокращения издержек на их подготовку и обслуживание.

Данная информация представлена исключительно в информационных целях, и никакая ее часть, включая описание финансовых инструментов, продуктов и услуг, не рассматривается и не должна рассматриваться как рекомендация или предложение совершить какую-либо сделку, включая покупку или продажу каких-либо финансовых инструментов, продуктов или услуг.

Материал отражает личное мнение автора.



Дмитрий ОСИПОВ,
генеральный директор
УК «Велес Траст»

О перспективности финансирования девелоперских проектов через коллективные инвестиции

Покупка недвижимости — один из самых надежных способов сохранить сбережения. Чувство владения материальными стенами добавляет уверенности. Но всякая ли покупка недвижимости будет являться инвестированием? Цель инвестирования — в сохранении капитала во времени и приумножении капитала на величину, превышающую инфляцию. Далеко не каждый объект недвижимости позволит достичь этой цели. Покупка квартиры, дачи, земельного участка не является инвестированием, не дает прироста капитала вообще или позволяет заработать, но не более обесценения от инфляции. Это расходы, а не инвестиции.

Объекты коммерческой недвижимости, торговые центры, офисы, складские комплексы, дата-центры и т. д. являются объектами инвестиции, если их месторасположение, современная архитектура и конструкция, а также выбор арендаторов позволяют зарабатывать, несмотря на нарастающую неопределенность на рынке недвижимости в настоящее время. Классические рентные объекты находятся под давлением из-за изменяющегося потребительского поведения людей, превращающего торговые центры в объект городской среды с зонами ресторанов и развлечений и уменьшающейся зоной торговых площадей — выставочных залов. Классиче-

ские офисы также переживают серьезную трансформацию, и до конца не понятно, какими они будут через несколько лет.

Развивается сектор логистики, но и здесь меняются цепочки поставки товаров, развиваются городские склады, распределительные центры, нацеленные на поставки товаров непосредственно потребителю.

Частному инвестору с небольшими деньгами невозможно подступиться к первоклассным инвестиционным объектам, и здесь им на помощь приходит институт коллективных инвестиций — закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФы). Они позволяют людям с небольшим капиталом стать совладельцем первоклассного объекта, приносящего регулярный доход и управляемого профессиональной управляющей компанией.

Но не только готовые рентные объекты могут быть объектом инвестирования для таких фондов. Девелоперские проекты также являются привлекательным объектом для коллективных инвестиций. Ведь строящийся жилой комплекс и последующая продажа квартир формирует прибыль застройщика, которая может быть распределена среди множества инвесторов — пайщиков ЗПИФа. Доли людей с небольшими накоплениями складываются в единый фонд, именно он владеет застройщиком и получает дивиденды от реализации строительного проекта.

Есть ряд объективных факторов, которые позволяют сейчас ожидать серьезного притока инвесторов в ЗПИФы для коллективных инвестиций в девелоперские проекты:

1. Сумма стоимости чистых активов (СЧА) всех закрытых паевых инвестиционных фондов в России составляет более 4 трлн рублей, а ЗПИФов, предлагающих паи для розничных инвесторов, — не более 200 млрд рублей, что обеспечивает значительный потенциал для роста при формировании торгуемых ЗПИФов.

2. Ключевая ставка Банка России последовательно снижена до 4.25%, вследствие чего снижены ставки по депозитам и вкладам. Доходность, которую может обеспечить ЗПИФ, — выше.

3. Введен налог на проценты по депозитам, что стимулирует отток денежных средств из банков на биржу.

4. Количество брокерских счетов в 2020 году увеличилось в 2 раза и превысило 10 млн. В дальнейшем количество брокерских счетов будет только увеличиваться.

5. Зарубежный опыт показывает серьезный потенциал роста этого рынка. Капитализация REIT (аналог ЗПИФ в США) составляет более \$3.5 трлн, из них на сумму более \$1.2 трлн REIT торгуются на бирже, общее количество торгуемых REITs — 221. В такие фонды инвестировали более 145 млн американцев. REIT составляет существенную часть рынка ценных бумаг США, что подтверждает высокий потенциал увеличения СЧА для ЗПИФов в России, так как недвижимость является одним из ключевых видов инвестиций. Рекомендуемая доля вложений в недвижимость традиционно составляет не менее 15–25% от всего портфеля инвестиций.

6. Новые игроки (ВТБ, Альфа-Банк, «Сбербанк Управление активами») активно выходят на этот рынок в России. Участники рынка активно развивают биржевое обращение паев ЗПИФов.

7. Строительный сектор России получил толчок в развитии в 2020 году благодаря льготной ипотеке и перетоку денежных средств из банковских депозитов. Девелопмент — один из бенефициаров антикризисных мер правительства. Значительно возросла девелоперская активность, вырос спрос, выросли и цены. Можно ожидать, что если меры поддержки этого сегмента бизнеса продолжатся, то сектор будет развиваться, пусть и не такими быстрыми темпами.

8. Доходность инвесторов ЗПИФов, инвестирующих в девелопмент, значительно выше, чем при рентных инвестициях, и составляет 15–20% годовых.

ОПЫТ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕВЕЛОПЕРА ЧЕРЕЗ ЗПИФ

Привлекательность инвестиций в девелопмент рассмотрим на примере одного из крупнейших застройщиков Москвы, MR Group. Частные инвесторы смогут получить доход от участия в девелоперском проекте, который реализует компания. Ожидаемая доходность составляет 13.5% при консервативном прогнозе и 19% при реализации оптимистичного про-

гноза. Срок инвестиций составляет около 5 лет. Доходность проекта является прогнозируемой на основе бизнес-плана строительства объекта. Проект реализуется в сотрудничестве с УК «Велес Траст».

Инвестиция производится путем покупки паев ЗПИФа у MR Group. В составе имущества ЗПИФа находится 100% долей застройщика. Паи ЗПИФа предназначены только для квалифицированных инвесторов.

Застройщик работает в рамках 214-ФЗ и привлекает проектное финансирование Банка «ДОМ.РФ». Покупатели приобретают квартиры через эскроу-счета. Строительством управляет MR Group. После завершения строительства и ввода объекта в эксплуатацию эскроу-счета раскрываются, погашается кредит банка, формируется прибыль застройщика и выплачиваются дивиденды ЗПИФа. ЗПИФ распределяет дивиденды пайщикам как доход.

Проект, предлагающий покупку паев ЗПИФа, владеющего всем девелоперским проектом, уникален для России. Его создание потребовало скоординированной работы управляющей компании фонда, банка — кредитора проекта и застройщика. Прогнозируемая доходность инвесторов ожидается выше, чем при классическом инвестировании в стройку через покупку прав по ДДУ на ранних стадиях строитель-

ства. Ведь покупая паи ЗПИФа, владеющего всем проектом, покупатель получает доход не только от продажи своих прав по ДДУ, но и долю в прибыли всего строительного проекта. Это также снижает риски выбора «неправильного» пула квартир при покупке ДДУ.

Этот проект — возможность для инвесторов сделать прямые инвестиции в девелоперский бизнес. Приобретая инвестиционные паи, квалифицированные инвесторы получают право на прогнозируемый доход от строительства жилого комплекса, который определяется как разница между доходами от продажи объектов недвижимости и расходами на реализацию проекта (стройка, реклама и т. д.). Не нужно думать ни о продажах, ни о содержании объекта — это все MR Group умеет и сделает самостоятельно, сэкономив время клиента.

Прибыль распределяется пропорционально количеству приобретенных паев.

Инвестиции в рынок первичной недвижимости сопряжены с высокой доходностью и в то же время с рисками, присущими этому рынку (падение спроса, экономический кризис, вынужденные перерывы в строительстве). В данном проекте половина паев остается за компанией MR Group, что говорит о вере в успех и концентрации на проекте девелопера, входящего в топ-3 по Москве.

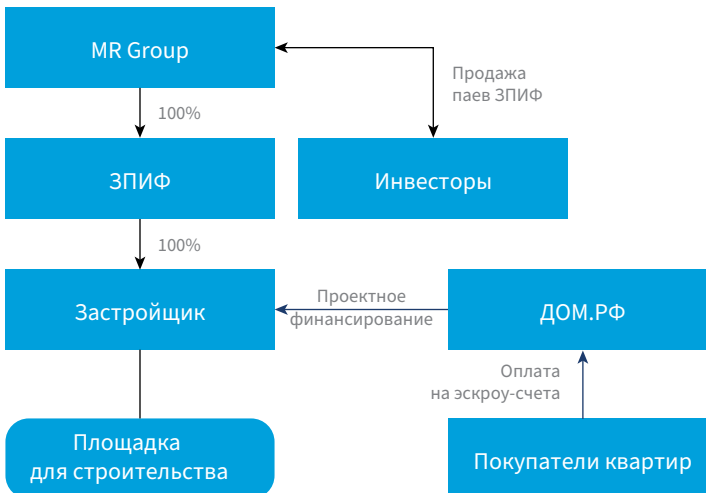
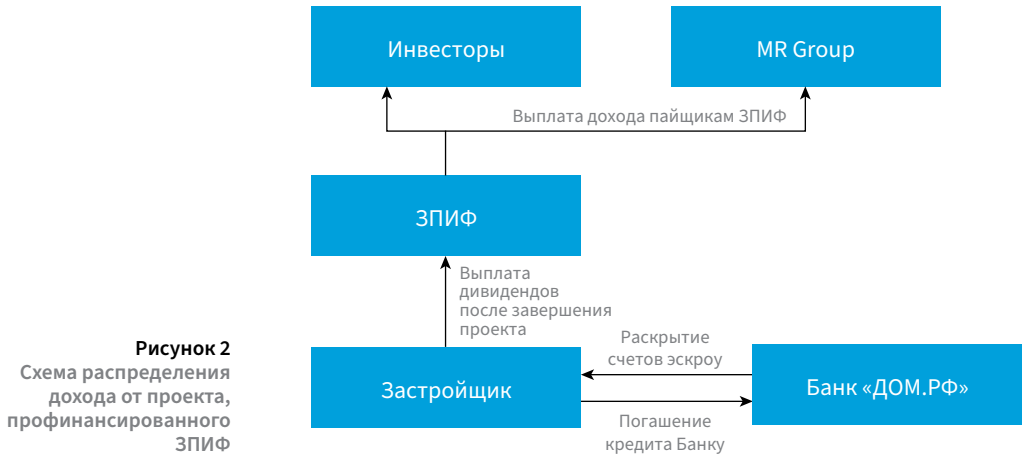


Рисунок 1
Схема финансирования девелоперского проекта через ЗПИФ



ЭТАПЫ РЕАЛИЗАЦИИ ПРОЕКТА

Этап 1. MR Group продает паи ЗПИФа после того, как застройщик получил всю необходимую исходно-разрешительную документацию и проектное финансирование Банка «ДОМ.РФ». MR Group остается владельцем 51% паев ЗПИФа и стратегическим инвестором проекта.

Этап 2. Застройщик в течение 3 лет реализует строительный проект и проводит работы по отделке квартир и помещений. Одновременно со строительством застройщик продает квартиры, и к концу 2023 года, времени планируемого ввода жилого комплекса в эксплуатацию, ожидается реализация не менее 80% площадей. На практике реализации проектов MR Group планы продаж перевыполняются. Проект реализуется в строгом соответствии с 214-ФЗ, и оплата квартир производится на эскроу-счета.

После завершения второго этапа и ввода жилого комплекса в эксплуатацию эскроу-счета раскрываются, погашается кредит в банке, в течение 1 года планируется реализовать оставшиеся квартиры,

и прибыль выплачивается застройщиком в ЗПИФ в качестве дивидендов. ЗПИФ выплачивает доход своим пайщикам-инвесторам.

Прибыль проекта распределяется начиная с 2025 года между всеми инвесторами пропорционально принадлежащим им долям в проекте. Периодичность и суммы выплат формируются исходя из темпов реализации площадей после раскрытия эскроу-счетов и формирования ликвидности у застройщика.

Использование коллективных инвестиций позволяет девелоперу возместить часть первоначальных вложений для развития проекта и направить эти средства на дальнейшее развитие компании. Это позволяет увеличить девелоперскую активность застройщика, освоить новые площадки и реализовать новые проекты.

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты или операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям).

Корпоративно-
инвестиционный
бизнес

 **ВТБ Капитал**

АО ВТБ Капитал

+7 (495) 960 99 99

vtbcapital.ru

Think Global.

Think VTB Capital^{**}

**ЛУЧШИЙ
ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК
НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ,
В ЦЕНТРАЛЬНОЙ И ВОСТОЧНОЙ
ЕВРОПЕ, В РОССИИ***

* По данным Global Finance, 2018–2020; EMEA Finance, 2010–2020
Информация о рейтингах и долях рынка представлена на основании данных
Dealogic, Refinitiv, Bloomberg и Mergermarket по итогам 2020 года

** Мысли глобально с ВТБ Капитал

Реклама



ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2021

Рынок секьюритизации
альтернативных
классов активов

Партнер рубрики:





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

Секьюритизация просроченной задолженности: российский опыт

Секьюритизация просроченной задолженности (NPL-секьюритизация) не является абсолютно новым инструментом. С 2003 по 2007 год размещалось несколько выпусков в Италии, Бельгии, Португалии и Германии, а особенно популярной NPL-секьюритизация стала после финансового кризиса 2007–2008 годов.

Благодаря наличию государственных поручительств NPL-секьюритизация за 2016–2020 годы активно развивалась в Италии (75% от всех выпусков), Греции (13%) и Ирландии (10%). Стандартная структура предполагает продажу просроченной задолженности на SPV, которая выпускает три транша облигаций. Старший транш получает государственную га-

рантию и соответствует требованиям для покупки Европейским центральным банком (ЕЦБ).

Примерно треть от объема NPL-выпусков под госгарантию составляют рыночные выпуски с просроченной задолженностью, обеспеченной ипотекой. Особенно популярны такие выпуски в Ирландии.

В России первой сделкой с просроченной задолженностью был выпуск СФО «ИнвестКредитФинанс» на 500 млн рублей, размещенный в декабре 2018 года и погашенный через год.

Крупнейшей на данный момент сделкой с просроченной задолженностью в России является выпуск СФО «Социально-финансовая инфраструктура» (СФО СФИ), серия 2 на 1 млрд рублей. Рассмотрим эту сделку подробнее, так

как Совкомбанк являлся организатором и оригинатором данного выпуска.

ВЫПУСКИ СФО СФИ

Выпуск СФО СФИ, серия 2 с купоном «ключевая ставка ЦБ РФ + 4.5%», размещенный в августе 2020 года, являлся рефинансированием выпуска СФО СФИ, серия 1 на 800 млн рублей с купоном 12%, размещенным в мае 2019 года.

Оба выпуска обеспечены просроченной потребительской задолженностью ПАО «Совкомбанк». Для первого выпуска Совкомбанк передал на СФО портфель с объемом требований на общую сумму 4.6 млрд рублей.

Во вторую сделку вошел портфель на общую сумму более 17.9 млрд рублей. Большая часть портфеля была накоплена во время Револьверного периода по первой сделке.

В связи с недостаточным объемом статистических данных о перформансе просроченных портфелей, а также из-за дополнительных расходов и трудозатрат было принято решение не использовать рейтинговое агентство.

Схема сделки является классической для «кэптивной» сделки секьюритизации (см. Рисунок 1).

В соответствии с Указанием ЦБ РФ 3309-У от 07.07.2014 оригинатор — Совкомбанк — принял на себя обязательство по предоставлению кредитных средств

эмитенту в размере до 20% от объема размещаемых облигаций.

Оба выпуска характеризовались револьверным периодом 2 года, во время которого вместо амортизации облигаций эмитент приобретал дополнительные портфели у Совкомбанка. Единственным отличием второй сделки стала возможность СФО приобретать не только просроченную задолженность, но и так называемые Согласованные активы.

Согласованные активы определены как облигации, не являющиеся облигациями эмитента, которые удовлетворяют одновременно следующим требованиям на момент их приобретения эмитентом:

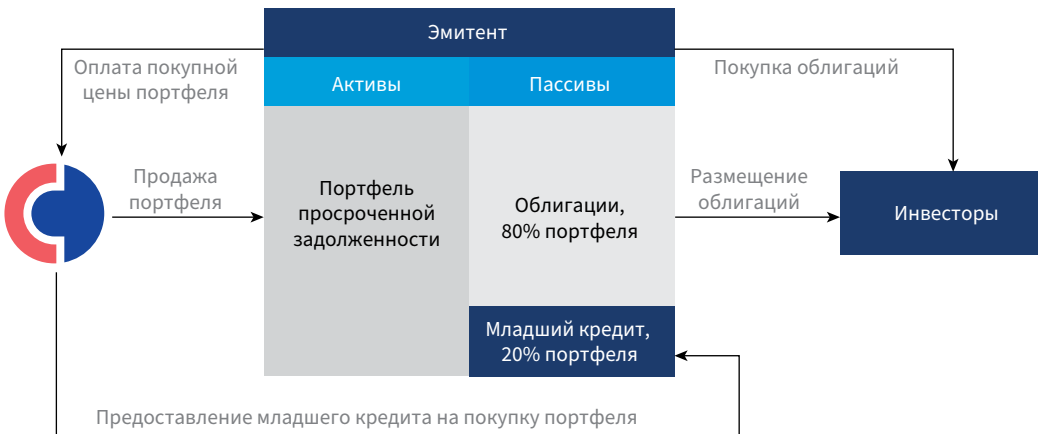
- облигациям / эмитенту облигаций присвоен рейтинг не ниже уровня ВВ по шкале рейтингового агентства «Эксперт РА» и/или шкале рейтингового агентства «АКРА»;

- дата полного погашения облигаций и/или дата, в которую эмитент облигаций обязан осуществить приобретение по требованию владельцев облигаций, наступает до даты погашения облигаций;

- совокупная номинальная стоимость приобретаемых облигаций выпуска не превышает 25% от совокупной номинальной стоимости такого выпуска в обращении.

Появление согласованных активов было вызвано желанием подстраховаться от ситуации, когда у оригинатора не будет

Рисунок 1. Схема сделки NPL-секьюритизации на примере СФО СФИ



212 тыс. шт.
количество кредитов

50 тыс. руб.
средний размер
основного долга

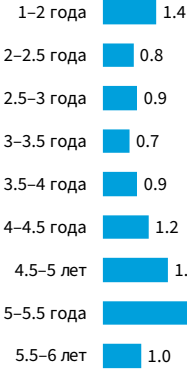
17.9 млрд руб.
долг с учетом процентов
и штрафов

10.6 млрд руб.
основной долг

3 млрд руб.
ожидаемые сборы
по портфелю

28%
средние сборы
по портфелю, % от ОД

Основной долг (ОД)
по срокам просрочки,
млрд руб.



Средние сборы по
портфелю за 3.5 года,
% от ОД

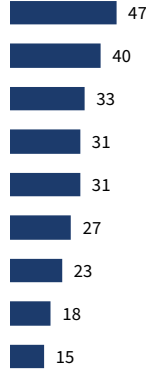


Рисунок 2
Параметры обеспечения
по выпуску СФО
СФИ, серия 2

достаточного объема просроченной задолженности для продажи.

Дополнительной мерой по защите инвесторов в Револьверный период явилась оферта от Совкомбанка на приобретение облигаций СФО в 10-дневный период после каждой даты выплаты купона. Такая мера была призвана обеспечить возможность выхода для инвесторов, не доверяющих параметрам и условиям, по которым приобретаются новые портфели на СФО. По опыту можно сказать, что офертой никто не воспользовался.

Сделки СФО СФИ серий 1 и 2 были успешно размещены среди клиентов «Совкомбанк Private Wealth Management». Обе серии были переподписаны почти в два раза.

Как можно видеть, сделки с просроченной задолженностью не имеют существенных отличий от сделок с конформными кредитами. Важно уметь правильно смоделировать потоки по портфелю для определения адекватной цены продажи портфеля на СФО и обеспечения выплат облигационерам. Опыт показал, что портфели, продаваемые Совком-

банком, были оценены крайне консервативно: объемы собираемых платежей по портфелю кратно превышали требуемые выплаты.

Для вывода избыточных средств использовалась премия за успешный коллешен, выплачиваемая сервисному агенту, а также механизм плавающей процентной ставки по кредитной линии оригинатора.

ИНЫЕ СДЕЛКИ С «ПРОСРОЧКОЙ» В РОССИИ

Помимо Совкомбанка только УК «ТРИНФИКО» использует инструмент секьюритизации просроченной задолженности, но сделки ТРИНФИКО значительно меньше по объему.

В то же время успешный опыт Совкомбанка по рыночному размещению секьюритизаций просроченной задолженности вызвал спрос на организацию подобных сделок. Весной 2021 года ожидается размещение облигаций СФО «Азимут», обеспеченных просроченной ипотечной задолженностью. Также мы ожидаем несколько новых сделок до конца 2021 года.

Универсальная экспертиза в управлении капиталом

Продукты и услуги

Инвестиционные продукты на базе ЗПИФ и облигаций

- Привлечение инвестиций от коллективных инвесторов.

Недвижимость

- Редевелопмент и реконструкция зданий.
- Управление коммерческой недвижимостью.
- Антикризисное управление.

Работа с непрофильными активами

- Приобретение и взыскание долгов с инфраструктурой для инвестиций с разными уровнями риска и доходности.

Структурирование активов

- Через ЗПИФ для более эффективного управления личными и корпоративными активами, ведения бизнеса в России и за рубежом.

Ликвидные рынки

- Доверительное управление.
- Линейка уникальных ОПИФ с рублевой и валютной доходностью.
- Брокерские услуги.

28 лет

опыт работы в сфере управления активами

>100

реализованных проектов

A |ru.am|

высокий рейтинг надежности и качества услуг управляющих компаний****

>\$1 млрд

стоимость чистых активов под управлением*

B1.esg

первая управляющая компания в России с ESG-рейтингом**

A

высокий уровень надежности и качества услуг в рамках доверительного управления имуществом***

Стратегические партнерства



Реклама

* Данные Инвестиционной группы ТРИНФИКО на 31.12.2020

** Рейтинг АО «Управляющая Компания ТРИНФИКО» присвоен Национальным рейтинговым агентством. Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами 045-08588-001000 от 6.09.2005 г.

*** Рейтинг ООО «ТРИНФИКО Прогноз Менеджмент» присвоен рейтинговым агентством «Эксперт РА». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами 01-00011-000208 от 11.05.2010 г.

**** Рейтинг АО «Управляющая Компания ТРИНФИКО» присвоен Национальным рейтинговым агентством. Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами 045-08588-001000 от 01.05.2005 г.

Дисклеймер: Реклама не является публичной офертой.

+7 495 725 25 00

trinfico.com



Ашхен ЧАРКЧЯН,
руководитель отдела
структурных продуктов,
Инвестиционная группа
«ТРИНФИКО»

Антон ЩЕРБА,
ведущий юрист-консульт,
Инвестиционная группа
«ТРИНФИКО»



Секьюритизация проблемной задолженности по потребительским кредитам в России

Большинство международных и российских рейтинговых агентств, Банк России, а также ведущие кредитные организации прогнозируют существенное увеличение доли проблемных кредитов в портфелях российских банков в период 2021–2022 годов из-за пандемии COVID-19. Проблемные кредиты (общепринятый термин NPL, non-performing loans), по различным прогнозам, в 2021 году составят от 10 до 20% совокупного портфеля банковских кредитов.

На сегодняшний день ухудшение качества розничных и корпоративных долгов пока не отразилось на кредитных организациях в полной мере. Причина — принятые в связи с пандемией меры государственной поддержки банковского сектора, в частности отсутствие необхо-

димости создавать резервы по долгам, в отношении которых была осуществлена реструктуризация. По оценкам агентства «Эксперт РА», объем недосозданных резервов по проблемным кредитам банковского сектора составляет примерно 1.7 трлн рублей. При этом, согласно прогнозным ожиданиям, значительная часть реструктурированных кредитов перейдет в просроченные. Прекращение программы государственной поддержки банковского сектора приведет к тому, что расходы на резервы по реструктурированным в 2020 году кредитам съедят значимую часть прибыли банковского сектора.

В текущей ситуации большую актуальность как в России, так и во всем мире приобретают вопросы управления проблемной кредитной задолженностью, существенная доля которой относится

к категории потребительских кредитов. В качестве одного из способов управления такой задолженностью можно выделить секьюритизацию NPL.

Суть подобной секьюритизации заключается в том, что оригинатор — лицо, иницирующее сделку и обладающее портфелем проблемной задолженности (банк / микрофинансовая организация / коллектор / иной владелец прав требования), отчуждает данный портфель компании специального назначения (в России это специализированные финансовые общества, сокращенно СФО). После отчуждения портфеля просроченной задолженности СФО выпускает облигации, обслуживание и погашение которых обеспечены платежами по портфелю проблемной задолженности. Денежные средства, полученные от размещения облигаций, направляются или на оплату договоров цессии, по которым оригинатор передал портфель проблемной задолженности компании специального назначения, или на погашение заемного финансирования, привлеченного для оплаты договора цессии. Дальнейшее обслуживание портфеля финансируется за счет поступлений по такому портфелю. Обслуживать его продолжает оригинатор либо иное привлеченное лицо.

МИРОВАЯ ПРАКТИКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ NPL

Несмотря на то что российский финансовый рынок только начал приглядываться к данной разновидности секьюритизации, в мировой практике секьюритизация NPL представлена довольно широко.

Появление и развитие рынка секьюритизации NPL в экономике той или иной страны или целого региона чаще всего является следствием прохождения через экономический кризис. Так, секьюритизация NPL в Японии и Южной Корее получила свое развитие в ответ на Азиатский финансовый кризис 1997 года, развитие рынка секьюритизации в США стало неизбежным последствием сберегательно-ссудного кризиса 1980-х годов. Для упомянутых стран характерным стало появление государственной или квазигосударственной организации,

созданной для приобретения NPL у банковского сектора и реализации в дальнейшем сделок секьюритизации NPL.

Итальянский рынок секьюритизации получил свое развитие в прошлом десятилетии в ответ на кризисные явления в банковской сфере страны. Отличительной чертой итальянской секьюритизации NPL стало наличие государственной программы, способствующей осуществлению данных сделок. В частности, с 2016 года действует госпрограмма по выдаче гарантий старшим выпускам облигаций в рамках секьюритизации NPL (Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze, GACS). В Греции для целей поддержания стабильности банковской системы запущена государственная программа Hercules, которая, так же как и итальянская, предусматривает выдачу государственных гарантий под старшие выпуски облигаций в рамках сделок секьюритизации NPL. В результате активного применения данных мер и повышенного интереса инвесторов к секьюритизации проблемной задолженности общий объем NPL в ЕС снизился с ноября 2014 года почти на 50%. Уже к концу марта 2019 года объем NPL составил 587 млрд евро, тогда как в ноябре 2014 года находился на уровне примерно 1 трлн евро.

Анализ мирового опыта секьюритизации позволяет заявить, что развитие рынка секьюритизации NPL в национальной экономике может оказать существенное влияние на развитие финансового сектора и стать одним из способов вывода кредитных организаций из кризисных ситуаций. При этом существенную роль в развитии такого рынка играет национальное законодательство, позволяющее обеспечить доступ к соответствующим продуктам для ключевых игроков финансового рынка, а также наличие различных мер государственной поддержки, направленные на повышение надежности и инвестиционной привлекательности ценных бумаг, выпускаемых в рамках секьюритизации NPL.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ NPL В РОССИИ

Как уже отмечалось выше, российский рынок секьюритизации NPL только начал делать первые шаги. Первая сделка секьюритизации проблемной задолжен-

ности по российскому праву была реализована в 2018 году Инвестиционной группой «ТРИНФИКО» на базе ООО «СФО ИнвестКредит Финанс». Базовым активом стал пул проблемных потребительских кредитов. Сделка была успешно закрыта через год после размещения ценных бумаг. На сегодняшний день можно говорить уже как минимум о шести сделках, четыре из которых также реализованы в рамках Инвестиционной группы «ТРИНФИКО». В Таблице 1 приводится информация в отношении реализованных сделок секьюритизации NPL. Нужно отдельно заметить, что информация в таблице касается исключительно публичных сделок и ценных бумаг, допущенных к обращению на Московской бирже. С высокой степенью вероятности можно говорить о наличии как минимум еще одной непубличной сделки, а также о трех-четыре сделки, планируемых к выпуску в 2021 году.

Реализованные сделки секьюритизации NPL в России в качестве своего базового актива имеют потребительские займы/кредиты, поэтому в статье акцент делается на секьюритизации именно этой разновидности задолженности.

Учитывая количество и динамику сделок, можно говорить о появлении на общем рынке сектора секьюритизации NPL. Этот сектор имеет ряд особенностей, на которые хочется обратить внимание.

В качестве одной из важнейших характеристик секьюритизации NPL в России следует отметить законодательно ограниченный перечень лиц, которые могут выступить в качестве оригинаторов по сделкам секьюритизации проблемной задолженности, вытекающей из потре-

бительских займов. До того как перейти к данному перечню, необходимо обратить внимание на то, что сегодня ввиду экономической и операционной целесообразности одним из наиболее распространенных способов управления проблемной задолженностью является продажа кредитными организациями пула просроченных потребительских кредитов на торгах. По этой причине большой объем данного рода NPL сосредоточен на вторичном рынке. Этот рынок также пополняется благодаря регулярным продажам Агентством по страхованию вкладов кредитных пулов банков, у которых отозвана лицензия. Таким образом, в российской экономике можно выделить первичный рынок проблемной потребительской задолженности, владельцами которой являются банки и микрофинансовые организации, и вторичный рынок проблемной потребительской задолженности, владельцами которой выступают приобретатели NPL на торгах.

До 2018 года доступ к торгам и, соответственно, к портфелям проблемной задолженности, в том числе вытекающим из потребительских займов, имел широкий круг компаний. Российский рынок NPL естественным образом шел по пути развития рынка независимых AMC (asset management companies), профессионально занимающихся управлением проблемной задолженностью в интересах инвесторов. Передача NPL в инвестиционные фонды и разного рода компании как способ управления NPL также имело широкое распространение на рынке и продолжает оставаться актуальной при управлении проблемной корпоративной задолженностью.

Эмитент	Год размещения	Серия/класс	Наличие младшего транша	Объем выпуска, млн рублей	Размер купона
ООО «СФО ИнвестКредит Финанс»	2018	01	-	500	10%
	2020	Класс А	✓	850	от 10 до 15%
ООО «СФО СФИ»	2019	01	-	700	12%
	2020	02	-	1000	ключ. ставка + 4.5%
ООО «СФО Аккорд Финанс»	2020	Класс А	✓	400	от 10 до 15%
ООО «СФО Т-Финанс»	2021	Класс А	✓	150	от 10 до 15%

Таблица 1
Публичные сделки секьюритизации NPL в России
Источник: ИГ «ТРИНФИКО»

Впрочем, развитие рынка NPL изменило направление развития в результате реформы законодательства о потребительском кредитовании, в частности, в связи с внесением в закон «О потребительском кредите (займе)» изменений в части состава лиц, которые имеют право приобретать права требования по потребительским кредитам. В соответствии с текущей редакцией п. 1 ст. 12 ФЗ «О потребительском кредите (займе)» уступка прав требования по потребительским кредитам стала возможна только следующим категориям юридических лиц:

- осуществляющим профессиональную деятельность по предоставлению потребительских займов (банки и микрофинансовые организации),
- осуществляющим деятельность по возврату просроченной задолженности физических лиц в качестве основного вида деятельности (коллекторские организации),
- специализированным финансовым обществам (СФО).

Учитывая низкую заинтересованность банков и микрофинансовых организаций в приобретении NPL и невозможность прямого приобретения СФО портфелей NPL на торгах (из-за отсутствия в таком случае обязательной фигуры оригинатора по выпуску облигаций), фактически единственными юридическими лицами, получившими возможность приобретать портфели NPL на вторичном рынке, оказались коллекторские организации.

Вытеснение коллекторскими организациями управляющих паевыми инвестиционными фондами, доверительных управляющих и компаний, специализирующихся на управлении активами, поменяло вектор развития рынка проблемной задолженности и естественным образом повернуло его в сторону секьюритизации. Так, коллекторские организации, получившие фактически исключительный доступ к рынку проблемных потребительских займов, столкнулись с необходимостью привлечения финансирования для приобретения того или иного портфеля, предлагаемого на рынке. Одним из способов получения необходимого финансирования стало привлечение займов под залог конкретного портфеля, планируемого к при-

обретению. В связи с тем что выделение и последующая «очистка» от риска самой коллекторской организации портфеля, планируемого к предоставлению в залог под заем/кредит, теперь возможно только на базе СФО (ввиду ограничений по субъектному составу приобретателей прав требований по потребительским кредитам), появление рынка секьюритизации NPL стало неизбежным.

Секьюритизация является дорогостоящей и длительной процедурой, требует знаний и опыта, в том числе в сфере финансового сектора, которые зачастую отсутствуют у большинства коллекторских компаний, зарегистрированных в России по состоянию на конец 2020 года. В результате лишь немногие из них могут воспользоваться указанным инструментом. Представляется, что коллаборация коллекторских организаций и профессиональных участников финансового рынка (в том числе управляющих проблемными активами) по крайней мере на начальном этапе становления секьюритизации NPL станет выигрышной стратегией для получения доли развивающегося рынка.

Следует отметить, что ценные бумаги, выпускаемые в рамках секьюритизации NPL, с точки зрения их доходности являются довольно привлекательными. Так, текущие сделки на рынке могут предложить фиксированную доходность от 8.75% и выше, а плавающая часть доходности по некоторым сделкам может приводить к общей доходности 15%. Получается, что доходность по бумагам в сделках секьюритизации проблемной задолженности может достигать доходности, сравнимой с рынком высокодоходных облигаций. Но в то же время сделки секьюритизации предоставляют владельцам облигаций больший уровень защиты, так как предусматривают обязательное залоговое обеспечение по бумагам, а также финансовые гарантии, предоставляемые со стороны оригинатора.

ОГРАНИЧЕНИЯ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ

Для российского рынка секьюритизации NPL характерно наличие ограниченного состава потенциальных инвесторов в ценные бумаги, выпускаемые в рамках секьюритизации NPL.

Так, законодательные ограничения исключают институциональных инвесторов из перечня возможных приобретателей секьюритизационных ценных бумаг, так как им запрещено приобретать инструменты структурированного финансирования, к которым относятся и облигации, выпущенные в рамках секьюритизации NPL. Справедливости ради следует отметить, что данное ограничение действует не только для секьюритизации NPL, но и для любых неипотечных секьюритизационных ценных бумаг.

В настоящее время рынок ждет включения ценных бумаг, содержащих постфикс «.sf», в перечень активов, разрешенных к финансированию со стороны институциональных инвесторов.

Однако ценные бумаги, базовым активом по которым являются NPL, сталкиваются с проблемами при присвоении им кредитного рейтинга в целом — на данный момент у российских рейтинговых агентств отсутствуют методики для оценки пулов NPL. Следует отметить, что рейтинговые агентства также отмечают потенциальную заинтересованность рынка в сделках секьюритизации NPL и уже ведут работу по разработке необходимых методик. Учитывая развитие рынка NPL и здоровую конкурентную среду среди российских рейтинговых агентств, есть надежда, что соответствующие методики будут разработаны в ближайшем будущем, что позволит увеличить круг потенциальных инвесторов для сделок секьюритизации NPL.

Возможность привлечения массового розничного инвестора в подобного рода ценные бумаги, даже с учетом их повышенной доходности, кажется маловероятной. Несмотря на то что секьюритизационные ценные бумаги пока доступны данной категории клиентов, непонятно, смогут ли они и в дальнейшем рассматриваться в качестве потенциальных покупателей с учетом инициативы Банка России по ужесточению требований к финансовым активам, доступным для неквалифицированных инвесторов. Даже в случае, если ценные бумаги, выпущенные в рамках секьюритизации NPL, будут доступны для неквалифицированных

инвесторов, объем инвестирования с их стороны будет небольшим, в том числе в связи со сложившейся в российской действительности негативной репутацией институтов, так или иначе ассоциирующихся с взысканием задолженности с физических лиц.

Таким образом, потенциальными инвесторами в ценные бумаги, выпущенные в рамках секьюритизации NPL, могут рассматриваться крупные частные инвесторы, управляющие компании, а также компании, так или иначе аффилированные с кредитными структурами, которые, обладая статистическими данными и аналитикой, смогут оценить высокую инвестиционную привлекательность данного инструмента.

Заканчивая тему законодательных ограничений для развития рынка секьюритизации NPL, следует отметить важный блок, который в ряде случаев фактически делает экономически нецелесообразным банковскую секьюритизацию NPL. Данное ограничение связано с требованием по участию инициаторов сделки (оригинаторов) в риске по секьюритизационным ценным бумагам. Данное участие может быть предоставлено разными способами (приобретение младшего транша, обязательства по предоставлению займа/кредита, финансовой помощи и др.) и имеет своей целью сохранение заинтересованности оригинатора в организации качественной сделки секьюритизации, обеспечивающей полное погашение выпущенных облигаций. Закон «О рынке ценных бумаг» декларирует минимальный объем участия оригинатора в риске по сделке секьюритизации на уровне 20% от объема облигационного выпуска. Однако фактический (денежный) размер предоставляемой оригинатором гарантии определяется по формуле, приводимой в рамках другого документа — Указания Банка России от 07.07.2014 № 3309-У «О формах и способах принятия рисков по облигациям с залоговым обеспечением специализированного финансового общества и специализированного общества проектного финансирования». Данная формула, помимо прочего, содержит коэффициент, показатель ко-

торого напрямую зависит от качества предоставляемых в залог денежных требований. Чем ниже качество денежных требований, тем выше показатель коэффициента. А чем выше показатель коэффициента — тем выше фактический (денежный) размер предоставляемой оригинатором гарантии по облигационному займу. При этом декларируемый в рамках закона «О рынке ценных бумаг» размер участия оригинатора в риске на уровне 20% возможен при текущей редакции Указания № 3309-У исключительно при секьюритизации качественных денежных требований, по которым номинальная стоимость долга должника равняется фактической стоимости самого долга. При секьюритизации NPL допустить равенство номинальной стоимости долга и стоимости самого долга невозможно. Учитывая данное обстоятельство, а также тот факт, что формула Указания 3309-У не содержит верхнего предела нормативно определяемого размера предоставляемой оригинатором гарантии, по многим потенциальным сделкам размер такой гарантии может в несколько раз превышать сам размер облигационного выпуска, что, конечно, является фактором, понижающим заинтересованность оригинаторов участвовать в подобных сделках. Данный нюанс больше всего касается банков, потенциальный интерес которых в реализации сделок может значительно уменьшиться из-за нормативов по созданию резервов в связи с принятием риска по ценным бумагам.

Формула также не учитывает тот факт, что по всем сделкам секьюритизации проблемной задолженности номинальная стоимость заложенных прав требований в несколько десятков раз превышает сам размер облигационного выпуска. При секьюритизации NPL качество сделки зависит не от номинальной стоимости долга, а от фактической стоимости (прогноза по поступлениям) данных долгов.

Таким образом, Указание 3309-У разработано для целей регулирования секьюритизации исключительно качественных активов и является препятствием для реализации сделок секьюритизации NPL. Представляется, что данное Указание

должно быть первым изменено для упрощения реализации сделок банковским сектором либо необходимо появление нового правила от ЦБ, предусматривающего ограничение риска оригинатора на уровне 20% от объема выпуска облигаций при условии, если фактическая стоимость портфеля проблемной задолженности превышает объем выпуска ценных бумаг.

Иным нехарактерным для классической секьюритизации участником сделки небанковской секьюритизации NPL можно назвать бридж-кредитора. Его наличие возможно в двух случаях. Первый случай — финансирование таким кредитором оригинатора или СФО для целей приобретения пула NPL на торгах до момента размещения облигационного выпуска. Второй случай — финансирование приобретения дополнительных портфелей, если такая возможность предусмотрена условиями выпуска. Наличие обоих случаев вызвано особенностью приобретения NPL на торгах: у победителя есть ограниченный период времени для осуществления оплаты приобретенного актива, и этого времени может быть недостаточно для первичного размещения облигаций. Что касается приобретения дополнительного портфеля в рамках обращения облигаций, на счете СФО может отсутствовать необходимый объем денежных средств для его приобретения в моменте. Наличие бридж-кредитора в составе участников сделки позволяет оригинатору не упускать возможность приобретения инвестиционно привлекательных портфелей NPL.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Несмотря на сложности на пути развития секьюритизации NPL в России и отсутствие государственной поддержки, данный сегмент стремительно расширяется. Новые сделки предлагают новые решения проблем и вопросов, которые встают перед участниками рынка. Остается надеяться, что данный вид секьюритизации в качестве инструмента управления NPL будет по достоинству оценен в России, получит государственную поддержку и регулирование.



Владимир ГОГЛАЧЕВ,
старший юрист практики
банковского и финансового
права, рынков капитала,
адвокатское бюро «Егоров,
Пугинский, Афанасьев
и партнеры» (АБ ЕПАМ)

Рефинансирование проектов ГЧП через публичное размещение облигаций специализированным обществом

Летом 2020 года состоялась размещение трех траншей облигаций различной очередности, эмитентом которых выступило СФО Социально-го развития. Сделка реализована в интересах Группы «ВИС», и она является первой в России сделкой по размещению социальных облигаций.

Совокупный объем средств, полученных от размещения облигаций, составил 6 млрд рублей, из них свыше 5.5 млрд рублей привлечено от рыночных инвесторов через публичное предложение

облигаций классов А¹ и Б². Объем привлеченных средств превысил номинальную стоимость благодаря размещению облигаций старшего и мезонинного траншей с премией.

Денежные средства от размещения облигаций направлены на рефинансиро-

¹ Старший транш, объем выпуска 3.216 млрд рублей по номиналу, объем привлечения — 3.473 млрд рублей.

² Мезонинный транш, объем выпуска 1.799 млрд рублей по номиналу, объем привлечения — 2.068 млрд рублей.

вание проекта, соответствующего принципам социальных облигаций Международной ассоциации рынков капитала (International Capital Market Association, ICMA). Независимую внешнюю оценку о соответствии проекта указанным принципам проводило рейтинговое агентство «Эксперт РА». Указанные обстоятельства обеспечили включение облигаций в сегмент социальных облигаций Сектора устойчивого развития Московской биржи.

Средства от размещения были направлены на рефинансирование проекта, который представляет собой соглашение о государственно-частном партнерстве (далее — соглашение о ГЧП) по проектированию, созданию и техническому обслуживанию объектов дошкольного, общего и дополнительного образования и культуры в городском округе город Якутск Республики Саха (Якутия). В рамках проекта построено 12 объектов социальной инфраструктуры: пять школ (включая национальную и школу искусств), пять детских садов, один центр детского творчества — библиотека и один центр культуры и современного искусства.

Сделка СФО Социального развития озаглавлена собой очередной виток развития российского рынка сложноструктурированных сделок и показала новые возможности (ре-)финансирования проектов, реализуемых в рамках закона о государственно-частном партнерстве. При этом мы полагаем, что аналогичным образом можно также осуществить (ре-)финансирование проектов, реализуемых в рамках закона о концессионных соглашениях.

Реализовать эту сделку было бы невозможно без использования уникальной совокупности практических решений, некоторые из них рассмотрим ниже.

ОСОБЕННОСТИ ДЕНЕЖНЫХ ТРЕБОВАНИЙ В СОСТАВЕ ЗАЛОГОВОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ

В России большинство публичных сделок по размещению обеспеченных денежными требованиями облигаций представляют собой сделки, в рамках которых в обеспечение по облигациям передается пул, состоящий из множества идентичных требований к различным лицам (ипотечные кредиты,

автокредиты и т. д.). «Классическим» условием для подобных сделок является то, что существует ограничение на предельный размер задолженности на одного заемщика в пуле. Тем самым обеспечивается диверсификация портфеля, при которой риск дефолта одного заемщика не создает существенных рисков для исполнения обязательств по размещенным облигациям.

Однако в рамках рассматриваемой сделки использование «классического» подхода было невозможным. Это объясняется спецификой отношений в соглашении о ГЧП. Для постройки объектов социальной инфраструктуры частный партнер — компания «ГЭМ»¹, осуществлявшая строительство объектов, привлекла заемные средства по двум соглашениям: 3.3 млрд рублей по кредитному договору от Банка «ДОМ.РФ» (актив 1) и 2.36 млрд рублей по договору займа от компании «КПФ», которая входит в периметр Группы «ВИС» (актив 2). По активу 1 предоставлено обеспечение, в том числе в форме залога прав по соглашению о ГЧП.

В дальнейшем денежные требования по обоим активам были уступлены в пользу СФО Социального развития и включены в залоговое обеспечение по размещенным облигациям. Таким образом, в залоге по облигациям находятся только два денежных требования, при этом оба адресованы к одному лицу — ГЭМ.

Предполагается, что исполнение обязательств по активам будет осуществлять компания «ГЭМ» за счет средств, полученных от публичного партнера в рамках исполнения последним своих обязательств по соглашению о ГЧП.

Таким образом, эмитент осуществляет исполнение обязательств по облигациям за счет средств, полученных от частного партнера. Частный партнер, в свою очередь, исполняет свои обязательства перед эмитентом за счет средств, полученных от публичного партнера. Следовательно, структура сделки должна обеспечивать перечисление в пользу СФО Социального развития денежных средств, получаемых частным партнером от публичного партнера.

¹ ООО «ГЭМ» входит в периметр Группы «ВИС».

ЗАЛОГОВЫЕ СЧЕТА В СДЕЛКЕ

Перечисление в пользу СФО Социального развития денежных средств, получаемых частным партнером от публичного партнера, обеспечивается функционированием двух залоговых счетов в периметре одной кредитной организации (Совкомбанка).

1) Залоговый счет ГЭМ. Используется для «блокировки» полученных от публичного партнера средств (то есть ограничения владельца счета в возможности использовать полученные денежные средства по своему усмотрению). Владелец счета является компания «ГЭМ», а залогом прав по договору данного залогового счета обеспечивается исполнение обязательств ГЭМ по активам (то есть обеспечивается исполнение обязательств по кредитному договору и договору займа). Счет используется для зачисления средств от публичного партнера в рамках соглашения о ГЧП и исполнения обязательств по активам, а также для некоторых иных целей (см. ниже).

«Блокировка» полученных от публичного партнера средств обеспечивается за счет комбинации двух факторов:

- установление ограничений на расходование средств с указанного счета до полного исполнения обязательств по активам;
- установление лимитов на цели, отличные от исполнения обязательств по активам.

Необходимость установления лимитов на цели, отличные от исполнения обязательств по активам, обуславливается тем, что публичный партнер обязан зачислять *все платежи, предусмотренные соглашением о ГЧП*, на конкретный счет частного партнера. Информация о реквизитах счета предоставляется публичному партнеру путем направления совместного заявления от финансирующего лица (то есть от кредитора по активу 1) и частного партнера. В рамках сделки до размещения облигаций публичному партнеру было направлено такое заявление, содержащее указание о необходимости перечисления на залоговый счет ГЭМ всех платежей по соглашению о ГЧП.

При этом структура сделки не предполагает, что на исполнение обязательств по активам будут направляться все полученные от публичного партнера суммы. Например, соглашение о ГЧП закрепляет обязанность частного партнера осуществлять обслуживание построенных объектов социальной инфраструктуры. Для этих целей соглашением о ГЧП предусмотрены соответствующие выплаты (эксплуатационные платежи), которые перечисляются на залоговый счет ГЭМ в составе иных выплат по соглашению о ГЧП. Для того чтобы частный партнер мог воспользоваться суммой средств, полученных в качестве эксплуатационных платежей, условия договора залогового счета ГЭМ допускают перечисление определенного объема денежных средств на обычный (расчетный) счет частного партнера.

Помимо эксплуатационных платежей также предусмотрена возможность списания с залогового счета ГЭМ иных сумм, направление которых в пользу владельца облигаций не предполагается согласно финансовой модели сделки. При этом важно отметить, что списание средств с залогового счета ГЭМ по любому основанию допускается только при условии, что оставшихся на залоговом счете ГЭМ денежных средств будет достаточно для исполнения очередного платежа по активам.

2) Залоговый счет СФО. Владелец данного счета является СФО Социально-го развития, а залогом прав по договору этого залогового счета обеспечивается исполнение обязательств непосредственно перед владельцами облигаций. Основное предназначение данного счета — зачисление средств, полученных по активам, и исполнение обязательств по облигациям. Кроме того, данный счет используется для «хранения» резервного фонда специального назначения.

Важно отметить, что в рамках данной сделки использован особый порядок оплаты услуг контрагентов эмитента. Традиционный подход заключается в том, что подобные расходы осуществляются напрямую с залогового счета. Соответственно, для обеспечения возможности соответствующих выплат не-

обходимо выделить всех контрагентов в эмиссионной документации и зафиксировать предельный лимит в разрезе каждого из них. Данный подход на практике может вызывать определенные неудобства: во-первых, каждая платежка на контрагента будет проверяться банком на предмет целевого использования средств, а во-вторых, сумма к выплате на конкретного контрагента ограничена выделенным на него лимитом. Функционал «проверка целевого назначения» чаще всего является избыточным, поскольку такой контроль фактически представляет собой надзор за соблюдением управляющей компанией водопада платежей (чего в большинстве сделок не требуется), а проверка каждого платежного поручения от эмитента на цель и лимит может приводить к удорожанию сделки в целом (данный фактор зависит от тарифной политики банка в части исполнения поручений по залоговому счету).

Лимит на конкретного контрагента в определенной степени может быть даже вредным для сделки, так как в силу своей природы не может учитывать особенности функционирования соответствующего контрагента в конкретный момент времени. Например, предположим ситуацию налоговой проверки эмитента. В условиях проверки лицо, оказывающее услуги бухгалтерской компании, будет активно взаимодействовать с сотрудниками налоговой инспекции, при необходимости готовить пояснения, справки и т. д. При этом очень часто договор с бухгалтерской компанией содержит условие, что подобные работы оплачиваются сверх фиксированной цены за «стандартное» сопровождение. Соответственно, в рассматриваемом примере размер вознаграждения на указанного контрагента может существенно увеличиться в конкретный момент времени. В этом случае использование традиционного подхода «установление персонального лимита на контрагента с небольшим запасом» может не покрыть размер вознаграждения, подлежащего выплате за необходимые дополнительные работы. Решением данной про-

блемы могло бы быть «установление персонального лимита с существенным запасом», однако использование данного подхода будет нивелировать сам смысл лимита на контрагентов. Кроме того, существенное завышение будет с высокой долей вероятности вызывать вопросы потенциальных инвесторов, рейтингового агентства и так далее, и в конечном итоге оказывать влияние на транширование.

Поэтому в рассматриваемой сделке использован принципиально иной подход — условия эмиссионной документации предусматривают единый (общий) лимит на выплаты всем контрагентам, который выражен путем установления ограничения на перечисление средств с залогового счета эмитента на расчетный счет эмитента. Соответственно, выплаты контрагентам осуществляются с расчетного счета, а залоговый счет для этих целей не используется. При этом лимит превышает прогнозируемые выплаты на значение, согласованное участниками сделки. Использование данного подхода более эффективно с точки зрения движения средств, поскольку удешевляет и упрощает расчеты, а также с большой вероятностью исключает ситуацию, при которой необходимость оплаты непредвиденных услуг контрагента станет конфликтовать с персональным лимитом на такого контрагента.

ОСОБЕННОСТИ АМОРТИЗАЦИИ ОБЛИГАЦИЙ

Еще одной специфической особенностью сделки является механизм расчета размера погашения облигаций для каждой даты выплаты. В «стандартных» сделках денежный поток от должников эмитента может быть только спрогнозирован (с определенной степенью вероятности) и не может быть достоверно определен. Прежде всего это касается тех сделок, где в залог по облигациям передаются портфели требований из кредитов, должники по которым имеют возможность досрочно исполнить свои обязательства. Поэтому в большинстве случаев условия эмиссии включают в себя формулу,

суть которой (упрощенно) заключается в распределении погашения облигаций денежных средств, которые были получены эмитентом в погашение основного долга по заложенным требованиям. Таким образом, скорость погашения облигаций в полной мере зависит от скорости погашения заложенного портфеля, а скорость погашения портфеля, в свою очередь, зависит исключительно от усмотрения должников (то есть вне сферы контроля инвестора, эмитента и/или сервисного агента). Поэтому размер погашения облигаций в «стандартных» сделках плавающий и определяется для каждой даты выплаты после того, как становится понятным фактический объем поступлений от должников за соответствующий период времени.

Однако в рамках сделки СФО Социального развития в силу специфики требований в обеспечении был применен иной подход. Это стало возможным благодаря тому, что соглашение о ГЧП предусматривает обязанность публичного партнера каждый квартал выплачивать в пользу частного партнера конкретный объем денежных средств; при этом до определенного времени публичный партнер ограничен в возможности исполнять свои обязательства досрочно.

Частный партнер, в свою очередь, обязан направлять значительную часть полученных от публичного партнера денежных средств на исполнение обязательств по активам. Размеры выплат для каждого календарного квартала определяются в кредитном договоре / договоре займа таким образом, чтобы их совокупный размер был меньше выплат, получаемых частным партнером от публичного партнера в таком квартале.

БАЗОВЫЙ ПОДХОД. ПЛАНОВАЯ АМОРТИЗАЦИЯ

Структура сделки предполагает, что полученные для погашения активов средства направляются в погашение облигаций. Размеры выплат по активам заранее известны, что, в свою очередь, обеспечило возможность установле-

ния фиксированного графика амортизации облигаций. Данный подход был использован в качестве базового подхода к амортизации размещенных облигаций.

При разработке эмиссионной документации необходимо было учесть, что итоговый объем эмиссии и, соответственно, график погашения облигаций напрямую зависят от остатка задолженности частного партнера по активам *на дату начала размещения облигаций*. Однако на момент финализации эмиссионных документов и представления их на государственную регистрацию дата размещения не могла быть спрогнозирована с абсолютной точностью — участникам сделки была известна только плановая дата размещения.

Таким образом, если график погашения облигаций был бы указан в тексте решения о выпуске ценных бумаг и заполнен исходя из допущения, что облигации будут размещены в плановую дату, то перенос даты размещения неизбежно повлек бы за собой необходимость внесения изменений в эмиссионную документацию для корректировки графика. Чтобы исключить подобный риск в рамках сделки, было использовано следующее решение: в текст эмиссионных документов включено указание о плановом частичном погашении облигаций в каждую дату выплаты, но конкретные значения амортизации для каждой даты выплаты были вынесены в сообщение о существенном факте, которое было опубликовано эмитентом непосредственно перед началом размещения.

Фиксированная плановая амортизация обеспеченных залогом облигаций является нетипичным решением для российского финансового рынка, однако в данном случае оно было наиболее эффективным и одновременно обеспечивало дополнительный комфорт потенциальным инвесторам.

РЕЗЕРВНЫЙ ПОДХОД. РАСЧЕТНАЯ АМОРТИЗАЦИЯ

Как было отмечено выше, после наступления определенной даты у публичного партнера возникает право испол-

нить свои обязательства по соглашению о ГЧП досрочно, в том числе частично.

Для того чтобы обеспечить интересы владельцев облигаций, структура сделки предусматривает обязанность частного партнера при получении досрочного исполнения по соглашению о ГЧП направить сумму такого досрочного исполнения в погашение задолженности по кредитному договору и договору займа. В этой связи кредитный договор и договор займа содержат два режима расчета сумм погашения: режим фиксированных платежей (то есть согласно установленному графику погашения) и режим пропорционального распределения. Триггером для перехода на режим пропорционального распределения является досрочное исполнение обязательств публичным партнером. При этом переход от режима фиксированных платежей к режиму пропорционального распределения осуществляется только в случае, если объем досрочного погашения по соглашению о ГЧП является существенным. Так, для целей сделки согласовано, что если объем досрочного погашения от публичного партнера в календарном квартале превышает ожидаемый размер погашения не более чем на 5%, то режим выплат по активам не изменяется.

Отметим, что обратный переход к режиму фиксированных платежей не допускается.

Изменение режима расчета сумм погашения по активам приводит к трансформации выплат по облигациям. С момента получения досрочного исполнения по активам график фиксированной амортизации облигаций не применяется, а все полученные средства для погашения основного долга по активам направляются эмитентом в погашение основного долга по облигациям (пропорционально номинальной стоимости облигаций класса А и облигаций класса Б на дату начала их размещения).

Реализация сделки СФО Социального развития требовала большого количества нестандартных решений и в конечном итоге стала возможна прежде всего благодаря креативности участников сделки (особенно Группы «ВИС», БКС и Банка «ФК Открытие») и их готовности отказываться от шаблонных механизмов в пользу нетиповых решений. Надеемся, что предложенная структура послужит образцом для участников рынка, а рассмотренная сделка останется первой, но не единственной сделкой (ре-)финансирования проектов, реализуемых в рамках закона о государственно-частном партнерстве и закона о концессиях.



Алексей ТАРАСОВ,
к. э. н., эксперт
по международным
рынкам капитала,
EMBA

Сделки LBO: экономика, структурирование и секьюритизация

В данной статье рассматриваются сделки по финансированию долгового выкупа компаний (Leveraged Buy-Outs, LBO), реализуемые на европейском рынке фирмами частных инвестиций (Private Equity, PE). Специализированные фонды данных фирм осуществляют выкуп 100% капитала корпорации-цели, предоставляют акционерное финансирование и организуют привлечение долга, включающего структурированные кредиты (structured loans) и высокодоходные облигации (high-yield bonds). Таким образом, фирмы PE выступают в качестве финансовых спонсоров сделок LBO, другими участниками данных транзакций являются инвестиционные и коммерческие банки, институциональные инвесторы, юридические фирмы, рыночные, технические и финансовые консультанты.

Рынок LBO является достаточно прогрессивным рынком, индустриальная организация которого имеет следующие характеристики:

- Сложившийся рынок корпоративного контроля и соответствующего регулирования, позволяющий не только осуществлять выкуп корпорации-цели, но также проводить реструктуризацию и осуществлять дальнейшие сделки по слияниям и поглощениям (Mergers & Acquisitions, M&A).

- Значимое количество финансовых спонсоров с успешным опытом работы на каждом этапе создания стоимости, включая поиск и выбор корпорации-цели, привлечение оптимального пакета финансирования, прибыльный выход из инвестиции.

- Стабильная база инвесторов сделок LBO, включающая банки, инвестиционные фирмы; наличие ликвидного вторичного рынка, на котором торгуются кредиты/транши, соответствующие тре-

бованиям кредитных фондов риску/доходности¹.

- Общепринятые стандарты реализации сделок на основе принципа синдикации, включающие структурирование кредитного финансирования (с точки зрения мультипликаторов, ковенант, ценообразования), работу с банками и инвесторами (предоставление финансовой модели сделки и отчетов независимых консультантов), процесс закрытия сделки и ее дальнейшее обслуживание².

- Пакет стандартной кредитной документации, позволяющий эффективно реализовывать структуры каждой конкретной сделки. Над подготовкой документации со стороны финансовых спонсоров и кредиторов работают ведущие международные юридические фирмы.

Обратим внимание, что в данной работе описываются подходы к реализации сделок на европейском рынке LBO. В первом разделе рассматривается экономика сделок LBO, включая отраслевую специфику выкупаемых компаний и процесс создания стоимости фирмами PE. Во втором разделе анализируется структурирование кредитного финансирования сделок LBO и приводятся параметры основных траншей. В третьем разделе описываются механизмы секьюритизации, используемые в рамках сделок LBO.

ЭКОНОМИКА СДЕЛОК LBO

При реализации сделки LBO фирмы PE выкупают весь акционерный капитал корпорации-цели (или покупают одно/несколько подразделений компании) с использованием относительно высокой

по сравнению со стандартными корпоративными сделками M&A доли заемных средств. Точнее сказать — максимально возможной. Отметим, что при этом выкупается 100% акционерного капитала корпорации-цели и текущий долг компании полностью рефинансируется.

Корпорация-цель может быть как публичной (и тогда сделка называется Public-to-Private, P2P), так и частной компанией. Обратим внимание, что в первом случае сделки LBO, как правило, являются более сложными и одним из ключевых факторов является соблюдение требований к конфиденциальности. В некоторых сделках LBO активное участие принимают топ-менеджеры корпорации-цели, вследствие чего данные сделки называются Management Buy-Outs (MBO).

Сделки LBO проводятся в отношении компаний из таких отраслей, как потребительские товары, розничная торговля³, промышленность, здравоохранение, специализированные финансовые услуги. Данные компании работают, как правило, в сегменте B2C (продают свои товары или услуги напрямую конечным потребителям), или же их клиентами являются компании B2C. Еще одной характеристикой является размер корпорации-цели: в основном это лидеры рынка mid-market, как на национальных рынках отдельных стран (особенно в секторе услуг), так и на европейском рынке в целом (например, промышленные компании с производственными мощностями в нескольких странах). Объемы сделок на данном рынке составляют от 500 млн до 1 млрд евро. При этом несколько раз в год на рынке LBO осуществляются сделки общим объемом 10 млрд евро и более (так называемые jumbo deals).

Для фирм PE цепочка создания стоимости на рынке LBO выглядит следующим образом:

1. Выкуп корпорации-цели на как можно более выгодных условиях, включающих максимальную долю заемных средств

¹ Детальному обзору рынка LBO посвящены следующие фундаментальные работы:

Maxwell W., Shenkman M. Leveraged financial markets: a comprehensive guide to loans, bonds, and other high-yield instruments. McGraw-Hill, 2010. 416 p.

Caselli S., Gatti S. Structured finance: techniques, products, and market. Springer, 2017. 207 p.

² Важность развития транзакционных стандартов для российского рынка синдицированного кредитования, включая финансирование сделок M&A, рассмотрена в статье:

Тарасов А. А. Перспективы рынка синдицированного кредитования // Cbonds Review. 2020. №1. С. 56–59.

³ Особенности финансирования российских компаний розничной торговли на рынках капитала анализируются в статье: Тарасов А. А. Розница занимает оптом // Cbonds Review. 2011. №4. С. 78–81.

в общем пакете финансирования (соответственно, с минимальной долей акционерного финансирования со стороны спонсоров).

2. Проведение реструктуризации компании, включая рефинансирование текущего долга; осуществление капитальных вложений, направленных на повышение эффективности операционных активов, оптимизация персонала, улучшение качества обслуживания клиентов, пересмотр политики цен и продуктовых предложений (с целью органического роста); проведение дальнейших сделок M&A (для достижения быстрого неорганического роста, buy-and-build strategy).

3. Выход из сделки путем продажи компании другим инвесторам (как правило, стратегическим) на среднесрочном горизонте планирования 3–5 лет.

Сравнительный анализ доходности корпоративных сделок M&A и сделок LBO для спонсоров приведен на Рисунке 1.

Следует обратить внимание, что ведущими игроками на европейском рынке LBO являются крупнейшие европейские банковские группы, в то время как американские банки участвуют в сделках более выборочно (в основном в jumbo deals, осуществляемых американскими фирмами PE).

Для банков, предоставляющих кредитное финансирование, основными факторами сделок LBO являются:

1. Способность компании обслуживать долг в течение срока кредитования (cash for debt service), для чего кредиторы проводят стресс-тестирование структуры сделки.

2. Постепенное снижение показателей долговой нагрузки заемщика (de-leveraging).

3. Способность компании осуществить погашение кредитов и/или стратегия рефинансирования (re-payment/re-financing risk).

С точки зрения организации работы банков на данном рынке можно отметить следующие моменты:

- важность риск-менеджмента, включая процесс одобрения, стресс-тестирования и мониторинга сделок;
- роль синдикаций (так как практически все сделки реализуются по принципу синдикации; финансирование в двустороннем формате возможно только для сделок относительно небольшого объема);
- развитие и поддержание взаимоотношений с финансовыми инвесторами.

СТРУКТУРИРОВАНИЕ СДЕЛОК LBO

Пакет кредитного финансирования сделки LBO состоит из нескольких траншей. Целевая структура определяется:

- а) общим объемом сделки (за вычетом акционерного финансирования, предоставляемого спонсором);

Рисунок 1
Сравнение показателей Return on Investment (далее – ROI) корпоративных сделок M&A (a) и сделок LBO (b)

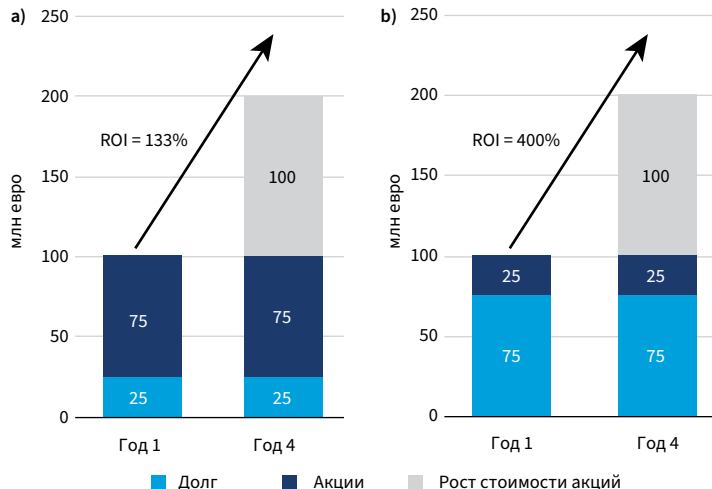




Рисунок 2
Схема реализации
сделки LBO

б) суммой рефинансируемых текущих обязательств корпорации-цели; необходимыми денежными средствами для осуществления капитальных вложений и сделок M&A;

в) требованиями к поддержанию ликвидности;

г) транзакционными издержками.

Общий успех сделки находится в значимой зависимости от текущих условий долговых рынков, что напрямую влияет на результативность процесса синдикации и итоговую стоимость привлекаемого долга.

Одним из ключевых параметров структурирования финансирования сделки LBO является мультипликатор финансовой задолженности компании (leverage multiple), рассчитываемый на основании показателя EBITDA корпорации-цели. Для каждой конкретной сделки мультипликатор зависит от цикличности отрасли и рыночных позиций компании, опыта топ-менеджеров (что особенно релевантно для сделок MBO) и наличия у спонсоров стратегического бизнес-плана, подтвержденного в рамках процедуры due diligence.

Схема реализации сделки LBO приведена на Рисунке 2.

Структура кредитного финансирования сделки LBO рассчитана в Таблице 1. В рассматриваемом кейсе EBITDA корпорации-цели составляет 85 млн евро.

Приведем основные параметры траншей из Таблицы 1:

1. Term Loan A:

- Объем: зависит от способности заемщика обслуживать/выплачивать долг, отраслевой специфики, риск-аппетита банков.

- Срок: 6 лет (погашение наступает за 1 год до Term Loan B).

- График погашения: с амортизацией.

- Маржа: 325–400 б. п. над EURIBOR; уровень маржи устанавливается в зависимости от значения коэффициента Net Debt/EBITDA (margin grid).

- Кредиторы/инвесторы: коммерческие банки; фонды не участвуют в амортизируемых траншах.

2. Term Loan B:

- Объем: определяется рыночным спросом; при достижении необходимого объема данного транша возможно структурирование сделки без Term Loan A.

- Срок: 7 лет (погашение наступает через 1 год после Term Loan A).

- График погашения: одним платежом.

- Маржа: 375–450 б. п. над EURIBOR; применяется margin grid.

- Кредиторы/инвесторы: банки и фонды; наличие ликвидного вторичного рынка.

3. Second Lien:

- Объем: определяется рыночным спросом, так данный транш используется спонсорами для увеличения общего уровня задолженности компании; также зависит от способности заемщика обслуживать/выплачивать долг.

#	Источники финансирования	Срок, лет	Объем, млн евро	Доля, %	Процентная ставка, % годовых	Мультипликатор EBITDA, x
1	Term Loan A	6	110	13.75	4.50	1.29
2	Term Loan B	7	210	26.25	4.75	2.47
	Итого старший долг	-	320	40.00	-	3.76
3	Second lien	9	75	9.38	5.00	0.88
	Итого старший долг и second lien	-	395	49.38	-	4.65
4	Mezzanine	8	105	13.12	5.50 (cash) 6.00 (PIK)	1.24
	Итого долговое финансирование	-	500	62.50	-	5.00
5	Shareholders' Loans	10	150	18.75	10.00 (PIK)	1.76
6	Shareholders' Equity	-	150	18.75	-	1.76
	Итого акционерное финансирование	-	300	37.50	-	3.53
	Итого пакет финансирования сделки	-	800	100.00	-	9.41

Таблица 1
Пример многотраншевой структуры кредитного финансирования сделки LBO

- Срок: превышает на 6–12 месяцев срок остальных траншей.

- График погашения: одним платежом.
- Маржа: 650–750 б. п. над EURIBOR.

- Кредиторы/инвесторы: коммерческие банки предоставляют андеррайтинг с дальнейшей продажей позиции.

4. Mezzanine:

- Объем: зависит от рыночной ситуации, финансовой модели и отраслевой специфики корпорации-цели.

- Срок: 8 лет.

- График погашения: одним платежом.
- Проценты: cash и payment in kind (PIK).

- Кредиторы/инвесторы: специализированные фонды, инвестирующие в подбные транши; вторичный рынок характеризуется ограниченными ликвидностью и количеством участников.

5. Shareholders' Equity:

- Денежные средства, направляемые спонсорами в непосредственно в акции компании.

6. Shareholders' Loan:

- Предоставляемый спонсорами сделки кредит.

Обратим внимание, что в структуре сделки также присутствуют undrawn facilities, которые включают:

Revolving Credit Facility (RCF):

- Цель: пополнение оборотного капитала заемщика.

- Срок и маржа: аналогично Term Loan A.

- Комиссия за резервирование денежных средств: 35% от маржи.

Acquisition/CAPEX Facility:

- Цель: финансирование расширения бизнеса заемщика за счет органических/неорганических источников роста.

- Срок и маржа: аналогично Term Loan A.

- Срок доступности денежных средств: 3–4 года, после чего начинается амортизация (полное погашение наступает до погашения Term Loan B).

Структурирование undrawn facilities зависит от особенностей каждой конкретной сделки. Как правило, данные транши предоставляются коммерческими банками, заинтересованными в дальнейшем развитии взаимоотношений с компанией.

Привлеченное спонсорами кредитное финансирование (в нашем примере — общим объемом 800 млн евро) будет направлено на следующие цели (см. Таблицу 2): (а) выкуп у текущих акционеров 100% акций корпорации-цели; (б) рефинансирование текущего долга компании; (в) оплату транзакционных издержек (в сделках LBO, ввиду их структурной сложности и необходимости вовлечения большого количества консультантов, достаточно высокие транзакционные издержки, которые могут составлять до 3% от общей суммы финансирования).

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ СДЕЛОК LBO

Основным инструментом рефинансирования сделок LBO является Whole Business Securitization (WBS). WBS представляет собой специализированный тип секьюритизации, при котором рефинансируются операционные активы корпорации-цели. Преимущество использования WBS для спонсоров заключается в достижении более выгодных условий обслуживания долга по сравнению с традиционными источниками финансирования сделок LBO (рассмотренными в предыдущем разделе статьи).

Структурируются сделки WBS следующим образом. Special Purpose Vehicle (SPV) предоставляет кредит оригинатору сделки под залог денежных потоков от секьюритизируемых операционных активов. Затем SPV размещает облигации и рефинансирует данный кредит за счет привлеченных от инвесторов средств. При этом пул секьюритизируемых активов передается в специальную операционную компанию.

Заметим, что, в отличие от «стандартных» сделок секьюритизации (таких, например, как Mortgage-Backed Securities/Asset-Backed Securities, MBS/ABS), в сделках WBS секьюритизируемые активы остаются на балансе оригинатора, и он продолжает ими активно управлять с целью генерирования денежного потока для обслуживания предоставленного SPV кредита (и, соответственно, размещенных облигаций). В пул секьюритизируемых операционных активов входят активы разных классов, например: договоры франшизы, бренд, интеллектуальная собственность.

Помимо рефинансирования WBS может также использоваться спонсорами для финансирования сделки LBO в комбинации со стандартными инструментами данного рынка инструмента (подобные сделки называются Securitized Buy-Outs, SBO). При этом за счет размещения в рамках WBS облигаций с инвестиционным рейтингом спонсоры получают возможность как увеличить долговую нагрузку сделки, так и привлечь более дешевое финансирование (тем самым повышая свой ROI). Механизм WBS за счет передачи операционных активов новой компании для их последующей секьюритизации также может использоваться корпорациями с высокой долговой нагрузкой для привлечения денежных средств для финансирования капитальных вложений.

Приведем краткую историю рынка WBS. Данный рынок берет свое начало в Англии (что обусловлено особым отношением в английском праве к обеспеченным кредиторам), где подобные структуры стали применяться в 1990-х годов для привлечения финансирования в таких отраслях, как ресторанный бизнес, водоканалы, здравоохранение. Фирмы PE стали реализовывать так называемый подход OpCo/PropCo, при котором бизнес корпорации-цели разбивался на две компоненты: в первую входили активы (например, коммерческая недвижимость), во вторую — непосредственно операционный бизнес (который использовал данные активы). С точки зрения структуры важную роль в сделках WBS играют liquidity facilities, ко-

Таблица 2
Источники привлечения финансирования и цели использования денежных средств в сделках LBO

Источники привлечения финансирования	Объем, млн евро	Цели использования денежных средств	Объем, млн евро
Долговое финансирование	500	100% акций компании	450
		Рефинансирование текущей задолженности	326
Акционерное финансирование	300	Транзакционные издержки	24
Итого источники финансирования	800	Итого цели использования денежных средств	800
Undrawn facilities			
RCF	30	Пополнение оборотного капитала	15 (ср. уровень утилизации — 50%)
Acquisition / CAPEX Facility	70	Финансирование инвестиций и сделок M&A	70

торы при дефолте позволяют финансировать период поиска новых клиентов.

Таким образом не только достигалось создание дополнительной стоимости за счет более четкой оценки стоимости каждой из компонент (путем применения соответствующих каждому бизнесу мультипликаторов), но появлялась возможность привлечения к финансированию бизнеса разных классов инвесторов. Например, PropCo со стабильными денежными потоками от активов подходил для более консервативных инвесторов, в то время как фирмы PE могли концентрироваться на реструктуризации OpCo с перспективой роста акционерной стоимости.

Затем, во времена бурного экономического роста и беспрецедентной ликвидности мировых финансовых рынков начала 2000-х годов, сделки WBS стали использоваться для рефинансирования LBO в инфраструктурных секторах (например, аэропорты), в которых у компаний стабильный и прогнозируемый денежный поток, позволяющий привлечь долгосрочное финансирование через рассматриваемый механизм секьюритизации. Как отмечалось выше, со временем сделки WBS также стали использоваться для привлечения реструктуризации бизнеса компаний и создания дополнительной акционерной стоимости за счет «монетизации» денежных потоков определенных операционных активов/подразделений корпорации (например, недвижимости у компаний розничной торговли).

Далее сделки WBS стали использоваться спонсорами и на европейском, и на американском рынках. В частности, в США данные структуры стали популярны для рефинансирования капитала ведущих компаний сегмента fast food (подобные сделки называются franchise royalty securitization), что позволило снизить стоимость обслуживания долга таких известных компаний, как Dunkin' Brands, Domino's Pizza, Hertz¹. Привлекательными для секьюритизации данные компании делают наличие стабильного денежного

потока и приемлемого уровня задолженности (два ключевых фактора при анализе способности обслуживать долг), а также известность их бренда и значимая доля рынка. Не менее важными являются и факторы индустриальной организации отрасли, включающие барьеры входа новых игроков на рынок, подверженность отрасли влиянию новых технологий, риски изменения потребительских предпочтений.

Так как сделки WBS характеризуются высокими уровнями долговой нагрузки, ключевым элементом данных сделок является минимизация рисков как на микро- (performance risk, default risk), так и на макроуровне (industry risk, event risk). Для мониторинга и управления рисками в сделках WBS используется специализированный набор финансовых ковенантов, включая minimum net worth и Debt Service Cover Ratio (далее — DSCR). С точки зрения управления ликвидностью ключевым является обслуживание долга: при наличии excess cash данные денежные средства могут быть направлены на досрочное погашение долга и только после этого — на капитальные вложения и/или дивиденды спонсорам. Еще одним «защитным» элементом для инвесторов является наличие в структуре сделки liquidity facilities, объем которых может достигать суммы, необходимой для обслуживания долга в течение 1.5–2 лет.

В рамках ковенанты minimum capital expenditures определяется уровень капитальных вложений, необходимый для поддержания способности компании генерировать денежный поток; при этом, соответственно, возможно изменение/замена/добавление соответствующих операционных активов в пул секьюритизации. Дивиденды спонсорам выплачиваются в зависимости от показателей денежного потока. Ключевыми с точки зрения бизнес-рисков являются ограничения change of business (изменение профиля деятельности) и mergers & acquisitions (как правило, активность на рынке M&A разрешается только при достижении определенных операционных результатов).

Еще одной отличительной характеристикой WBS является вовлечение инвесторов в деятельность компании путем назначения членом совета ди-

¹ Для детального анализа сделки Hertz см. статью: Laurent Bouvier & Tahir M. Nisar, Cogent Economics & Finance (2015), 3: 1009307.

ректоров и внешних консультантов, а также проведением регулярных встреч с топ-менеджментом. Именно поэтому топ-менеджментом активно реализуются инициативы, связанные с повышением эффективности операционных активов, оптимизацией персонала, улучшением качества обслуживания клиентов.

С точки зрения кредитного рейтинга¹ сделки WBS могут иметь более высокий рейтинг за счет наличия в них элементов дополнительного контроля со стороны держателей облигаций (через структуру SPV и соответствующие финансовые ковенанты), а также структуры долга, включающей более длинные сроки его погашения и использования амортизации, что обеспечивает соблюдение необходимого уровня DSCR. Тем не менее для данного рынка характерны достаточно высокие мультипликаторы задолженности (6x–8x), что совместно с использованием специального подхода к расчету adjusted EBITDA повышает риск данных сделок и ставит инвесторов в зависимость от способности топ-менеджеров компании генерировать необходимый денежный поток (net securitized cash flow).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В данной статье рассмотрен «жизненный цикл» сделок LBO, включающий:

- выбор фирмами PE подходящей корпорации-цели, с учетом факторов индустриальной организации отрасли, реструктуризации бизнеса компании для создания стоимости, перспектив дальнейшей продажи актива «стратегу»;
- структурирование привлечения финансирования от банков (Term Loan A) и инвесторов (Term Loan B) с целью максимизации долгового капитала;
- применение WBS для рефинансирования с целью снижения стоимости обслуживания долга.

С точки зрения экономики сделок LBO большое значение имеют перспективы роста продаж и повышения цен корпорацией-целью. Хотя спонсоры проводят реструктуризацию бизнеса (включая по-

вышение эффективности использования операционных активов, оптимизацию персонала, улучшение качества обслуживания клиентов), основной рост стоимости акционерного капитала достигается за счет роста EBITDA и применения более высоких мультипликаторов. Также важным является потенциал проведения дальнейших сделок M&A для улучшения рыночных позиций компании и ее дальнейшей продажи на горизонте 4–5 лет.

При структурировании финансирования сделок LBO ключевым фактором является минимизация акционерного капитала спонсоров, что напрямую влияет на общую доходность сделки (измеряемую ROI). При этом структура сделки находится в прямой зависимости от рыночной конъюнктуры: именно от риск-аппетита банков/инвесторов зависит как общая стоимость долга, так и распределение долей между Term Loan A и Term Loan B (последний, вследствие своего более длительного срока и отсутствия амортизации, является более предпочтительным для спонсоров). Для банков ключевым является риск-менеджмент (способать/рефинансировать долг), в то время как для инвесторов важную роль играет доходность и наличие ликвидного вторичного рынка.

Секьюритизация посредством механизма WBS предоставляет спонсорам дополнительный источник создания стоимости за счет рефинансирования капитала и снижения стоимости обслуживания долга корпорации-цели. Данные результаты достигаются за счет использования в подобных сделках операционных активов компании, генерирующих стабильные денежные потоки, и специальных структурных элементов, включающих контроль держателей облигаций за топ-менеджерами компании через представительство в совете директоров и ряд финансовых ковенант, регулирующих капитальные вложения и выплаты спонсорам дивидендов. Сделки WBS имеют ряд важных отличий от «стандартных» сделок MBS/ABS, включая формат передачи активов SPV, разнородность данных активов, необходимость в продолжающемся управлении секьюритизируемыми активами и соответствующими данным активам рисками.

¹ Для анализа структурных аспектов присвоения рейтингов сделкам WBS см. отчет Fitch: U.S. Whole Business Securitization, fitchratings.com

BCS GLOBAL MARKETS

Debt Capital Markets



- БИРЖЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ
- СОЦИАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ
- ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ
- РОЗНИЧНЫЕ ОБЛИГАЦИИ
- СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ
- СИНДИЦИРОВАННОЕ КРЕДИТОВАНИЕ

BCS Global Markets,

глобальный инвестиционный банк Финансовой группы БКС, оказывает участникам финансового рынка корпоративные, инвестиционно-банковские и брокерские услуги.

BCS Global Markets работает со всеми категориями клиентов – от физических лиц и компаний МСП до крупных институциональных клиентов, оказывая широкий спектр услуг.

BCS Global Markets стал лауреатом премии «Cbonds Awards 2020» в 9 номинациях, в т.ч. «Лучшая сделка структурированного финансирования», «Лучшая сделка первичного размещения high-yield», «Лучшая сделка первичного размещения в нефинансовом секторе», «Лучшая аналитика по рынку облигаций» и др.

Обслуживание клиентов осуществляется по всему миру через наши основные центры в России, Великобритании, США и на Кипре.

BCS Global Markets® является зарегистрированной торговой маркой (торговым знаком), обозначающим услуги, оказываемые на территории России
(1) 000 «Компания БКС», ОГРН 1025402459з34, место нахождения: 630099, Россия, г. Новосибирск, ул. Советская д. 37, лицензии на осуществление брокерской деятельности №154-04434-100000 от 10.01.2001.
(2) АО «БКС Банк», Генеральная лицензия ЦБ РФ №101 от 29.11.2013.

Реклама

DCM@bcsgm.com
Россия, 129110, Москва,
проспект Мира, 69, стр. 1

■ bcsgm.com



ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2021

Инфраструктура рынка
секьюритизации

«Рынок пробует различные варианты структурирования сделок»

Круглый стол представителей инфраструктуры рынка

Представители управляющих организаций и специализированных депозитариев в рамках круглого стола «Энциклопедии российской секьюритизации — 2021» рассказали, какие изменения в законодательстве вступили в силу в 2020 году, какие новеллы ожидают рынок в 2021 году, поделились интересными юридическими кейсами в сделках неипотечной секьюритизации, нюансами ведения реестра ипотечного покрытия в связи с появлением ипотечных каникул, а также о впечатляющем росте числа сделок с электронными закладными и о цифровой ипотеке.

Какие юридические новеллы рынка секьюритизации появились в 2020 году? Какие нововведения в законодательстве ожидаются в 2021 году?



Олег УШАКОВ,
советник практики
банковского
и финансового права,
рынков капитала,
адвокатское бюро
«Егоров, Пугинский,
Афанасьев
и партнеры» (АБ ЕПАМ)

ценных бумаг», направленные на упрощение эмиссии ценных бумаг. Начиная с указанной даты подготовка эмиссионных документов по сделкам секьюритизации стала осуществляться с учетом новых требований. Комментируемые изменения были внесены Федеральным законом от 27.12.2018 №514-ФЗ¹ (далее — Закон №514-ФЗ).

— В 2020 году вступило в силу несколько законодательных и нормативных актов, применимых к сделкам секьюритизации.

В первую очередь необходимо отметить вступившие с 1 января 2020 года масштабные изменения в Федеральный закон от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке

¹ Федеральный закон от 27 декабря 2018 года №514-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части совершенствования правового регулирования осуществления эмиссии ценных бумаг».

Одним из новшеств стало, в том числе, введение упрощенного порядка внесения изменений в зарегистрированное решение о выпуске облигаций с залоговым обеспечением, если такие изменения касаются банковских реквизитов залогового счета, а именно путем направления уведомления в Банк России. Аналогичный порядок ранее был предусмотрен для внесения изменений в решение о выпуске облигаций в отношении сведений о представителе владельцев облигаций.

В 2020 году вступила в силу новая редакция Стандартов эмиссии¹, направленная на приведение нормативных актов Банка России, регулирующих процедуру эмиссии ценных бумаг, в соответствие с положениями Закона №514-ФЗ. Кроме того, в рамках пакета поправок по оптимизации процедуры раскрытия информации, обозначенных в указанном законе, Банком России было разработано новое Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг², которое должно вступить в силу с 1 октября 2021 года.

В числе юридических новелл, вступивших в силу в 2020 году, следует отметить также изменения в Федеральный закон от 11.11.2003 №152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», связанные с определением перечня лиц, включаемых в реестр требований кредиторов — владельцев облигаций эмитента, признанного несостоятельным (банкротом).

В соответствии с ранее действовавшим регулированием в реестр требований кредиторов — владельцев облигаций включались непосредственно сами владельцы облигаций. Поправки предусматривают, что вместо владельцев облигаций в указанный реестр подлежит включению представитель владельцев таких облигаций или депозитарий. Владельцы облигаций с ипотечным покрытием включаются в реестр только при отсутствии представителя владельцев облигаций или депозитария.

¹ Положение Банка России от 19.12.2019 №706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг».

² Положение от 27.03.2020 №714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг».

Одна из тенденций регулирования — «вытеснение» структурированных инструментов из портфелей негосударственных пенсионных фондов. Так, Указание Банка России от 05.12.2019 № 5343-У, вступившее в силу 01.01.2021, ограничивает долю облигаций с ипотечным покрытием в активах, составляющих пенсионные резервы, порогом в 5%. Структурные облигации также отнесены к «рисковым» активам, стоимость которых в совокупности с некоторыми другими активами должна составлять не более 10% резервов. При этом ожидается постепенное сокращение этой доли в будущем.

Отметим, что регулятором была снята неопределенность в отношении возможности размещения пенсионных накоплений НПФ в ипотечные облигации как инструменты структурированного финансирования, которым присвоен рейтинг с постфиксом «.sf». В 2020 году советом директоров Банка России установлены уровни рейтинга для инвестирования в ипотечные облигации, содержащие постфикс «.sf» (см. информационные сообщения от 28.04.2020 для пенсионных накоплений и от 25.09.2020 для пенсионных резервов).

Между тем из этого следует, что инвестирование пенсионных накоплений в облигации специализированных обществ, выпускаемые в ходе неипотечной секьюритизации, в настоящий момент невозможно (так как постфикс «.sf» присваивается облигациям специализированных финансовых обществ, но вышеупомянутое информационное сообщение регулятора от 28.04.2020 не содержит специальных норм, позволяющих применять рейтинги с данным постфиксом для инвестирования пенсионных накоплений в облигации СФО).

При инвестировании пенсионных резервов облигации СФО будут считаться активом «повышенного риска»³ (то есть активом, который в совокупности с другими активами должен составлять не более 10% резервов), по-

³ П. 2.1.14 Указания Банка России от 05.12.2019 №5343-У.

сколько информационное сообщение ЦБ от 25.09.2020 (об инвестировании пенсионных резервов) не содержит возможности использования рейтинга с постфиксом «.sf» для целей, связанных с инвестированием в облигации СФО. Кроме того, следует отметить, что облигации, выплаты по которым зависят от исполнения обязательств третьими лицами, автоматически относятся к активам «повышенного риска». Регулятор делает исключение из этого правила для ипотечных облигаций с достаточным рейтингом, но не для облигаций СФО.

В числе нововведений, ожидаемых в 2021 году, можно отметить вступление 5 сентября 2021 года в силу Федерального закона от 08.12.2020 № 418-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “Об ипотечных ценных бумагах”», направленного на обеспечение планового погашения обращающихся в настоящее время ипотечных сертификатов участия и последующее постепенное выведение этого финансового инструмента из оборота.

Также в числе нововведений можно отметить вступление с 1 июля 2021 года в силу Положения Банка России от 10 января 2020 г. № 710-П, устанавливающего новый подход к расчету собственных средств страховой организации, инвестированию собственных средств и резервов, к расчету нормативного соотношения капитала и обязательств. Комментируемое Положение не относится напрямую к новеллам рынка секьюритизации, однако некоторые изменения, предусмотренные в нем, необходимо будет учитывать при инвестировании в облигации, выпускаемые в рамках секьюритизации.

Кроме того, в 2021 году стал возможным выпуск цифровых финансовых активов (ЦФА), к отдельным видам которых закон¹ относит ЦФА, удостоверяющие возможность осуществления

прав по эмиссионным ценным бумагам, а также ЦФА, удостоверяющие право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг, предусмотренных решением о выпуске цифровых финансовых активов. Учитывая, что закон не ограничивает круг таких эмиссионных ценных бумаг, к их числу можно отнести облигации, выпускаемые в рамках сделок секьюритизации.

Луиза ЛЕСНАЯ, директор, **Trewetch Group**

— С 1 января 2020 года вступили в силу масштабные изменения в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг», которые коснулись в том числе сделок на базе СФО.

Так, например, специализированным обществам, СФО и СОПФ, стал доступен такой инструмент, как программа облигаций, что является новеллой рынка секьюритизации. Кроме того, закон закрепил, что коммерческими облигациями не могут быть облигации с залоговым обеспечением, а биржевыми облигациями с залоговым обеспечением могут быть только облигации с ипотечным покрытием. Надо отметить, что в конце 2020 года Московская биржа зарегистрировала три выпуска облигаций с ипотечным покрытием, эмитентом которых является ипотечный агент в рамках сделки с двумя оригинаторами.

Нововведением в области секьюритизации в 2020 году стало также и то, что сведения о банковских реквизитах залогового счета, в том числе об их изменении, теперь могут быть внесены в решение о выпуске облигаций с залоговым обеспечением денежными требованиями после регистрации выпуска таких облигаций. Согласие владельцев облигаций на внесение изменений, связанных с изменением банковских реквизитов залогового счета в той же кредитной организации, в которой он был открыт, не требуется. Внесение изменений в решение о выпуске облигаций с залоговым обеспечением денежными требованиями в части сведений о банковских реквизитах залогового счета осуществляется теперь путем направления уведомления

¹ См. Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

в Банк России, что очень важно для сделок секьюритизации.

Важно отметить, что на уровне закона также было исключено требование составлять консолидированную отчетность и индивидуальную отчетность в соответствии с МСФО (как годовую, так и промежуточную) для ипотечных агентов и специализированных обществ, даже в случае регистрации проспекта ценных бумаг. При этом в 2020 году данное требование применительно к годовой отчетности по МСФО осталось на уровне подзаконного акта и регламента биржи как требование к допуску бумаг ипотечного агента и специализированного общества во второй и первый уровень.

В мае 2020 года вступили в силу новые стандарты эмиссии ценных бумаг, изменения коснулись и объема документов, представляемых при регистрации выпуска облигаций, размещаемых в рамках сделок секьюритизации.

В июле 2020 года была расширена на уровне закона правоспособность отдельных категорий СОПФ, а именно СОПФ, единственным участником которого является единый институт развития в жилищной сфере.

Уточнены условия, когда выпуск облигаций в рамках программы может не сопровождаться регистрацией проспекта. А именно определено, что если облигации размещаются в рамках программы облигаций и с даты регистрации проспекта облигаций, зарегистрированного в отношении программы облигаций, не истек один год, то проспект можно не регистрировать. На наш взгляд, это означает, что достаточно зарегистрировать проспект в отношении программы облигаций, но не обязательно одновременно с программой, с тем чтобы потом в течение года выпускать в рамках программы облигации без проспекта.

Кроме того, на уровне закона расширен круг лиц, признаваемых квалифицированными инвесторами, что важно для инструмента структурных облигаций.

Исчезло требование о том, что облигации СФО с отрицательными чистыми активами предназначались только для квалифицированных инвесторов.

С апреля 2021 года значительно изменяется подход к раскрытию инсайдерской информации, в том числе относительно изменения сведения о залоговом обеспечении по облигациям СФО и СОПФ.

Важно отметить, что в настоящее время СФО и СОПФ раскрывают информацию об изменении залогового обеспечения ежемесячно до 10:00 первого рабочего дня месяца, следующего за отчетным, что является крайне неудобным, поскольку информацию для раскрытия эмитенты получают от сервисных агентов. При этом у сервисных агентов объективно могут отсутствовать актуальные данные по состоянию на конец месяца уже в 9:00 первого рабочего дня следующего месяца. При таких условиях эмитенты вынуждены подчас корректировать информацию, раскрытую до 10:00, по факту получения позже в течение дня актуальных данных от сервисных агентов.

В данном отношении изменение подхода к раскрытию инсайдерской информации с 1 апреля 2021 года весьма важно для сделок секьюритизации.

С октября 2021 года вступают в силу новые требования по раскрытию информации, которые несколько упрощают в целом и сокращают объем раскрываемой информации специализированными финансовыми обществами и ипотечными агентами как в составе проспекта ценных бумаг, так и в составе отчета эмитента (сейчас это ежеквартальные отчеты).

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

— На операционном уровне главным нововведением было изменение сроков раскрытия информации и сроков проведения годовых собраний акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью. Кардинальных изменений в 2021 году не ожидается, но остается надежда на смягчение правоприменительной практики со стороны государственных органов.

Каковы юридические особенности неипотечной секьюритизации, каковы основные отличия от секьюритизации ипотеки? С какими сложностями сталкиваются участники рынка при организации сделок неипотечной секьюритизации?



Луиза ЛЕСНАЯ

— Особенности неипотечной секьюритизации заключаются прежде всего в отдельном нормативном регулировании, отличном от ипотечных цен-

ных бумаг.

Различий много, в том числе:

- обязательность применения института залогового счета, на который зачисляются поступления по правам требования, заложенным по облигациям;
- необходимость принятия оригинатором риска в объеме, размер которого установлен Банком России (10% по сделкам с СОПФ и 20% по сделкам СФО), за исключением случаев размещения структурных облигаций;
- отсутствие требования по соотношению размера обеспечения с объемом задолженности по облигациям;
- реализация на базе СФО или СОПФ;
- отсутствие специализированного депозитария;
- недопустимость секьюритизации только закладных как единственного актива, в составе обеспечения должны быть обязательно права требования, не удостоверенные ценными бумагами (как минимум на момент размещения) и пр.;
- отсутствие возможности назначения ревизора у СФО (как правило, на уровне договорных отношений предусматривается наличие контроля с функциями, схожими с ревизором) и пр.

Участники сталкиваются со сложностями как на стадии структурирования сделки, принимая во внимание, например, упомянутое выше ограничение секьюритизации закладных и иных ценных бумаг на базе СФО, так и на стадии реализации сделки. Например, если

сделкой предусмотрен револьверный период и пополнение обеспечения новыми ценными бумагами, то по общему правилу это требует внесения изменения в решение о выпуске, что влечет как временные, так и денежные затраты.

На уровне устава СФО, как говорится, «на берегу», необходимо зафиксировать, каков будет предмет деятельности СФО: выпуск облигаций с залоговым обеспечением либо структурных облигаций. Сочетание одним СФО обоих инструментов не допускается. Кроме того, в уставе должен быть четко закреплен механизм финансирования СФО и отражены все возможные источники поступлений СФО в рамках его правоспособности для применения специального налогового режима для СФО.



Геннадий ГОДЯЕВ

— Главным сдерживающим фактором является отсутствие достаточного количества инвесторов на рынке. Прежде чем организовать сделку и зарегистрировать бумагу, нужно продать идею инвесторам. Чем более экзотическая идея и тип актива, тем сложнее будет организовать сделку и получить хороший рейтинг.

Уже на этапе обслуживания сделки основные сложности связаны с взаимодействием с государственными органами. Особенности зависят от конкретного типа актива, который секьюритизируется. Например, в автокредитах и кредитах МСП сложностью могут стать проблемы с государственной регистрацией залогов или права собственности. Отдельной «головной болью» может стать снятие обременений с активов со стороны ФССП.

Расскажите про новые кейсы неипотечной секьюритизации активов в 2020 году: какой опыт в юридической практике они принесли?



Владимир ГОГЛАЧЕВ,
старший юрист
практики банковского
и финансового права,
рынков капитала
адвокатского
бюро «Егоров,
Пугинский, Афанасьев
и партнеры» (АБ ЕПАМ)

— Мы хотели бы отметить сделку СФО Социального развития, которая ознаменовала собой очередной виток развития российского рынка сложноструктурированных сделок и показала новые возможности финансирования/рефинансирования проектов, реализуемых в рамках закона о государственно-частном партнерстве.

При этом мы полагаем, что аналогичным образом также может быть осуществлено финансирование/рефинансирование проектов, реализуемых в рамках закона о концессионных соглашениях.

Среди множества уникальных юридических решений, используемых в данной сделке, мы хотели бы выделить следующие:

1. Установление двух режимов амортизации облигаций в зависимости от определенных обстоятельств: базовый режим и резервный режим.

Базовый режим амортизации облигаций предполагает погашение облигаций в каждую дату выплаты на заранее известную величину в соответствии с графиком погашения облигаций. При этом в рамках данной сделки график погашения не был указан непосредственно в решении о выпуске облигаций, а был вынесен в отдельное сообщение, которое было раскрыто до начала размещения.

Резервный режим используется с даты, в которую одновременно соблюдаются два условия:

1) осуществлено досрочное полное или частичное исполнение частным партнером своих обязательств перед эмитентом;

2) осуществлено досрочное исполнение публичным партнером своих обязательств перед частным партнером в размере, превышающем 5%.

Резервный режим также предполагает погашение облигаций в каждую дату выплаты, но при данном режиме распределение полученных эмитентом средств в пользу владельцев облигаций осуществляется пропорционально (порядок расчета пропорции приведен в эмиссионных документах).

2. Особая система залоговых счетов в сделке, имеющая своей целью обеспечить поток денежных средств для выплат владельцам облигаций. Сделка предполагает, что исполнение обязательств по облигациям будет осуществляться за счет средств, которые частный партнер будет получать от публичного партнера и передавать эмитенту. Для обеспечения интересов владельцев облигаций сделка предусматривает двухуровневую систему залоговых счетов:

- «нижний уровень» — это залоговый счет, который открыт частным партнером и используется для обеспечения обязательств частного партнера перед эмитентом;

- «верхний уровень» — это залоговый счет, который открыт эмитентом и используется для обеспечения обязательств эмитента перед владельцами облигаций.

3. Включение в контрактную документацию условий, обеспечивающих осуществление платежей от частного партнера в пользу эмитента в случае, если по каким-либо причинам документы, необходимые для осуществления таких платежей, не были получены банком. Это обеспечивает существенное снижение операционных рисков в сделке. Функционал «автоматических проводок» выполняется банком залогового счета.

4. Заключение оригиналами межкредиторского соглашения, условия которого предусматривают изменяющийся размер участия каждого оригинатора в риске. Всего в сделке два оригинатора — ООО «БКС Консалтинг» и ООО «КПФ». Межкредиторским соглашением предусматривается механизм снижения доли участия в риске одного из ориги-

наторов (ООО «БКС Консалтинг») при условии, что доля участия в риске второго originатора пропорционально увеличивается. Также соглашение определяет допустимые способы для увеличения доли участия в риске ООО «КПФ», случаи, когда объем принятых ООО «КПФ» рисков по сделке подлежит увеличению, и последствия за нарушение обязательств о принятии дополнительных рисков по сделке.

Луиза ЛЕСНАЯ

— Хотелось бы отметить, что как исключения стали появляться СФО, не имеющие сиротского статуса. Думаем, что осмыслить все вытекающие последствия из этой смены парадигмы структурирования сделок секьюритизации еще предстоит участникам рынка.

Рынок пробует также различные варианты структурирования сделок под выпуск структурных облигаций. При этом используются самые разнообразные базисные активы (паи, иностранные ценные бумаги, производные финансовые

инструменты, займы, предоставленные СФО, и пр.). Отдельно хотим отметить выпуск так называемых «зеленых» облигаций (секьюритизацию в сфере договоров поставки мощностей возобновляемых источников энергии, а именно солнечной энергии), социальных облигаций.

Нельзя не отметить успешные прецеденты по новым способам финансирования СФО originатором в рамках неипотечной секьюритизации (например, заключение договора на оказание СФО услуг по совершению сделки секьюритизации с отнесением оплаты расходов на originатора по тем услугам, где допускается оплата третьим лицом).

Геннадий ГОДЯЕВ

— В 2020 году мы продолжили размещение выпусков структурных нот БКС. Это одна из первых сделок по выпуску структурных облигаций на российском рынке, и многие участники внимательно следят за первопроходцами, анализируя опыт для выстраивания своих моделей по выпуску структурных облигаций.

Два года назад рынок говорил про первые сделки с электронными закладными. На каком этапе внедрения электронных закладных находится рынок сегодня?



Анна ЗАЙЦЕВА,
генеральный
директор, ДК «Регион»

— Наш депозитарий принял на учет первую электронную закладную еще в июле 2018 года. По итогам 2018 года на учете было лишь 5 закладных, спустя год — 12, а по состоянию на конец 2020 года — более 8 тыс. закладных, выданных более чем десятью различными банками.

Динамика впечатляющая, и кризисный 2020 год оказался для этого сегмента рынка очень активным. Конечно, остается много сложностей на разных этапах; проблемы возникают как у банков в процессе подачи документов на регистрацию, так и у Росреестра при передаче закладной в депозитарий. Сначала

основные проблемы были связаны с тем, что закладная поступала в депозитарий спустя несколько дней с момента отправки ее Росреестром по каналу СМЭВ. По закону срок на ответ — один день, некоторые отделения Росреестра по истечении суток отказывали банку в выдаче закладной, не дожидаясь ответа от депозитария. Сейчас в этой части дела обстоят много лучше.

Сегодня наибольшее беспокойство вызывают ошибочные сообщения от Росреестра о погашении закладной. В соответствии с законом, депозитарий должен на основании такого сообщения списать закладную со счета депо клиента. На практике мы вынуждены получать подтверждение от клиента о погашении обязательства. В противном случае в Росреестр направляется отказ в погашении, хотя такая возможность не предусмотрена нормативно.

Однако главное — это положительная динамика. Количество электронных закладных неуклонно растет. Всё больше банков пробуют новую форму закладной. Росреестр тоже не стоит на месте и поступательно движется в решении возникающих сложностей.

В I квартале 2021 года планируется запустить еще один знаковый пилотный проект — цифровую ипотеку. В его рамках появится новая платформа взаимодействия для выдачи и регистрации электронной закладной. Для этого будет использоваться разработанная Ассоциацией «Финтех» платформа «Мастерчейн». Очень важно, что над этим проектом ведется активная совместная работа многих заинтересованных сторон — Банка России, Росреестра, ДОМ.РФ, Ассоциации «Финтех», депозитариев, уже накопивших опыт работы с электронными закладными. Мы считаем, что у этого проекта хорошие перспективы и большое будущее. Надеемся, он позволит преодолеть все имеющиеся барьеры для перевода всех закладных в электронную форму.

Для нас как спецдепа, давно специализирующегося на ипотечных ценных бумагах, переход к электронным закладным станет долгожданной новой реальностью. С особым нетерпением мы ждем этого после внесения изменений в закон об ипотеке в части обездвиживания документарных закладных и требований об уведомлении заемщиков об этом факте. С момента вступления в силу этих изменений спецдепу впору открывать не только филиал почты, но и call-центр

со штатом психологов, которые будут выслушивать испуганных заемщиков, терпеливо успокаивать их и объяснять, что такое депозитарий, обездвиживание, чем отличается депозитарий от коллектора и еще много специфических вещей, не очень понятных стремительно растущим рядам простых ипотечников.

Пока же «психологами» приходится работать сотрудникам спецдепозитария. И это несмотря на то, что в направляемых сообщениях специально добавлен пункт: факт передачи закладной на учет и хранение не несет никаких изменений для заемщика. Тем не менее идет шквал звонков. В нашей практике даже был случай, когда заемщик, получив уведомление об обездвиживании, побежал срочно гасить кредит.

Поэтому мы с нетерпением ждем, когда электронные закладные заменят собой документарные и уйдет в небытие проверка и транспортировка бумажных закладных, инвентаризация хранилищ и взаимодействие с заемщиками по обездвиживанию.

Луиза ЛЕСНАЯ

— Насколько нам известно, отдельные участники рынка уже тестировали указанный инструмент. Следует отметить, что на данном этапе мы в целом наблюдаем тренд к применению электронного документооборота, даже на стадии подписания эмиссионной документации по биржевым облигациям, но пока доминируют сделки по формированию ипотечного портфеля в 2020 и 2021 годах для секьюритизации без применения электронных закладных.

Как реструктуризации ипотечных кредитов и использование механизма ипотечных каникул в период пандемии повлияли на текущие сделки секьюритизации?

Луиза ЛЕСНАЯ

— Непосредственно на деятельности ипотечных агентов реструктуризация ипотечных кредитов и использование механизма ипотечных каникул в период пандемии не оказали существенного влияния, так как в рамках текущих сделок секьюритизации ипотечных кредитов взаимодействие

с заемщиками делегировано сервисным агентам на основании заключенных договоров. Однако не по всем сделкам действующие договоры предусматривали полномочия сервисного агента, которые требуются для взаимодействия с заемщиками в рамках выполнения всех необходимых действий, предусмотренных Положением об ипотеч-

ных каникулах¹ и Положением о кредитных каникулах². В этой связи сервисные агенты обратились к ипотечным агентам с предложением заключить дополнительные соглашения к действующим договорам. Таким

¹ Положения статьи 6.1-1 Федерального закона от 21.12.2013 №353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)» в редакции Федерального закона от 01.05.2019 №76-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в части особенностей изменения условий кредитного договора, договора займа, которые заключены с заемщиком — физическим лицом в целях, не связанных с осуществлением им предпринимательской деятельности, и обязательства заемщика по которым обеспечены ипотекой, по требованию заемщика» и последующих редакциях.

² Положения статьи 6 Федерального закона от 03.04.2020 №106-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и отдельные законодательные акты Российской Федерации в части особенностей изменения условий кредитного договора, договора займа».

образом, все действия по реструктуризации ипотечных кредитов и использованию механизма ипотечных каникул осуществляют сервисные агенты и предоставляют ипотечным агентам информацию о количестве и видах проведенной реструктуризации. При этом бухгалтерской организацией ипотечных агентов была проведена дополнительная работа по оптимизации учета кредитов, находящихся в ипотечном покрытии, в отношении которых применена реструктуризация в рамках Положения об ипотечных каникулах и Положения о кредитных каникулах.

Геннадий ГОДЯЕВ

— Ипотечные каникулы влияют на финансовую модель сделки. Доля ипотечных каникул была не очень большой, поэтому колебания не вызывали недостаточность денежных средств для исполнения обязательств по облигациям. Многие заемщики получали отказы, так как не имели оснований для использования ипотечных каникул.

Как появление ипотечных каникул повлияло на ведение реестра ипотечного покрытия? С какими тонкостями учета столкнулись спецдепозитарии?



Асият ТОЛМАЧЕВА,
начальник отдела
обслуживания
ипотечных ценных
бумаг, ДК «Регион»

— С точки зрения специализированного депозитария сегодня можно выделить три вида ипотечных каникул:

1. Предоставляемые согласно 353-ФЗ (ст. 6.1-1 Федерального закона от 21.12.2013 № 353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)»).

2. Введенные в условиях пандемии по 106-ФЗ (ст. 6 и 7 Федерального закона от 03.04.2020 № 106-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»).

3. На основании собственных программ реструктуризации банков-оригинаторов.

Все три вида ипотечных каникул нашли свое отражение при ведении специализи-

рованным депозитарием реестра ипотечного покрытия, но каждая из них имеет свои особенности и тонкости. Вопросов было немало: какие документы-основания использовать, в какие сроки отражать изменения, какие требования предъявлять к эмитентам. Чтобы с самого начала выработать единый подход спецдепозитариев к этому вопросу, мы обратились в саморегулируемую организацию «Национальная финансовая ассоциация» (НФА) с предложением разработать, согласовать и утвердить единый внутренний стандарт. НФА откликнулась на наше предложение, оперативно была организована рабочая группа, в которую вошли представители спецдепов, работающих с ипотечными покрытиями. В результате работы появились стандарты — «Особенности учета льготного периода в реестре ипотечного покрытия» (утверждено решением совета директоров СРО НФА от 17 июня 2020 года, протокол № 12/20-СД). Отмечу некоторые принципиальные моменты:

1. Документы-основания

Для отражения ипотечных каникул в реестре ипотечного покрытия эмитент вместе с Распоряжением представляет в спецдеп дополнительные документы:

- требование заемщика об установлении льготного периода, в том числе требование, составленное со слов заемщика при направлении им требования с использованием средств подвижной радиотелефонной связи в соответствии с Законом 106-ФЗ;
- уведомление от имени владельца закладной (эмитента) — если направлялось банком заемщику;
- если эмитентом были запрошены документы, подтверждающие снижение дохода заемщика, спецдепозитарий также должен убедиться, что эмитентом исполнена обязанность по направлению уведомления о подтверждении установления льготного периода (ч. 7 ст. 6 Закона 106-ФЗ) либо о неподтверждении установления льготного периода (ч. 29 ст. 6 Закона 106-ФЗ).

Существенные сложности с оперативным предоставлением таких документов возникли у банков, имеющих расширенные филиальные сети и работающих с агентами. У эмитента есть обязанность согласно п.6.2 05-60 пз-н направлять информацию об изменении данных в реестре ипотечного покрытия не позднее рабочего дня, следующего за днем возникновения соответствующих изменений. При несоблюдении сроков спецдеп фиксирует и направляет уведомление о выявлении нарушений в Банк России. Соблюсти столь короткий срок на практике бывает достаточно сложно.

2. Внесение изменений в реестр ипотечного покрытия

Прежде всего при установлении льготного периода происходит увеличение срока возврата кредита на срок льготного периода. Это находит свое отражение в реестре ипотечного покрытия.

Установление льготного периода влетает за собой также изменение срока просроченной задолженности. В этом случае спецдеп вносит в реестр ипотечного покрытия изменения в части сведений о просрочках. Если ранее обязательство не учитывалось из-за наличия просроченной задолженности более чем на 6 месяцев, а в результате внесенного изменения срок неисполнения обязательства становится

менее 6 месяцев, спецдеп возвращает такое требование в расчет размера ипотечного покрытия, начиная с даты исполнения распоряжения эмитента.

На практике все может оказаться еще сложнее, при этом появятся дополнительные нюансы. Например, банк вправе отказать заемщику в предоставлении льготного периода после рассмотрения подтверждающих документов. Срок рассмотрения документов по 106-ФЗ может достигать 125 дней. Заемщик также вправе отказаться от предоставленного льготного периода самостоятельно. При этом сведения о каникулах на момент отказа уже отражены в РИП. В этом случае эмитент направляет корректирующее распоряжение с документами, подтверждающими отказ, а данные в РИП восстанавливаются без учета льготного периода. Однако возможна ситуация, когда в эмиссионных документах указаны ограничения по сроку нахождения дефолтной закладной в реестре ипотечного покрытия, нарушение сроков чревато возникновением у владельцев облигаций права на досрочное погашение. Решением в таких случаях является учет даты начала срока нахождения дефолтной закладной в реестре как даты получения информации об отказе в каникулах. Хорошим решением также является и своевременная замена проблемного обязательства.

3. Внесение изменений в закладную

Если требование удостоверено закладной, спецдеп контролирует исполнение эмитентом обязанности в разумный срок внести изменения в закладную (ч. 24 ст. 6.1-1 Закона 353-ФЗ и ч. 32 ст. 6/ч. 15 ст. 7 Закона 106-ФЗ).

Внутренними стандартами НФА разумным сроком для изъятия закладной в целях внесения соответствующих изменений был признан срок, не превышающий 1 месяца с одной из следующих дат:

- даты исполнения распоряжения эмитента (за исключением случаев, указанных ниже в настоящем пункте);
- даты направления уведомления о подтверждении установления льготного периода в соответствии с ч. 7 статьи 6 Закона 106-ФЗ, если у заемщика были запрошены подтверждающие документы;
- даты истечения 60-дневного срока со дня получения требования заемщика,

указанного в ч. 1 ст. 6 Закона 106-ФЗ¹, если кредитор не запрашивал подтверждающие документы.

При возвращении закладной после внесения в нее изменений, связанных с установлением льготного периода, специализированный депозитарий обязан убедиться в том, что содержащиеся в РИП сведения соответствуют положениям измененной закладной. В случае несоответствия сведений, содержащихся в РИП, положениям закладной спецдеп выявляет причины такого расхождения и принимает меры, направленные на их устранение (указывает на ошибки, допущенные в закладной, либо просит направить распоряжение).

Законом не установлен конкретный срок на внесение изменений в закладную. Во избежание двоякого толкования «разумного срока» стандартами НФА установлен срок 1 месяц на изъятие закладной для регистрационных действий. Однако остается открытым вопрос о сроке внесения самих изменений. В целях определения этого срока используется сложившаяся практика по выдаче закладных для осуществления иных регистрационных действий.

В процессе внесения изменений в закладные, связанных с ипотечными каникулами, банки сталкиваются со множеством сложностей при оформлении изменений в Росреестре.

¹ С указанного момента льготный период считается подтвержденным в силу ч. 7 ст. 6 Закона 106-ФЗ.

В частности, 106-ФЗ позволяет банкам принимать документы в электронном виде с использованием средств подвижной радиотелефонной связи, а 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» (редакция до 10.01.2021) для регистрации изменений в закладную предусматривает оригиналы документов. Банки вынуждены дополнительно взаимодействовать с клиентами для получения оригиналов документов, что зачастую вызывает существенные сложности. Как следствие, банки вынуждены производить замену таких закладных — выкупать и включать в состав ипотечного покрытия денежные средства.

Вступившая в силу 10.01.2021 новая редакция закона «Об ипотеке» призвана устранить эту коллизию. На наш взгляд, изменения должны способствовать ускорению внесения изменений в закладные и исключению необходимости проводить замены имущества в ипотечном покрытии по причине отказов Росреестра в регистрации изменений закладных.

Луиза ЛЕСНАЯ

— Основная нагрузка по работе с заемщиками, в том числе по вопросам оценки правомерности и возможности применения ипотечных каникул, и взаимодействию со специализированным депозитарием лежит на сервисном агенте. На данный момент необходимость в смещении сроков выплаты по ИЦБ в результате предоставления ипотечных каникул ни по одному ипотечному агенту не возникла.

В первые месяцы пандемии многим заемщикам был предоставлен льготный период кредитования. Как отсрочка платежей повлияла на покрытие по ипотеке и кредитам МСП?

Луиза ЛЕСНАЯ

— На данный момент мы не заметили существенного влияния предоставления льготного периода на ипотечное покрытие и залоговое обеспечение по облигациям, обеспеченным кредитами МСП.

Асият ТОЛМАЧЕВА

— При предоставлении льготного периода эмитент направляет в спецдеп сведения об изменении срока возврата кредита

(займа) не позднее окончания льготного периода, а также могут быть направлены сведения об изменении размера платежа и иные сведения, связанные с изменением графика.

Сведения о льготном периоде указываются в реестре в поле «Иные сведения».

Отсрочка платежей увеличила длительность срока возврата кредита, а также привела к дополнительному сроку страхования недвижимого имущества на срок увеличения кредита.

Рейтинги, которым доверяют

Кредитное рейтинговое агентство «Эксперт РА» основано в 1997 году и на сегодняшний день является старейшим и крупнейшим российским рейтинговым агентством как по числу клиентов, так и по числу сотрудников.



Кредитные рейтинги

- Кредитные рейтинги по национальной шкале Российской Федерации
- Кредитные рейтинги для эмитентов СНГ



Некредитные рейтинги

- Рейтинги надежности и качества услуг управляющих компаний
- Рейтинги надежности и качества услуг страховых медицинских организаций
- Рейтинги системы риск-менеджмента



Устойчивое развитие

- Рейтинги ESG
- Верификация соответствия принципам зеленых облигаций
- Верификация соответствия принципам социальных облигаций
- Верификация соответствия принципам зеленых кредитов
- Рейтинги качества управления



Информационно-аналитические услуги

- Образовательные услуги
- Выгрузка рейтинговых данных
- Исследования и аналитика

АО «Эксперт РА»

Россия, Москва, ул. Николаямская, дом 13, стр. 2
+7 (495) 225 3444

www.raexpert.ru



@expert_ra



Надежда ЛЕБЕДЕВА,
старший юрист,
Trewetch Group

Первые шаги судей в делах по сделкам неипотечной секьюритизации: учимся ходить

Минувший 2020 год принес не только пандемию, но и весьма значимые прецедентные судебные разбирательства с участием специализированного финансового общества и управляющей организации.

Процессы в судах, ход разбирательства, реакции судей показали, насколько специфична и непонятна для них тема секьюритизации и ее специальная терминология, которая кажется общепринятой и обычной, но, как оказывается, только в узком кругу профессионалов финансового рынка.

Ситуация могла бы быть проще, если бы в разъяснениях регулятора, рейтинговых агентств, а впоследствии и в российской правовой доктрине существовал бы утвержденный и/или рекомендованный публичный глоссарий, применимый

к сделкам секьюритизации, ее этапам, составу обязательных участников и прочее.

В результате отсутствия такового как в ходе судебного заседания первой и апелляционной инстанций, так и на выходе судебных актов мы сталкивались с попытками смешения понятий, которое, в отсутствие должного упорства с нашей стороны, вело бы к существенному искажению действительности или, если следовать процессуальной терминологии, фактических обстоятельств дела.

В рамках данной статьи предлагаем практикам, специализирующимся далеко не первый год на сделках секьюритизации, рассмотреть позицию судей, впервые столкнувшихся с такого рода сделками.

Знаковыми в этом отношении стали Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 9 сентября 2020 года

№09АП-27970/2020, 09АП-27971/2020 и Решение Арбитражного суда города Москвы по делу № А40-285776/19-137-2343 от 2 октября 2020 года по одному и тому же специализированному финансовому обществу. Эти судебные акты стали в своем роде лакмусовыми бумажками, проявившими слабые места в правоприменении.

Так, Арбитражным судом города Москвы по вышеуказанному делу было принято решение об отказе в удовлетворении исковых требований originатора к специализированному финансовому обществу о возврате им заемных средств промежуточного финансирования.

Напомним, что классически промежуточное финансирование originатором или иным лицом по инициативе originатора предоставляется специально созданной компании (компания специального назначения, КСН), будь то ипотечный агент или специализированное финансовое общество, на начальной стадии сделок секьюритизации. Когда originатор еще не уступил КСН активы, которые бы создавали поток денежных средств, необходимых и достаточных для финансирования первоначальных расходов по сделке секьюритизации, в том числе на оплату услуг управляющей и бухгалтерской организаций, промежуточное финансирование (или, как его еще называют, «промфин») является обязательным элементом сделки секьюритизации. Подлежат оплате не только услуги управляющей и бухгалтерской организаций КСН с момента ее учреждения, но и государственные пошлины, нотариальные сборы, а также должны быть возмещены расходы, понесенные в связи с учреждением КСН, получением согласия Федеральной антимонопольной службы на заключение договора с управляющей организацией, в связи с открытием и обслуживанием банковского счета, оплатой уставного капитала КСН, раскрытием информации, получением аудиторского заключения и т. д. Все эти расходы — неотъемлемая часть начальной стадии или подготовительного этапа любой сделки секьюритизации.

Большая часть обозначенных расходов должна быть понесена, а следовательно, оплачена КСН, независимо от того, пойдет ли сделка секьюритизации дальше, либо originатор примет решение об отмене проекта и КСН будет ликвидировано.

При выходе из сделки либо отмене сделки originатор как лицо, которое не только является бенефициаром сделки, но и принимает риски по сделке, как правило, предпринимает все необходимые и зависящие от него меры для ликвидации созданной по его инициативе КСН без каких-либо негативных последствий для КСН и управляющей организации, а именно без угрозы банкротства на стороне КСН и сопутствующих рисков привлечения к субсидиарной ответственности управляющей организации КСН. Так, например, originатор может простить долг КСН по промфину перед ним и погасить за КСН задолженность перед третьими лицами, в том числе перед управляющей организацией и бухгалтерской организацией, не предъявляя регрессных требований к КСН.

Однако, как показала практика, возможны иные сценарии и иное поведение originатора.

Так, originатор, утративший интерес к сделке секьюритизации после создания КСН и предоставления ему промфина, как в рассматриваемом судебном деле, недобросовестно предъявляет в суд исковое заявление о взыскании с КСН предоставленных заемных средств, заведомо зная, что у КСН нет и быть не может никакого иного источника финансирования в силу несовершения originатором уступки в пользу КСН актива, подлежащего секьюритизации.

В удовлетворении требований originатора (истца по рассматриваемому в настоящей статье делу) судом было отказано со ссылкой на то, что:

- 1) «все лица входили в группу компаний, и это корпоративный заем»¹,
- 2) данные обстоятельства были установлены судами первой и апелляционной инстанций по другому делу, а именно по делу о банкротстве специализированного финансового общества.

Так, решением Арбитражного суда г. Москвы от 20 апреля 2020 года по делу №А40-282245/2019 было отказано в признании специализированного финансового общества (далее также — СФО) несостоятельным (банкротом) по упрощенной

¹ Здесь и далее приведены точные цитаты решений судов.

процедуре банкротства специализированного финансового общества. Судом апелляционной инстанции данное решение оставлено без изменения.

Судами было установлено, что задолженность СФО «по кредитному обязательству возникла в связи с намерением обеспечить эмиссию облигаций, обеспеченных залогом приобретенных за счет кредитных средств¹ денежных требований. Тем не менее организация деятельность не вела, права денежного требования за счет кредитных денежных средств не приобретала и соответствующие облигации не эмитировала. Также судом установлено, что денежные средства по договору займа получены должником² от лица, в интересах которого создано специализированное финансовое общество и входящего в единую группу лиц с учредителем должника».

Таким образом, с одной стороны, мы наблюдаем определенный робкий и несмелый, но шаг в сторону признания судебной практикой факта: СФО создаются в интересах определенного originатора. При этом, к сожалению, игнорируется сиротский статус СФО и делается неверный вывод о том, что кредитор по договору займа с СФО (то есть originатор сделки секьюритизации, предоставляющий промежуточное финансирование «своему» СФО) входит в одну группу лиц с учредителем СФО (должника).

Напомним, что, как правило, за крайне редкими исключениями, КСН учреждаются и функционируют таким образом, чтобы был обеспечен их сиротский статус, необходимый для юридического обособления КСН от рисков на стороне originатора, о чем неоднократно уже писалось.

Для обеспечения сиротского статуса КСН в российском правовом поле с 2009 года используются некоммерческие фонды, создаваемые в соответствии с российским законодательством, поскольку

эта форма юридического лица не предполагает участия в уставном капитале³.

Группа лиц КСН, учредителями (участниками/акционерами) которого являются некоммерческие фонды, не включает в себя originаторов сделки, но при этом эта группа лиц объединяет различные КСН, у которых одна и та же управляющая организация и/или один и тот же некоммерческий фонд как участник⁴. Данное объединение различных КСН с их участниками/акционерами в одну группу лиц с управляющей организацией обусловлено требованиями пункта 9 части 1 статьи 9 Федерального закона от 26.07.2006 № 135-ФЗ «О защите конкуренции».

В силу того что группа лиц учредителя/участника СФО совпадает с группой лиц управляющей организации СФО, суд сделал вывод о том, что «вся заявленная сумма задолженности носит корпоративный характер».

Суды пришли к выводу, что «формирование первоначального капитала не через внесение уставного капитала, а путем получения займа лицом, входящим в одну группу с учредителем, несение расходов только в пользу лиц, определенных учредителем, без реальной хозяйственной деятельности в течение всего срока существования организации и последующее обращение в суд только по исчерпанию денежных средств при очевидном отсутствии источников дохода со ссылкой на предвидение банкротства (статья 8 Закона о банкротстве) свидетельствуют о заведомо недобросовестном осуществлении должником гражданских прав (статья 10 ГК РФ)».

Таким образом, суд усмотрел злоупотребление (!) СФО, которое вынужденно находилось в длительном режиме ожидания дальнейших действий от originатора

¹ Важно отметить, что здесь имеет место недопонимание природы промфина: предоставленный заем не предназначался для приобретения за счет него прав требования, для включения их в залоговое обеспечение по облигациям, а речь шла исключительно о финансировании первоначальных расходов, что судом было не принято во внимание.

² Имеется в виду специализированным финансовым обществом.

³ Мы подробно останавливались на этой теме в иной статье, опубликованной в Энциклопедии российской секьюритизации за 2019 год.

⁴ На практике достаточно часто используются одни и те же некоммерческие фонды для учреждения (владениями долями/акциями) КСН за исключением тех случаев, когда под конкретную сделку секьюритизации создается отдельный фонд, который владеет долями/акциями только одного КСН.

в рамках следующих этапов сделки секьюритизации при очевидном отсутствии источников дохода.

Следует отметить, что СФО в рамках рассмотрения дела о взыскании с него заемных средств предъявило оригинатору встречные требования о возмещении убытков, мотивируя это тем, что в результате длительного бездействия со стороны оригинатора, который продлевал срок возврата займа и откладывал уступку активов на СФО на неопределенный срок, СФО накапливало задолженность перед третьими лицами (управляющей, бухгалтерской организациями, кредитной организацией, в которой был открыт счет, и непосредственно перед оригинатором как займодавцем).

Однако суд отклонил встречные иски требования СФО со ссылкой на то, что «фактически убытки, о которых заявляет ответчик, являются заемными средствами, потраченными на так и не реализованный сторонами проект, и являются расходами сторон».

Тем самым суд фактически приравнял СФО к равноправной стороне «проекта» секьюритизации, что совершенно не соответствует действительности, несмотря на формально-юридическую самостоятельность СФО как отдельного юридического лица.

СФО, равно как и иная разновидность КСН в российском правовом поле — ипотечный агент в сделках ипотечной секьюритизации, — является всего лишь юридическим инструментарием привлечения финансирования оригинатором на рынке капитала путем трансформации неликвидных активов (прав требования) в ценные бумаги и не имеет самостоятельной коммерческой цели.

Еще в 2014 году эта особенность правовой природы ипотечного агента была правильно отмечена в Постановлении Девятого арбитражного апелляционного суда от 9 декабря 2014 года № 09А11-49539/2014: «В рамках сделок по секьюритизации ипотечный агент приобретает у банка портфель ипотечных кредитов (закладных) и выпускает облигации, обеспеченные залогом ипотечного покрытия, в которое включаются приобретенные закладные. Участие ипотечного агента в данной сделке имеет важную роль, поскольку дает возможность получить высокий рейтинг для эмитируе-

мых облигаций и привлечь финансирование на более выгодных условиях».

Использование в сделках по секьюритизации ипотечного агента позволяет защитить права инвесторов — владельцев облигаций, выпущенных ипотечным агентом. Так, законом № 152-ФЗ устанавливается ряд требований к организации деятельности ипотечных агентов, формированию и составу ипотечного покрытия. Например, агент не может осуществлять виды предпринимательской деятельности, не связанные с эмиссией ипотечных ценных бумаг, и иметь штат сотрудников. Ипотечный агент обязан передать управленческие функции и ведение бухгалтерского учета сторонним организациям и покрывать соответствующие расходы за счет привлекаемых средств. Данные ограничения позволяют избежать возникновения дополнительных юридических обязательств агента, не связанных с его деятельностью.

Таким образом, ипотечный агент фактически является лишь юридическим инструментом для проведения сделок по секьюритизации и не имеет самостоятельной коммерческой цели. Все имущество (в том числе денежные средства), получаемое ипотечным агентом, подлежит направлению на выплату дохода инвесторам — владельцам облигаций и возмещение расходов агента».

В свою очередь, Банк России сделки секьюритизации определил как «привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение»¹.

¹ См. Положение Банка России от 04.07.2018 № 647-П (ред. от 27.02.2020) «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение» и Указание Банка России от 08.10.2018 № 4927-У (ред. от 10.08.2020) «О перечне, формах и порядке составления и представления форм отчетности кредитных организаций в Центральный банк Российской Федерации».

Несмотря на то что тема неипотечной секьюритизации российскому юридическому сообществу знакома как минимум с 2009 года¹, анализируемые судебные решения позволяют сделать вывод о том, насколько сложны пока сделки секьюритизации для восприятия участниками правоприменительной практики, не вовлеченными в процесс структурирования сделки. Точно так же, как в знакомой с детства песенке о неуверенных шагах малыша в неизвестном пока мире: «топ, топ, очень нелегки в неизвестность первые шаги...».

С одной стороны, судьи пришли к правильным в определенной степени выводам и попытались сделать шаг в верном направлении, признав, что originator предоставляет заемное финансирование СФО как «корпоративное», то есть условно как контролирующее и определяющее судьбу сделки и СФО лицо, а не как сторонний, абсолютно независимый кредитор.

С другой стороны, идет абсолютное смешение понятий «учредителя» СФО и originator сделки секьюритизации как ее бенефициара, то есть лица, принимающего по ней риски на себя².

Важно отметить, что регулятор начал так или иначе вводить на подзаконном уровне термины, применимые участниками структурирования сделок по секьюритизации. Кроме того что определено понятие «сделки секьюритизации», введено также понятие «originator»,

«инструменты секьюритизации»³ и пр. Однако пока эта терминология ориентирована скорее на кредитные организации. Понятие «сделки секьюритизации» использует и Минэкономразвития⁴, но не определяет его.

Настоящей статьей мы хотели привлечь внимание Экспертного совета по секьюритизации при Банке России, регулятора, да и в целом всех участников нашей большой «песочницы», на крыше которой большими буквами написано «СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ», в которой мы вместе профессионально растем и учимся ходить, бегать и даже прыгать в длину с места, структурируя и реализуя прорывные сделки секьюритизации: назрела необходимость в глоссарии и неких стандартах секьюритизации (ее букваря), доступном и понятном для непосвященного пользователя, официально принятом или утвержденном. Также назрела необходимость в приглашении на периодические конференции и семинары представителей судейского сообщества, налоговых органов, антимонопольной службы, судебных приставов и т. д. Им нужно объяснить в лишний раз напоминать о том, что такое «ипотечный агент», «специализированное общество» и в чем специфика их деятельности как инструментария для реализации сделок секьюритизации, каковы этапы сделки секьюритизации и последствия недобросовестного выхода originator из сделки и т. п.

¹ См. например, в п. 1.3 «Секьюритизация» Концепции развития гражданского законодательства Российской Федерации (одобрена решением Совета при Президенте РФ по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства от 7 октября 2009 г. // Вестник ВАС РФ. 2009. №11) был дан анализ «современного состояния гражданско-правового регулирования сделок, которые позволяют в целях получения дохода финансировать или рефинансировать юридические лица под их неликвидные финансовые активы посредством выпуска или выдачи ценных бумаг».

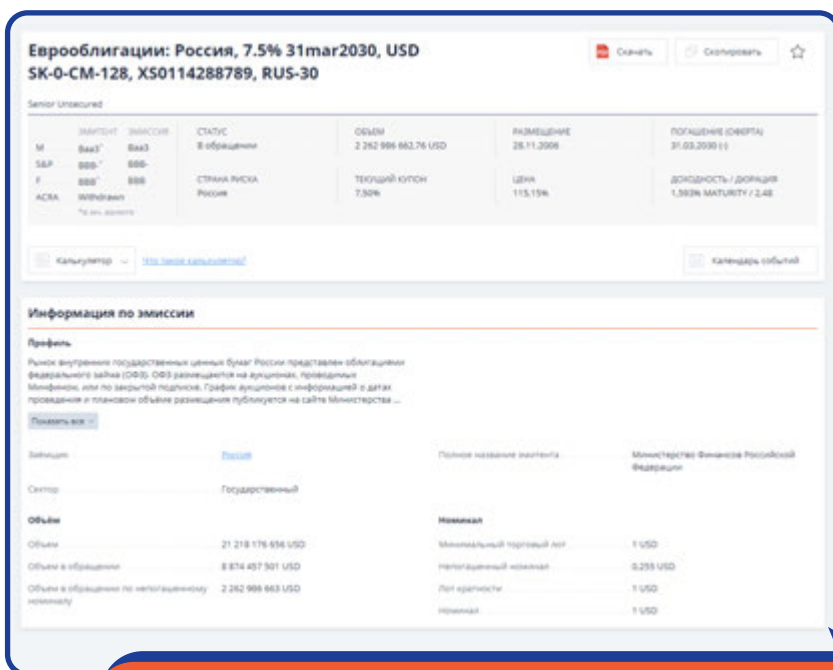
² Банк России ввел даже понятие «риск секьюритизации». Этот риск будет в ближайшее время подлежать отражению, правда, только кредитными организациями в отчетах эмитентов ценных бумаг.

³ Банк России различает, в частности, «инструменты секьюритизации» (ценные бумаги, исполнение обязательств по которым обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от находящегося в залоге актива (активов), не являющегося (являющихся) инструментом секьюритизации) и «инструменты повторной секьюритизации», которые определяет как «ценные бумаги, исполнение обязательств по которым обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от находящегося в залоге актива (находящихся в залоге активов), являющегося (являющихся) инструментами секьюритизации или повторной секьюритизации».

⁴ См. например, Приказ Минэкономразвития России от 09.09.2020 №586 «Об утверждении Основных положений развития национальной гарантийной системы поддержки малого и среднего предпринимательства на период до 2024 года».

База данных Cbonds в структурированном виде

Cbonds API



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

Cbonds API & data feeds

Расчет и оценка рисков

Учет финансовых инструментов

Оценка портфеля ценных бумаг

Сбор и анализ больших массивов данных

Форматы:

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

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

Бесплатный тест:

Реклама

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



Маргарита БЕЛЬЯНСКАЯ,
старший менеджер
управления секьюритизации,
департамент инвестиционных
продуктов, Банк ВТБ (ПАО)

Процесс автоматизации в сделках секьюритизации

При принятии решения о проведении сделки секьюритизации важным является операционная и техническая готовность всех информационных систем банка-оригинатора. В большинстве случаев банки сталкиваются с необходимостью проводить доработки информационно-технологических систем, что требует значительного времени и ресурсов, поэтому мы решили поделиться нашим опытом в данном вопросе.

В 2017 году была проведена первая совместная сделка секьюритизации Банка ВТБ (ПАО) в рамках программы «Фабрика ИЦБ» и АО «ДОМ.РФ», в которой последнее выступает в роли поручителя по облигациям, обеспеченным ипотечными закладными. В рамках проведения данной сделки банку было необходимо выполнить требования поручителя и предоставлять как разовые, так и регулярные отчеты в покредитном разрезе, которые содержали в несколько раз больше показателей (полей), чем ранее при получении рейтинга по бумагам от международных рейтинговых агентств. Это было связано с тем, что поручитель несет ответ-

ственность перед держателями облигаций собственными финансовыми средствами, а также должен отчитываться, как финансовый институт, перед надзорными органами, поэтому к качеству и количеству предоставляемой для анализа информации по портфелю кредитов поручитель предъявлял особые требования. Сложность состояла в том, что объем регулярной отчетности существенно вырос по сравнению с той практикой, что была ранее (с 2006 года банк реализует собственные сделки секьюритизации и выступает в качестве организатора подобных сделок) — порядка 150 полей и примерно 40 тыс. строк. В связи с подписанием между банком и поручителем меморандумов на проведение сделок в суммарном объеме 900 млрд рублей возникло понимание, что объем отчетов будет увеличиваться и банку нужно качественно настроить процесс автоматизации для выполнения условий программы¹.

¹ К настоящему моменту банк успешно реализовал шесть сделок секьюритизации с АО «ДОМ.РФ» на 580 млрд рублей.

Правильное выстраивание процесса автоматизации позволяет банку-оригинатору реализовывать сделки секьюритизации по различным видам активов и работать со всеми представленными на рынке рейтинговыми агентствами, так как требования к количеству и качеству предоставляемой информации по портфелю активов у каждого из рейтинговых агентств и поручителя сильно отличаются. Кроме того, Положением Банка России от 04.07.2018 № 647-П (ред. от 27.02.2020) «Об определении банками величины кредитного риска по сделкам, результатом которых является привлечение денежных средств посредством выпуска долговых ценных бумаг, исполнение обязательств по каждой из которых обеспечивается полностью или частично поступлениями денежных средств от активов, переданных в обеспечение» вводится понятие «ППС-секьюритизация» (простая, прозрачная, сопоставимая секьюритизация). Такая ППС-секьюритизация дает возможность снизить влияние на капитал банка. Настроенный в банке процесс **автоматизации** способствует предоставлению большего количества информации по залоговому портфелю, таким образом, **автоматизация ИТ-систем позволяет получить статус ППС-секьюритизации, что, в свою очередь, влияет на финансовый результат банка.** Повышение прозрачности сделки также влияет на получение более высокого рейтинга по бумагам или позволяет получить более выгодную структуру для банка-оригинатора, а также повысить интерес инвесторов. Также неоспоримым плюсом данного процесса является возможность создавать автоматизированные, различные по форме и объему отчеты для сделок, которые могут учитывать определенные пожелания инвесторов в раскрытии той или иной информации по секьюритизированному портфелю для анализа.

При реализации разработки отчетов и доработки систем мы сделали для себя **два вывода:**

1. Автоматизацию следует обозначать как отдельный процесс и учитывать в графике по подготовке и реализации сделки с указанием сроков и этапов.
2. Необходимо планировать затраты на подготовку каждого отчета в рамках сделки и учитывать это в общем бюджете по дел-

ке. Сроки и стоимость зависят от сложности отчета (отчетов) и от уровня квалификации ИТ-специалистов (подрядчиков).

Автоматизация представляет собой отдельный самостоятельный процесс, включающий в себя:

- проработку требований по предоставлению информации по залоговому портфелю от поручителя или рейтинговых агентств на предмет наличия в собственных системах и/или хранилищах аналогичной информации, а также обсуждение возможности замены одного показателя на другой аналогичный без ущерба для рейтинга по бумагам;

- создание бизнес-требований к ИТ-разработчикам, которые включают в себя: подробное описание формата и формы отчета, обозначение параметров значения каждого поля (например, какие данные нужны на дату отчета, а какие на дату заключения кредитного договора), способа дистрибуции и регулярности;

- многократное тестирование ответственными подразделениями банка полученных выгрузок в результате разработки нового отчета на предмет соответствия информации в этих отчетах с АБС банка и соблюдения требований рейтинговых агентств или поручителя. После устранения всех ошибок — запуск отчета в промышленную эксплуатацию (то есть автоматическое формирование и автоматическая рассылка);

- систему контроля качества и возможность доработки существующего отчета. Поскольку в течение жизни сделки возникают различные обстоятельства, например введение государственных мер поддержки клиентов (в качестве примера можно привести ипотечные каникулы по кредитам). Другими словами, возможность оперативной интеграции в существующие отчеты информации по каждому такому случаю. Это временной и затратный процесс, однако он должен быть сделан качественно и по возможности оперативно.

Банк ВТБ (ПАО) обладает большим опытом на рынке в части реализации собственных сделок секьюритизации, а также в качестве организатора сделок для сторонних банков. В рамках комплексных услуг по организации сделок мы готовы оказывать в том числе и услуги по выстраиванию процесса автоматизации.

**РОССИЙСКИЙ
ИПОТЕЧНЫЙ КОНГРЕСС**
CBONDS и РУСИПОТЕКА

10

**февраля
2022**

Москва

**WWW.RUSIPOTEKA.RU
WWW.CBONDS-CONGRESS.COM**

Участие в **VIII 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.



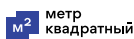
- Итоги ипотечного года
- Проблемы и решения
- Секьюритизация — взгляд в будущее
- Основные драйверы рынка
- Государственная поддержка
- Технологические прорывы и новые проекты
- Партнерская работа

Участники конференции в 2021 году

Генеральные партнеры:



Партнеры:



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>



ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2021

Case Study



Сергей МИХАЙЛОВ,
директор инвестиционно-
торгового департамента,
Абсолют Банк

Классические сделки ипотечной секьюритизации: опыт Абсолют Банка

У Абсолют Банка за плечами опыт пяти сделок классической ипотечной секьюритизации. И практически в каждой подобной сделке нас поджидали какие-то новеллы. Не стала исключением и последняя на данный момент — пятая — сделка, завершенная в августе 2020 года (эмитент — ЗАО «ИА Абсолют 5»).

Подготовка сделки заняла достаточно много времени (около 2 лет) и проходила в условиях нестабильной по отношению к ипотечным облигациям окружающей среды. Изменения нормативной базы под требования «Базеля III» привели к изменению структуры сделки: вместо классических двух траншей облигаций мы разместили только один облигационный транш, а второй транш был оформ-

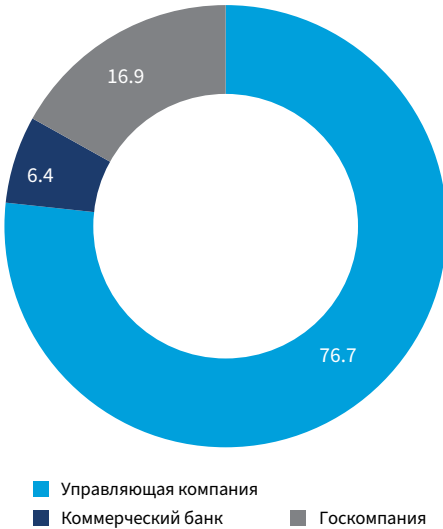
лен в виде субординированного кредита. Мы попали также под замену рейтингов международных рейтинговых агентств на рейтинги локальных агентств. В итоге выпуску «ИА Абсолют 5» рейтинговым агентством «АКРА» был присвоен рейтинг AAA ru.sf. Также мы столкнулись с изменениями требований к качеству ипотечных портфелей со стороны мегарегулятора и участников сделок (включая спецдепозитарии), что привело к удорожанию сделки. Впрочем, по итогу она стала только крепче.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ VS ПРОДАЖА ПУЛА VS ОСТАВИТЬ НА БАЛАНСЕ

Абсолют Банк традиционно специализируется на ипотеке, наш портфель к концу 2020 года составлял около 100 млрд рублей. Секьюритизация порт-

Рисунок 1. Инвесторы в выпуске «ИА Абсолют 5»

Источник: Абсолют Банк



фея ипотечных кредитов — лишь одна из разновидностей сделок, которые мы рассматриваем. В качестве альтернативных вариантов всегда имеем в виду продажу пула или возможность оставить кредиты у себя на балансе.

В ходе подготовки выпуска «ИА Абсолют 5» возникла дилемма: довести сделку до конца или просто продать включенные в пул кредиты (всего 1698 кредитов). Продажа — проще и быстрее. Кроме того, круг интересантов на покупку портфелей гораздо шире, чем круг инвесторов в ипотечные ценные бумаги, особенно в конце года. Однако, учитывая тот факт, что инфраструктура уже была готова, а также видя снижение ключевой ставки ЦБ, мы решили довести дело до конца и включить в секьюритизируемый портфель кредиты с небольшой процентной ставкой. Эта идея сыграла, и размещение оказалось успешным.

УДАЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Когда мы маркетинговали сделку, спрос на облигации достиг 5 млрд. Всего было около 20 инвесторов. Среди них были интересанты с большими тикетами, которые и выкупили весь объем — 3.003 млрд

рублей. Мы были уверены в успехе, так как понимали: за первой линией у нас стоит вторая линия инвесторов, которые тоже готовы выкупить практически всё размещение с небольшим спредом.

Изначально мы опасались низкого спроса на рынке, поэтому в качестве эксперимента позвали на сделку помимо таких организаторов, как ВТБ и Райффайзенбанк, также компанию BCS Global Markets. У них отлично получилось привлечь к участию в сделке частных инвесторов.

В результате мы разместились с купоном 6.35%, что, по нашим внутренним оценкам, связанным с необходимостью фондирования портфеля, показалось совсем неплохим результатом.

ЧТО ДАЛЬШЕ

Мы готовы и в дальнейшем продолжать повторять сделки секьюритизации, хотя перед нами стоит выбор: отдать предпочтение двухтраншевым сделкам в классическом исполнении или воспользоваться возможностями Фабрики ДОМ.РФ. Однозначного ответа на этот вопрос пока нет.

В варианте с ДОМ.РФ нам нравится то, что есть возможности на берегу договориться об обмене актива в виде ипотечных кредитов на ценные бумаги, причем практически гарантированно получить инвесторов в эти бумаги. Гораздо меньше нам нравятся ценовые условия, которые предлагает ДОМ.РФ. В условиях неопределенности, связанной с пандемией, ДОМ.РФ пересмотрел свои риск-модели и явно пытался застраховать себя, несколько завышая ценовые параметры.

В любом случае на рынке должны присутствовать как классические сделки секьюритизации и сделки Фабрики ДОМ.РФ, так и сделки по продаже пулов. Технологичность проведения разных типов сделок при одновременной оптимизации внутренних процессов будет серьезно повышаться.

Материал подготовлен по итогам IX конференции «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России» 29 октября 2020 года



Андрей МУРЫГИН,
партнер, Linklaters

Опыт секьюритизации бизнеса солнечных станций

Секьюритизация бизнеса двух солнечных электростанций компании «Солар Системс» — одна из самых интересных сделок 2020 года. В этом кейсе было организовано размещение проектных облигаций, «упакованных» в виде структурных облигаций по модели секьюритизации всего бизнеса (whole-business securitization, WBS).

Размещение облигаций ООО «СФО Русол 1» состоялось в феврале 2020 года, объем выпуска — 5.7 млрд рублей — был разделен на три транша. Старший транш получил рейтинг АКРА А+(RU), средний транш — рейтинг BBB+(RU), младший транш был выпущен без рейтинга.

В самой сделке можно выделить несколько аспектов, которые сделали ее в своем роде уникальной. Во-первых, это была первая сделка секьюритизации платежей электростанций по договорам поставки мощности (ДПМ). Во-вторых, это был крупнейший на тот момент выпуск «зеленых» облигаций в России. Наконец, в-третьих, это был первый опыт организации сделки секьюритизации бизнеса как особого вида секьюрити-

зации, который на российском рынке пока не особенно практиковался. Мы использовали некоторые инновационные инструменты, которые нетипичны для классической секьюритизации с продажей актива (true sale), но которые очень помогли нам при реализации сделки по модели секьюритизации всего бизнеса электростанций. Речь идет о структурных облигациях и квазикорпоративном договоре (ККД).

ОСОБЕННОСТИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ БИЗНЕСА

WBS как модель имеет несколько особенностей, отличающих ее от выпуска корпоративных облигаций или классической секьюритизации активов (ABS).

В корпоративных облигациях инвестор берет на себя кредитный риск эмитента, который тождествен риску его баланса. В секьюритизации ABS кредитный риск связан с портфелем уступаемых в пользу SPV (СФО) прав требования к определенным должникам. В свою очередь, секьюритизация всего бизнеса связана не с тем, что портфель уступаемых прав требования отделяется от баланса originатора, а с тем,

что от основного бизнеса группы оригинатора отделяются операционные компании, владеющие соответствующими активами и правами требования, и именно эти компании целиком секьюритизируются.

Таким образом, в случае WBS в схему с операционными компаниями добавляется компания-эмитент (в нашем случае специализированное финансовое общество — СФО). СФО предоставляет заем операционной компании, которая владеет электростанциями, под залог ее активов. При этом бизнес операционной компании очень четко ограничен — она может заниматься только управлением станциями, получать деньги по ДГПМ, а также обслуживать облигации.

Очень жесткий ковенантный пакет (в нашем случае содержащийся в договоре займа) — характерная особенность сделок whole-business securitization. Во всех подобных сделках очень четко прописано, что можно делать операционной компании и что нельзя, какие ограничения распространяются на ее акционеров, на какие действия требуется получить согласие кредиторов — владельцев облигаций, а какие можно осуществить с одобрения управляющей компании СФО.

ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ

Приступая к реализации сделки, мы столкнулись с трудностями выбора компании-эмитента. Электростанции уже были построены, и задача заключалась в том, чтобы рефинансировать их долг. Кроме того, акционеры также хотели часть привлеченных средств направить на финансирование других частей группы, на строительство других электростанций. По своей природе данная сделка — это проектное финансирование, и первое, что приходит на ум, — использовать конструкцию с СОПФ (специализированным обществом проектного финансирования). СОПФ, по сути, — нормальная операционная компания, которая имеет право владеть активами, управлять ими, нанимать сотрудников и так далее. Это, конечно, плюс. Но есть и минус. Законодательство разрешает определять целью деятельности СОПФ финансирование создания новых объектов, модернизацию существующих, их эксплуатацию, но не рефинансирование. Кроме того, нечетко урегулировано, может ли СОПФ пре-

доставлять займы операционным компаниям. Поэтому нам пришлось рассмотреть вариант с использованием СФО.

По нашему законодательству СФО может работать только в двух режимах: либо в режиме классической секьюритизации, когда приобретаются портфели прав требования к должникам, либо в режиме структурных облигаций. И именно в режиме структурных облигаций СФО прямо разрешено предоставлять займы. Логично сделать вывод, что такие займы могут быть обеспеченными. А это ровно то, что было нужно для секьюритизации бизнеса. В результате началась разработка темы применения структурных облигаций в контексте проектного финансирования.

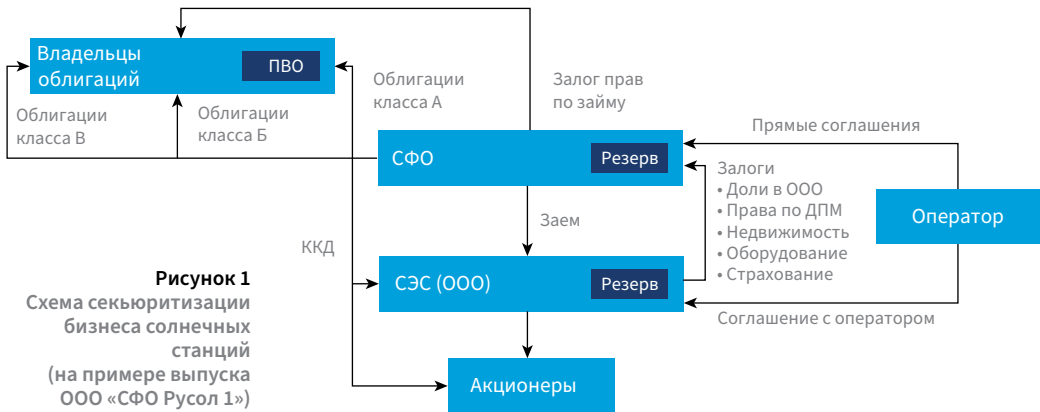
У СФО обнаружился один минус с точки зрения пакета обеспечения займа. Такая организация не предназначена для того, чтобы владеть имуществом и долями в обществах с ограниченной ответственностью. Соответственно, при обращении взыскания на залог долей трудно приобрести (оставить за собой) доли в операционной компании. Однако в общей структуре обеспечения удалось этот момент нивелировать, и рейтинговое агентство присвоило облигациям достаточно высокий рейтинг.

РЕЖИМ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Выпуск структурных облигаций был обеспечен правами в отношении залогового счета эмитента и правами требования по займам в пользу операционных компаний. Однако инвесторы получали обеспечение в отношении активов операционных компаний не напрямую, а через СФО. СФО предоставляло владельцам облигаций залог прав требования по займам, а сами займы были обеспечены залогами в пользу СФО.

По своей природе структурная облигация — это облигация на некий деривативный показатель, на изменение значения базисного актива. В качестве одного из базисных активов в законодательстве разрешен кредитный риск. Мы этим воспользовались и выпустили структурную облигацию на кредитный риск — банкротство проектной компании.

Существует также ограничение, связанное с размещением структурных облигаций. Их могут покупать только квалифицированные инвесторы. Но, поскольку институ-



циональные инвесторы и банки считаются квалифицированными в силу закона, размещение это ограничение не помешало.

Для структурных облигаций не нужен проспект эмиссии, достаточно меморандума о размещении на бирже.

В качестве залогового обеспечения по проектному займу выступили доли в операционных компаниях, права по ДПМ, объекты недвижимости, крупное оборудование и права по страховым полисам.

Акционеры проектных компаний заключили с эмитентом квазикорпоративные договоры. Согласно ККД, вводятся определенные ограничения на то, как и за что могут голосовать акционеры, по каким вопросам им требуется согласие владельцев облигаций, как это согласие может быть получено и т. д. Также в документации регулируется, в каких случаях допустима выплата части прибыли проектной компании акционерам. Механизм ККД был встроен в структуру сделки, чтобы обеспечить уверенность в том, что солнечные станции будут заниматься только генерацией электроэнергии, обслуживанием своего долга и не смогут совершать сделки в нарушение условий выпуска облигаций.

ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ НЮАНСЫ

Важный нюанс — наличие оператора станций, который непосредственно занимается их эксплуатацией. С оператором проектные компании изначально заключили соглашение, но в него добавился набор опций проектного финансирования. Осо-


бо оговорено, что в случае, если придется обратиться взыскание на залог и если к СФО перейдут доли в операционной компании, оператор продолжит обслуживать станции.

Также была предусмотрена возможность выплат дивидендов акционерам проектных компаний при наличии прибыли сверх согласованного с рейтинговыми агентствами норматива, которого достаточно для обслуживания займа. В отличие от обычной секьюритизации резервы были созданы в двух местах структуры: основной — на уровне СФО и дополнительный — на уровне проектных компаний (с хранением во всех случаях на залоговых счетах). Двойное резервирование было необходимо для целей получения приемлемого рейтинга.

В ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Опыт секьюритизации и рефинансирования бизнеса солнечных станций показывает: не нужно опасаться комбинировать разные элементы, разрешенные законодательством. Их вполне можно объединять в комплексные продукты, которые поддерживают регулятор, рейтинговые агентства и в конечном счете инвесторы. С помощью таких комплексных облигационных продуктов можно решать достаточно многообразные задачи реструктуризации или рефинансирования крупных проектов.

Материал подготовлен на основе выступления в рамках IX конференции «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России» 29 октября 2020 года



ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2021

Приложение 1

Участники рынка

Компании — организаторы сделок по секьюритизации на российском рынке

Название	Адрес	Телефон	Сайт
Sber 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, Каланчевская ул., д. 27	(495) 620-91-91	www.alfabank.ru
Азиатско-Тихоокеанский банк	105062, г. Москва, Басманный район, Подсосенский пер., д. 30, стр. 3	(495) 988-30-61	www.atb.su
Банк «Держава»	119435, г. Москва, Большой Саввинский пер., д. 2, стр. 9	(495) 380-04-80	www.derzhava.ru
Банк «ДОМ.РФ»	125009, г. Москва, ул. Воздвиженка, д. 10	(495) 775-86-86	www.domrfbank.ru
Банк «ФК Открытие»	115114, г. Москва, Летниковская ул., д. 2, стр. 4	(495) 737-73-55	www.open.ru
BCS Global Markets	129110, Москва, пр. 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	117420, г. Москва, ул. Наметкина, д. 16, корп. 1	(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, комната 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
Московский кредитный банк	107045, Москва, Луков пер., д. 2, стр. 1	(495) 777-48-88	www.mkb.ru
МСП Банк	115035, г. Москва, Садовническая ул., д. 79	(495) 783-79-98	www.mspsbank.ru
Промсвязьбанк	109052, г. Москва, Смирновская ул., д. 10, стр. 22	(495) 787-33-33	www.psbank.ru
Райффайзенбанк	129090, г. Москва, Троицкая ул., 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	123100, г. Москва, Краснопресненская наб., д. 14, стр. 1	(495) 988-93-70	www.sovcombank.ru
ТРИНФИКО	129090, г. Москва, Ботанический пер., д. 5	(495) 725-25-00	www.trinfico.ru



www.vtbcapital.ru
+7 (495) 960 9999

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, Гонконге, Сингапуре и Софии, а также на базе международных офисов Группы ВТБ в Шанхае, Франкфурте-на-Майне, Вене и Цуге. Головной офис компании находится в Москве.



АО «ДОМ.РФ» создано в 1997 году для реализации государственной политики в жилищной сфере. Компания на 100% принадлежит государству в лице Росимущества. ДОМ.РФ участвует в разработке комплексного подхода к развитию сферы жилищного строительства, повышает доступность современного комфортного жилья и меняет облик городской среды. В рамках своей деятельности ДОМ.РФ занимается развитием рынка ипотечного кредитования и ипотечных ценных бумаг, развитием рынка арендного жилья, в том числе с использованием механизмов коллективных инвестиций, вовлечением неиспользуемых федеральных земель в оборот, формированием комфортной городской среды. Среди задач ДОМ.РФ — создание на базе Банка «ДОМ.РФ» универсального ипотечно-строительного банка, который сосредоточится на разработке единой экосистемы «вокруг жилья»: от кредитования граждан до развития банковского сопровождения и проектного финансирования застройщиков.

ИЦБ ДОМ.РФ — инструмент рефинансирования ипотечных кредитов через выпуск одностороневых ипотечных ценных бумаг с полным солидарным поручительством единого института развития в жилищной сфере. Первая сделка была проведена в конце 2016 года. За период 2016–2020 годов состоялось 29 выпусков облигаций на сумму более 915 млрд рублей. Доля облигаций с ипотечным покрытием ИЦБ ДОМ.РФ составляет около 90% от общего объема находящихся в обращении жилищных ипотечных ценных бумаг. Секьюритизация с использованием инфраструктуры, созданной для выпуска ИЦБ ДОМ.РФ, позволяет оригинатору повысить эффективность ипотечного бизнеса путем повышения ликвидности ипотечных активов и снижения нагрузки на капитал.

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 Raiffeisen Bank International 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

Tel.: +7 495 721 99 00

На правах рекламы



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

ПАО «Совкомбанк» входит в список топ-10 крупнейших банков страны с активами в размере 1,5 трлн рублей 29 октября 2020 года Банк России включил Совкомбанк в перечень системно значимых кредитных организаций (СЗКО).

Надежность банка подтверждена ведущими рейтинговыми агентствами.

Кредитные рейтинги по международной шкале: «BB», прогноз «позитивный» (Standard & Poor's), «Ba1», прогноз «стабильный» (Moody's), «BB+», прогноз «стабильный» (Fitch Ratings). Кредитные рейтинги банка по национальной шкале: Аналитическое кредитное рейтинговое агентство (АКРА) «А+», прогноз «позитивный», рейтинговое агентство «Эксперт РА», «ruAA», прогноз «стабильный», 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

BCS GLOBAL MARKETS

Debt Capital Markets

BCS Global Markets, глобальный инвестиционный банк Финансовой группы БКС, оказывает участникам финансового рынка корпоративные, инвестиционно-банковские и брокерские услуги

DCM@bcsgm.com
Россия, 129110, Москва,
проспект Мира, 69, стр. 1



На правах рекламы

ТРИНФИКО

ТРИНФИКО – инвестиционная группа, независимая от государственного и банковского капитала. Компания предлагает индивидуальные инвестиционные решения высокого качества для частных и корпоративных клиентов.

ТРИНФИКО предоставляет диверсифицированный портфель финансовых продуктов и услуг:

- Инвестиционные продукты на базе ЗПИФ и облигаций
- Редевелопмент и управление недвижимостью
- Структурирование активов
- Управление непрофильными активами
- Фондовый рынок

Инвестиционная группа ТРИНФИКО доказала свою надежность в наиболее сложные периоды, обеспечивая устойчивость и высокие результаты работы, что подтверждают высокие рейтинги:

28 лет опыт работы в сфере управления активами	>100 реализованных проектов	>\$1 млрд стоимость чистых активов под управлением*
B1.esg первая управляющая компания в России с ESG-рейтингом**	A высокий уровень надежности и качества услуг в рамках доверительного управления имуществом***	A [ru.am] высокий рейтинг надежности и качества услуг управляющих компаний****

Адрес: Москва, Ботанический переулок, 5 Телефон: +7 495 725-25-00 www.trinfico.com

* Данные Инвестиционной группы ТРИНФИКО на 31.12.2020

** Рейтинг АО «Управляющая Компания ТРИНФИКО» присвоен Национальным рейтинговым агентством. Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами №045-08588-001000 от 06.09.2005

*** Рейтинг ООО «ТРИНФИКО Препери Менеджмент» присвоен рейтинговым агентством «Эксперт РА». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами №21-000-1-000719 от 13.05.2010

**** Рейтинг АО «Управляющая Компания ТРИНФИКО» присвоен Национальным рейтинговым агентством. Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами №045-08588-001000 от 06.09.2005

Дисклеймер: Реклама не является публичной офертой.

На правах рекламы

Банки-оригинаторы — участники рынка ипотечного кредитования*

Банк	Объем выданных ипотечных кредитов в 2020 году, млн руб.	Прирост по отношению к 2020 году, %	Телефон	Сайт
Сбербанк	2 080 200	62.39	800 500-55-50	www.sberbank.ru
ВТБ	935 544	33.47	800 100-24-24	www.vtb.ru
Россельхозбанк	175 188	96.29	800 100-01-00	www.rshb.ru
Альфа-Банк	166 107	81.17	800 788-88-78	www.alfabank.ru
Банк «ФК Открытие»	145 126	58.26	800 444-44-00	www.open.ru
Банк «ДОМ.РФ»	122 100	100.36	800 775-86-86	www.domrfbank.ru
Газпромбанк	119 046	5.91	800 100-07-01	www.gazprombank.ru
Росбанк	107 447	40.84	800 200-54-34	www.rosbank.ru
Промсвязьбанк	94 934	23.57	800 333-03-03	www.psbank.ru
Райффайзенбанк	68 896	18.35	800 700-91-00	www.raiffeisen.ru
Абсолют Банк	41 417	-20.15	800 200-20-05	www.absolutbank.ru
Совкомбанк	40 895	47.02	800 100-00-06	www.sovcombank.ru
Банк «Уралсиб»	38 258	29.6	800 250-57-57	www.uralsib.ru
Банк «Санкт-Петербург»	36 146	44.27	800 222-50-50	www.bspb.ru
Ак Барс Банк	32 260	120.96	800 200-53-03	www.akbars.ru
ЮниКредит Банк	23 812	-23.04	800 700-10-20	www.unicreditbank.ru
РНКБ	21 481	118.41	800 234-27-27	www.rncb.ru
Транскапиталбанк	16 517	20.65	800 100-32-00	www.tkbbank.ru
АТБ	15 993	-	800 775-88-88	www.atb.su
Банк «Центр-Инвест»	15 368	64.47	800 200-99-29	www.centrinvest.ru
Московский кредитный банк	15 368	52.29	800 775-51-52	www.mkb.ru
Металлинвестбанк	12 544	89.4	800 250-97-97	www.metallinvestbank.ru
Московский индустриальный банк	10 801	833.56	800 100-74-74	www.minbank.ru
Запсибкомбанк	7121	-32.78	800 100-50-05	www.zapsibkombank.ru
СМП Банк	7051	-5.27	800 555-25-55	www.smpbank.ru

Источник: РУСИПОТЕКА

* Банки, участвующие в рейтинге компании «РУСИПОТЕКА».

МСП Банк



Тел. +7 (800) 30-20-100
info@mspbank.ru

Единые стандарты кредитования МСП

Разработка Единых стандартов кредитования субъектов МСП — необходимый шаг по унификации рынка, созданию фундамента для внедрения новых механизмов рефинансирования МСП-кредитов, таких как секьюритизация, возможности объединения портфелей кредитов различных банков в один пул, облегчения возможностей по выкупу отдельных кредитов и целых портфелей МСП-кредитов на рынке.

Единые стандарты включают в себя требования к кредитам, заемщикам и кредиторам, рекомендации к основным процессам кредитования и ИТ-платформе, а также типовые формы основных документов кредитной сделки.

Единые стандарты кредитования МСП одобрены Рабочей группой при Банке России по финансированию субъектов МСП 10 октября 2017 года и утверждены Правлением АО «МСП Банк».

Мультиоригинаторная платформа секьюритизации

Мультиоригинаторная платформа секьюритизации нацелена на содействие небольшим и региональным банкам в рефинансировании портфелей выданных кредитов субъектам МСП путем накопления достаточного по объему пула от нескольких банков-оригинаторов и последующего выпуска и размещения на российском долгом рынке облигаций, обеспеченных таким пулом.

На правах рекламы

Рейтинговые агентства

Название	Адрес	Телефон	Сайт
Представительства международных рейтинговых агентств			
Moody's Investors Service	125047, г. Москва, 1-я Тверская-Ямская ул., 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, Валовая ул., д. 26, БЦ «ЛайтХаус»	(495) 956-99-01	www.fitchratings.com
Российские рейтинговые агентства			
АКРА	115035, г. Москва, Садовническая ул., д. 75, БЦ «Аврора Бизнес Парк», подъезд F2, 4-й этаж	(495) 139-04-80	www.acra-ratings.ru
«Эксперт РА»	109240, г. Москва, Николаямская ул., д. 13, стр. 2, 7-й этаж	(495) 225-34-44	www.raexpert.ru
Национальные Кредитные Рейтинги	125009, г. Москва, Б. Кисловский пер., д. 6, 6-й этаж	(495) 136-40-47	www.ratings.ru
Национальное Рейтинговое Агентство	123610, г. Москва, Краснопресненская наб., д. 12, подъезд 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.spglobal.com

На правах рекламы

Expert | РЕЙТИНГОВОЕ
АГЕНТСТВО

**Рейтинги,
которым доверяют**

АО «Эксперт РА»

Россия, Москва,
ул. Николаямская, дом 13, стр. 2
+7 (495) 225 3444

www.raexpert.ru

Крупнейшее рейтинговое агентство с более чем 20-летней историей

Кредитное рейтинговое агентство
«Эксперт РА» основано в 1997 году

«Эксперт РА» включено в реестр кредитных рейтинговых агентств Банка России

Рейтинги агентства используются
Банком России, Министерством Финансов,
Министерством экономического развития,
Московской биржей

«Эксперт РА» — лидер российского рынка рейтинговых услуг

Агентством поддерживается более
600 кредитных рейтингов

На правах рекламы

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, Лесная ул., 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.gblplaw.ru
Clifford Chance	125047, г. Москва, ул. Гашека, д. 6	(495) 258-50-50	www.cliffordchance.com
Deloitte	127055, г. Москва, Лесная ул., 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	111524, 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
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»	125047 Россия, Москва, ул. 1-я Тверская-Ямская, д. 21	(495) 935 80-10	www.epam.ru
ЕМПП	125040, г. Москва, ул. Скаковая д. 17, стр. 2, бизнес-центр «Скаковая 17»	(495) 945-51-90	www.empp.ru
«Иванян и партнеры»	3119017 Москва, Кадашевская наб., д. 14, корп. 3	(812) 647-00-46	www.ivanyan.partners
«Корельский, Ищук, Астафьев и партнеры»	127055, г. Москва, ул. Бутырский Вал, д. 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

**АДВОКАТСКОЕ
БЮРО** | **ЕГОРОВ
ПУГИНСКИЙ
АФАНАСЬЕВ
И ПАРТНЕРЫ**

“Одна из лучших юридических фирм в области секьюритизации”

Chambers Europe

Адвокатское бюро ЕПАМ основано в 1993 году и является крупнейшей юридической фирмой в СНГ с офисами в России, Украине, Беларуси и ассоциированными офисами в Великобритании, США и на Кипре.

реклама

Дмитрий Глазунов

партнер, руководитель практики банковского и финансового права, рынков капитала

125047 Россия, Москва,
ул. 1-я Тверская-Ямская, д. 21
Тел.: +7 (495) 935 8010
Факс: +7 (495) 935 8011
dmitriy_glazounov@epam.ru

На правах рекламы



Global reach
Local knowledge

Геннадий Годяев

Руководитель направления структурного финансирования

☎ +7 (965) 357 70 36

✉ gennadiy.godyaev@tmf-group.com

Павел Измайлов

Head of Capital Markets
Germany, Austria, Switzerland,
Cyprus & Malta

☎ +41 (0)44 5428 147

✉ pavel.izmaylov@tmf-group.com

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



Луиза ЛЕСНАЯ
Директор

Тел. +7 499 286-20-31
lesnaya.luiza@trewetch-group.ru

119435
Россия, Москва,
Большой Саввинский переулок,
дом 10, стр. 2А
trewetch-group.ru

Тревеч 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.

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	Специализированный депозитарий «ИНФИНИТУМ»	Специализированный депозитарий	3 355 315.44	115162, г. Москва, ул. Шаболовка, д. 31, корп. Б, 3-й подъезд, 5-й этаж	(495) 644-37-71	www.specdep.ru
2	Газпромбанк	Кредитная организация	3 254 227.74	117420, г. Москва, ул. Наметкина, д. 16, корп. 1	(495) 913-74-74	www.gazprombank.ru
3	СДК «Гарант»	Специализированный депозитарий	2 111 040.06	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	1 397 575.40	101000, г. Москва, Мясницкая ул., д. 35	(495) 956-30-70	www.vtbsd.ru

№ п/п	Наименование	Статус	РС (деп), млн руб.	Адрес	Телефон	Сайт
5	«Объединенный специализированный депозитарий»	Специализированный депозитарий	285 128.19	109028, г. Москва, ул. Земляной Вал, д. 50А/8, стр. 2, 9-й этаж	(495) 909-93-22	www.usdep.ru
6	«РБ Спецдепозитарий»	Специализированный депозитарий	226 432.01	107078, г. Москва, ул. Маши Порываевой, д. 34	495) 725-56-55	www.depositary.ru
7	«Независимый специализированный депозитарий»	Специализированный депозитарий	188 479.24	115191, г. Москва, ул. Большая Тульская, д. 10, корп. 5	(495) 602-02-80	www.nzsd.ru
8	ДК «Регион»	Специализированный депозитарий	150 861.53	119021, г. Москва, Зубовский бул., д. 11А, 7-й этаж, пом. I, ком. 1	(495) 777-29-64	www.region-dk.ru
9	Национальная кастодиальная компания	Специализированный депозитарий	20 515.25	127018, г. Москва, ул. Суцеский Вал, д. 16, стр. 3, 3-й этаж, комн. 2, 3	(495) 025-00-95	www.nkk-sd.ru
10	СДК «Гранит»	Специализированный депозитарий	4492.54	123100, г. Москва, Краснопресненская наб., д. 6, 10-й этаж, офис 1029	(495) 221-31-77	www.sdkgranit.ru

* По данным Фонда развития финансовых исследований «Инфраструктурный институт» (ИНФИ) в сотрудничестве с Профессиональной ассоциацией регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) на 30.06.2020, www.safedepo.ru



РЕГИОН 25 | двадцать пять лет
ГРУППА КОМПАНИЙ

ТОП-5

по стоимости контролируемого имущества (ПАРТАД от 30.06.2020)

ТОП-5

по суммарной величине собственных средств и страхового покрытия (ПАРТАД от 30.06.2020)

под контролем

>1

трлн рублей*

проверено

>500

тыс. закладных

на учете

>8000

электронных закладных

* По итогам 2020 года, данные отчетности.

АО «ДК РЕГИОН»



www.vtbsd.ru
(495) 956-30-70
АО ВТБ Специализированный депозитарий

АО ВТБ Специализированный депозитарий — один из крупнейших специализированных депозитариев России с объемом контролируемых активов более 3461 млрд рублей, имеет рейтинг надежности депозитариев AAA. С 1997 года оказывает полный спектр услуг специализированного депозитария и депозитария с использованием сертифицированного программно-технического комплекса собственной разработки.

- Более 12 лет опыта обслуживания ипотечных покрытий.
- Выступает специализированным депозитарием ипотечного покрытия как по сделкам с присвоением рейтинга, так и с поручительством АО «ДОМ.РФ».
- На 31.12.2020 объем контролируемых ипотечных покрытий составляет более 340 млрд рублей.
- Осуществляет депозитарный учет и хранение закладных.

В 2020 году в партнерстве с АО «ДОМ.РФ» была проведена крупнейшая сделка на рынке секьюритизации ипотечных активов, составившая более 125 тысяч закладных на сумму свыше 190 млрд рублей. Всего в рамках проектов секьюритизации в 2020 году было проверено около 170 тысяч закладных.

АО ВТБ Специализированный депозитарий. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг от 29 апреля 2003 г. № 177-06595-000100 на осуществление депозитарной деятельности, лицензия от 25 ноября 1997 г. № 22-000-1-00005 на осуществление деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов.

Топ-25 крупнейших управляющих компаний по стоимости чистых активов (СЧА)*

№ п/п	Управляющая компания	СЧА фондов в управлении, млн руб.	Адрес	Телефон	Сайт
1	«Сбер Управление Активами»	207 454.14	121170, г. Москва, ул. Поклонная, д. 3, корп. 1	(495) 500-01-00	www.sberbank-am.ru
2	«ВТБ Капитал Управление активами»	168 430.77	123317, г. Москва, Пресненская наб., д. 10, 15-й этаж, пом. III	(495) 725-55-40	www.vtbcapital-am.ru
3	«Альфа-Капитал»	143 082.28	123001, г. Москва, Садовая-Кудринская ул., д. 32, стр. 1	(495) 797-31-52	www.alfacapital.ru
4	«Райффайзен Капитал»	66 840.46	119002, г. Москва, Смоленский бул., д. 28	(495) 777-99-98	www.raiffeisen-capital.ru
5	«Газпромбанк — Управление активами»	48 833.28	119049, г. Москва, ул. Коровий Вал, д. 7	(495) 980-40-58	www.gpb-am.ru
6	«РСХБ Управление Активами»	26 352.19	123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 10, стр. 2	(495) 660-47-65	www.rshb-am.ru
7	«Уралсиб»	19 379.15	119048, г. Москва, ул. Ефремова, д. 8	(495) 723-77-77	www.uralsib-am.ru
8	«Открытие»	17 909.88	115114, г. Москва, ул. Летниковская, д. 2, стр. 4	(495) 224-44-00	www.open.ru
9	«Тинькофф Капитал»	15 085.83	123060, г. Москва, 1-й Волоколамский проезд, д. 10, стр. 1	(495) 645-59-09	www.tinkoffcapital.ru
10	«Система Капитал»	14 367.5	119034, г. Москва, ул. Пречистенка, д. 17/9	(495) 228-15-05	www.sistema-capital.com
11	«Атон-менеджмент»	13 559.93	115035, г. Москва, Овчинниковская наб., д. 20, стр. 1	(495) 510-15-15	www.am-aton.ru
12	«Промсвязь»	9928.59	109240, Москва, ул. Николаямская, д. 13, стр. 1, этаж 5, комн. 1–31	(495) 662-40-92	www.upravlyaem.ru

№ п/п	Управляющая компания	СЧА фондов в управлении, млн руб.	Адрес	Телефон	Сайт
13	«Брокеркредитсервис»	9244.77	129110, г. Москва, пр. Мира, д. 69, стр. 1	(495) 785-55-44	www.bcs.ru
14	«ТРАНСФИНГРУП»	6184.82	107078, г. Москва, ул. Маши Порываевой, д. 34, пом. II	(495) 772-97-42	www.tfg.ru
15	«МКБ Инвестиции»	4935.87	119021, г. Москва, Зубовский бул., д. 11А этаж 11, пом. I, комн. 1	(495) 777-29-64	www.mkb-broker.ru
16	«Арикапитал»	2705.48	115035, г. Москва, ул. Садовническая, д. 82, стр. 2	(495) 225-93-77	www.aricapital.ru
17	«БСПБ Капитал»	2601.09	195112, г. Санкт-Петербург, Малоохтинский пр., д. 64, лит. Б, пом. 17Н, комн. 28	(812) 320-53-72	www.bspbcapital.ru
18	«ТКБ Инвестмент Партнерс»	2274.61	191119, г. Санкт-Петербург, ул. Марата, д. 69-71, лит. А	(812) 332-73-32	www.tkbip.ru
19	«Ингосстрах-Инвестиции»	1811.68	115035, г. Москва, ул. Пятницкая, д. 12, стр. 2	(495) 720-48-98	www.ingosinvest.ru
20	«Арсасера»	1303.08	194021, г. Санкт-Петербург, ул. Шателена, д. 26А, бизнес-центр «Ренессанс», 8-й этаж	(812)-313-05-30	www.arsagera.ru
21	«Апрель Капитал»	675.14	123317, г. Москва, Пресненская наб., д. 12	(495) 668-55-66	www.april-capital.ru
22	«ЭСЗ Управление активами»	655.38	101000, г. Москва, ул. Чаплыгина, д. 11, пом. 2.5	(495) 793-09-53	www.am-ese.ru
23	«ВЕЛЕС Менеджмент»	603.1	123610, г. Москва, Краснопресненская наб., д. 12, подъезд 7, 5-й этаж, пом. 514	(495) 967-09-13	www.veles-management.ru
24	«Ак Барс Капитал»	464.51	420124, Республика Татарстан, г. Казань, ул. Меридианная, д. 1А	(843) 518-66-77	www.akbars-capital.ru
25	«СОЛИД Менеджмент»	386.49	125284, Москва, Хорошевское шоссе, д. 32А, этаж 6, офис 607	(495) 228-70-15	www.solid-mn.ru

* По данным Investfunds.ru на 29.01.2021



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 ФОБС России от 06.11.2001 № 21-000-1-00952 на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными 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 организованы 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 – Валютные еврооблигации» (Правила Фонда зарегистрированы ФОБС России 16.01.2004, № 0174-71670239), ОПИФ рыночных финансовых инструментов «ТФГ – Рублевые облигации» (Правила Фонда зарегистрированы ФСФР России 28.09.2006, № 0426-94123756), ОПИФ рыночных финансовых инструментов «ТФГ – Российские акции» (Правила Фонда зарегистрированы Банком России за № 2347 от 08.11.2014).

Стоимость 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 Фондах и ознакомиться с Правилами доверительного управления Фондом, с иными документами, предусмотренными Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» и нормативными актами в сфере финансовых рынков, можно по адресу: 107078, 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](http://tfg.ru); у агентов по продаже и погашению инвестиционных паев открытых паевых инвестиционных фондов (за список агентов можно ознакомиться на сайте Управляющей компании <http://tfg.ru>) (за исключением фондов, инвестиционные паев которых организованы в обороте).




SIBONDS AWARDS 2017-2019
ЛУЧШИЙ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЙ
ИНВЕСТОР НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ



ПРЕМИЯ «INVESTFUNDS AWARDS»
«ЛУЧШИЙ ПИФ ОБЛИГАЦИЙ – 2018»



ФИНАНСОВАЯ ЭЛИТА РОССИИ 2018
КОМПАНИЯ ГОДА В СФЕРЕ
УПРАВЛЕНИЯ ОПИФ



ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2021

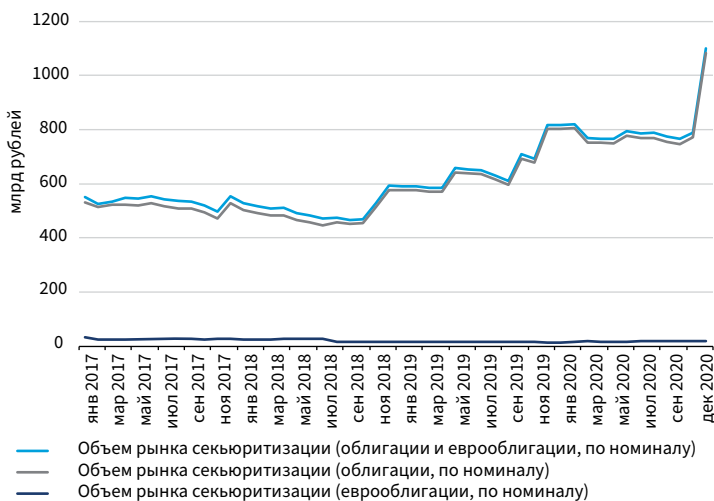
Приложение 2

Статистика рынка



Рисунок 1
Объем новых размещений на внутреннем рынке секьюритизации и ИЦБ
Источник: Cbonds.ru

Рисунок 2
Объем рынка секьюритизации
Источник: Cbonds.ru



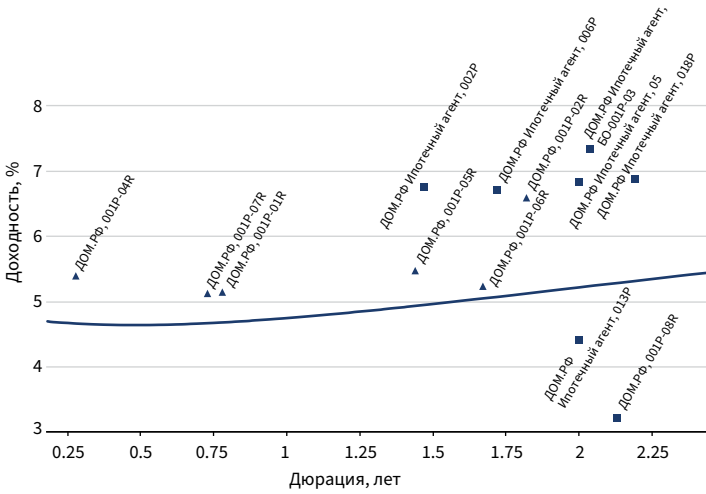


Рисунок 3
Карта доходности на рынке секьюритизации, обеспеченных и ипотечных облигаций, на 5 марта 2021 года
Источник: Cbonds.ru

Рисунок 4
Крупнейшие originаторы по объему секьюритизированных активов (по непогашенному номиналу)
Источник: Cbonds.ru

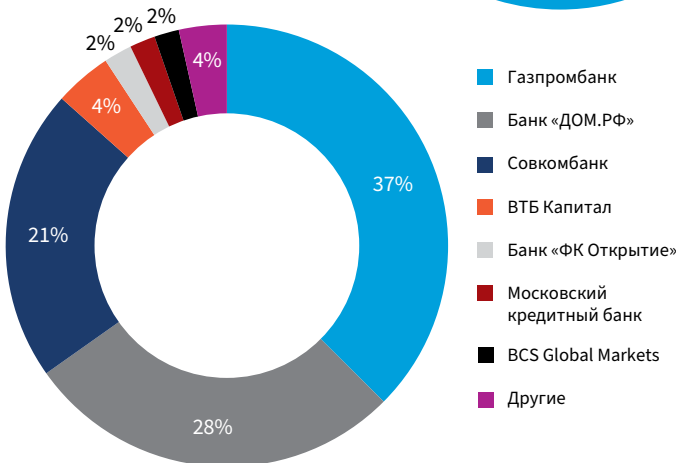
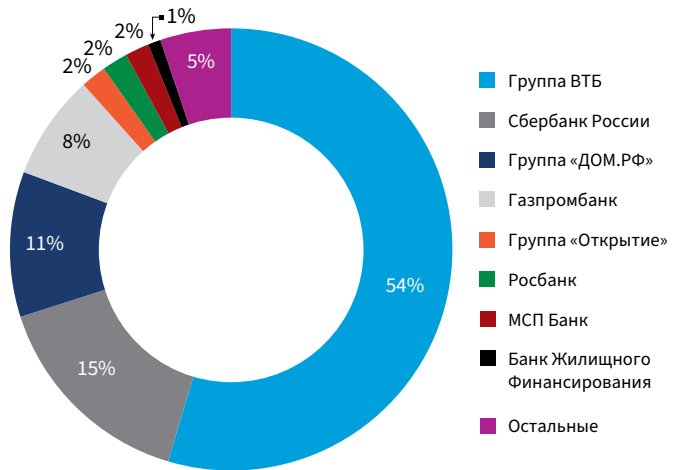


Рисунок 5
Крупнейшие организаторы по объему размещения облигаций на рынке секьюритизации в 2020 году
Источник: Cbonds.ru

Таблица 1. Сделки секьюритизации* на российском долговом рынке

Источник: Cbonds

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы
Группа ВТБ (Ваа3/BBB-/Withdrawn-/ruAAA**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 002P	48 197.8	9979.8	07.12.2017	28.04.2046	11.5	-/-	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 006P	74 263.8	34 720.5	26.11.2018	28.05.2048	9.95	-/-	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 009P	72 973.5	41 897.7	29.05.2019	05.04.2029	9.5	-/-	Банк «ДОМ.РФ», ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 010P	95 652.8	58 857.1	30.10.2019	28.09.2049	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 013P	96 608.1	62 998.1	25.12.2019	07.05.2050	8.61	-/-	ВТБ Капитал, Совкомбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 09	191 455.7	191 455.7	21.12.2020	28.06.2051	7.9	-/-	ВТБ Капитал
Итого	579 151.7	399 909.1					
Группа «ДОМ.РФ» (Ваа3/NR/BBB/AAA(RU)/ruAAA**)							
Ипотечный агент АИЖК 2011-1, класс А1/11	2258.0	37.7	21.12.2011	15.02.2044	9	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2011-1, класс А2/11	1129.0	18.8	21.12.2011	15.02.2044	3	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2011-1, класс Б/11	377.6	377.6	21.12.2011	15.02.2044	Определяет эмитент	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2011-1, класс А1/12	3175.0	211.0	28.11.2012	25.05.2045	9	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2011-1, класс А2/12	1587.0	105.5	28.11.2012	25.05.2045	3	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2011-1, класс Б/12	530.2	530.2	28.11.2012	25.05.2045	Определяет эмитент	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2013-1, класс А2	4978.0	1893.0	27.08.2013	09.09.2045	9	-/-	Sberbank CIB
Ипотечный агент АИЖК 2013-1, класс Б	967.0	967.0	27.08.2013	09.09.2045	Определяет эмитент	-/-	Sberbank CIB
Ипотечный агент АИЖК 2011-1, класс А1/13	3263.0	295.1	12.12.2013	22.06.2046	9	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2011-1, класс А2/13	1631.0	147.5	12.12.2013	22.06.2046	3	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2011-1, класс Б/13	546.0	546.0	12.12.2013	22.06.2046	Определяет эмитент	-/-	ВЭБ Капитал
Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012, класс А	2614.7	154.8	24.12.2013	11.08.2046	8.75	-/-	Райффайзенбанк
Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012, класс Б	82.9	82.9	24.12.2013	11.08.2046	11	-/-	Райффайзенбанк
Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012, класс В1	68.1	68.1	24.12.2013	11.08.2046	Определяет эмитент	-/-	Райффайзенбанк
Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012, класс В2	97.8	97.8	24.12.2013	11.08.2046	Определяет эмитент	-/-	Райффайзенбанк
Восточно-Сибирский ипотечный агент 2012, класс В3	133.9	133.9	24.12.2013	11.08.2046	Определяет эмитент	-/-	Райффайзенбанк

* Приведены сделки с активным статусом на 31.01.2021, данные сгруппированы по оригинатору и упорядочены по дате размещения.

** М / S&P / F / АКРА / «Эксперт РА».

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы
Ипотечный агент АИЖК 2014-1, класс А3	6323.0	2627.5	25.03.2014	11.06.2046	8.5	-/-	Sberbank CIB
Ипотечный агент АИЖК 2014-1, класс Б	669.6	669.6	25.03.2014	11.06.2046	Определяет эмитент	-/-	Sberbank CIB
Ипотечный агент АИЖК 2014-3, класс А1	3019.0	417.5	08.12.2014	16.06.2047	9	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2014-3, класс А2	1509.0	208.7	08.12.2014	16.06.2047	3	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2014-3, класс Б	505.2	505.2	08.12.2014	16.06.2047	Определяет эмитент	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент АИЖК 2014-2, класс А3	6459.0	4286.3	17.02.2015	13.06.2047	10.5	-/-	Газпромбанк
Ипотечный агент АИЖК 2014-2, класс Б	684.8	684.8	17.02.2015	13.06.2047	Определяет эмитент	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 008Р	5215.1	2675.1	25.12.2018	28.12.2044	9.28	-/-	
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 015Р	16 252.7	13 549.7	18.06.2020	28.05.2049	5.9	-/-	Банк «ДОМ.РФ», Совкомбанк, ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 014Р	6652.6	5706.0	26.06.2020	28.05.2047	5.75	-/-	Банк «ДОМ.РФ»
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 018Р	14 018.9	14 018.9	19.11.2020	28.02.2051	5.85	-/-	Банк «ДОМ.РФ», Совкомбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 08	16 540.1	16 540.1	10.12.2020	28.12.2049	6	-/-	Банк «ДОМ.РФ», Совкомбанк, Московский кредитный банк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 07	10 206.3	10 206.3	18.12.2020	28.11.2050	6.05	-/-	Банк «ДОМ.РФ», Совкомбанк, Московский кредитный банк
Итого	111 494.4	77 762.4					
Банк жилищного финансирования (-/-/Withdrawn/-/ruB**)							
Ипотечный агент Санрайз-2, класс Б	59.0	39.1	23.06.2014	28.02.2046	11.5	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент Санрайз-2, класс В	117.9	117.9	23.06.2014	28.02.2046	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент Санрайз-1, класс Б	60.9	26.5	26.06.2014	28.07.2044	11.5	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент Санрайз-1, класс В	121.8	121.8	26.06.2014	28.07.2044	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент Пульсар-2, класс А	1345.4	44.6	17.06.2015	03.01.2038	9.25	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент Пульсар-2, класс Б	201.0	201.0	17.06.2015	03.01.2038	12.08	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент Пульсар-1, класс А	1760.0	99.1	24.06.2015	25.04.2045	9	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент Пульсар-1, класс Б	263.0	263.0	24.06.2015	25.04.2045	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент Вега-1, класс А	1451.2	124.9	15.06.2016	26.06.2041	10.75	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент Вега-1, класс Б	80.6	80.6	15.06.2016	26.06.2041	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы
Ипотечный агент Вега-1, класс В	80.6	80.6	15.06.2016	26.06.2041	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент Вега-2, класс А	1761.4	162.2	15.06.2016	26.08.2040	10.75	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент Вега-2, класс Б	97.9	97.9	15.06.2016	26.08.2040	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент Вега-2, класс В	97.9	97.9	15.06.2016	26.08.2040	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 01	2108.6	446.7	28.12.2016	28.12.2039	Определяет эмитент	-/-	Газпромбанк
Ипотечный агент Пульсар-1, класс М	13.0	13.0	14.03.2017	25.04.2045	Определяет эмитент	-/-	
Ипотечный агент Пульсар-2, класс М	9.6	9.6	14.03.2017	03.01.2038	13.26	-/-	
Ипотечный Агент Вега-1, класс М	12.7	12.7	14.03.2017	26.06.2041	Определяет эмитент	-/-	
Ипотечный Агент Вега-2, класс М	16.1	16.1	14.03.2017	26.08.2040	Определяет эмитент	-/-	
Ипотечный агент Санрайз-1, класс М	5.8	5.8	24.03.2017	28.07.2044	Определяет эмитент	-/-	
Ипотечный агент Санрайз-2, класс М	5.7	5.7	24.03.2017	28.02.2046	Определяет эмитент	-/-	
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 02	1384.8	358.3	31.05.2017	28.03.2041 (31.05.2022)	Определяет эмитент	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 03	1957.9	483.1	26.12.2017	28.10.2037	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 004Р	4751.3	1907.5	08.10.2018	28.09.2047	8.3	-/-	Банк «ДОМ.РФ»
СФО «Корсар-4», 01	325.2	295.0	08.10.2018	25.04.2045	Определяет эмитент	-/-	
СФО «Корсар-2», 01	548.5	548.5	н/д	н/д	Определяет эмитент	-/-	
СФО «Корсар», 01	610.0	294.4	н/д	н/д	Определяет эмитент	-/-	
СФО «Корсар-3», 01	296.3	296.3	н/д	н/д	Определяет эмитент	-/-	
СФО «Пандора-1», 01	600.0	289.2	н/д	н/д	Определяет эмитент	-/-	
СФО «Пандора-2», 01	600.0	288.9	н/д	н/д	Определяет эмитент	-/-	
Итого	20 744.1	6828.0					
Сбербанк России (Ваа3/-/BBB/AAA(RU)/-**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 001Р	49 999.8	20 870.4	26.05.2017	28.09.2049	Определяет эмитент	-/-	Sberbank CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 007Р	46 088.5	28 562.9	21.12.2018	28.06.2048	Определяет эмитент	-/-	Sberbank CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 012Р	24 085.6	17 289.9	13.12.2019	28.07.2049	Определяет эмитент	-/-	Sberbank CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 016Р	1035.6	837.4	17.07.2020	28.07.2050	Определяет эмитент	-/-	Sberbank CIB
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-06	45 718.9	45 718.9	24.12.2020	28.05.2051	Определяет эмитент	-/-	Sber CIB
Итого	166 928.5	113 279.6					

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы
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	-/-	Банк «ФК Открытие»
Ипотечный агент ХМБ-2, класс А	4392.0	589.3	08.12.2014	01.07.2047	9	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент ХМБ-2, класс Б	2196.0	294.6	08.12.2014	01.07.2047	3	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент ХМБ-2, класс В	732.0	732.0	08.12.2014	01.07.2047	Определяет эмитент	-/-	ВЭБ Капитал
Итого	19 320.0	13 615.9					
Росбанк (Baa3/NR/BBB/ruAAA/AAA(RU)**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 005Р	6187.8	2735.8	11.07.2018	28.04.2043	8	-/-	«ДельтаКредит»
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 05	7207.0	5238.2	18.03.2020	28.04.2045	6.5	-/-	Банк «ДОМ.РФ»
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 06	5825.2	5825.2	11.12.2020	28.10.2045	6.05	-/-	Банк «ДОМ.РФ»
Итого	19 220.0	13 799.2					
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1 (-/-/-/-)**)							
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс А	2274.5	419.4	31.03.2015	20.08.2047	8.75	-/-	АИЖК
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс А/4	2127.0	377.6	29.04.2016	17.11.2045	11	-/-	АИЖК
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс Б/4	111.9	111.9	29.04.2016	17.11.2045	Определяет эмитент	-/-	АИЖК
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс Б1	104.7	104.7	31.03.2015	20.08.2047	Определяет эмитент	-/-	АИЖК
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс Б1/3	563.0	499.8	30.09.2015	24.12.2047	Определяет эмитент	-/-	АИЖК
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс Б2	66.0	66.0	31.03.2015	20.08.2047	Определяет эмитент	-/-	АИЖК
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс Б2/3	175.0	148.1	30.09.2015	24.12.2047	Определяет эмитент	-/-	АИЖК
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс Б3	24.8	24.8	31.03.2015	20.08.2047	Определяет эмитент	-/-	АИЖК
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс Б3/3	494.0	379.2	30.09.2015	24.12.2047	Определяет эмитент	-/-	АИЖК
Мультиоригинаторный ипотечный агент 1, класс М	11.1	11.1	07.06.2017	24.12.2047	Определяет эмитент	-/-	АИЖК
Итого	5952.0	2142.6					
Мультиоригинаторный ипотечный агент 2 (-/-/-/-)**)							
Мультиоригинаторный ипотечный агент 2, класс А	2805.8	244.4	24.03.2016	15.12.2043	10.3	-/-	АИЖК
Мультиоригинаторный ипотечный агент 2, класс Б1	94.1	94.1	24.03.2016	15.12.2043	Определяет эмитент	-/-	АИЖК
Мультиоригинаторный ипотечный агент 2, класс Б2	282.7	282.7	24.03.2016	15.12.2043	Определяет эмитент	-/-	АИЖК
Мультиоригинаторный ипотечный агент 2, класс М	18.4	18.4	28.04.2017	15.12.2043	Определяет эмитент	-/-	АИЖК
Итого	3201.0	639.6					

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы
Банк Возрождение (Ba1/NR/-/A(RU)/ruA-**)							
Ипотечный агент Возрождение 4, класс А	3000.0	15.3	03.06.2015	27.01.2048	9	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент Возрождение 5, класс А	4100.0	271.5	11.05.2017	28.08.2049 (28.07.2022)	9.25	-/-	ВТБ Капитал, Промсвязьбанк, Совкомбанк, ИФК «Солид»
Итого	7100.0	286.8					
Газпромбанк (Ba1/BB+/BBB-/AA+(RU)/ruAA+**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 017Р	7244.7	7244.7	30.10.2020	28.11.2050	5.2	-/-	Газпромбанк
ДОМ.РФ Ипотечный агент, БО-001Р-05	49 087.0	49 087.0	25.12.2020	28.03.2051	6.4	-/-	Газпромбанк
Итого	56 331.7	56 331.7					
МСП Банк (Ba2/NR/-/A+(RU)/ruA+**)							
СФО МОС МСП 2, класс А	4200.0	770.4	12.12.2019	26.11.2033	6.75	-/-	Совкомбанк
СФО МОС МСП 3, класс А	5800.0	1908.2	13.12.2019	26.11.2033	6.7	-/-	МСП Банк, Совкомбанк, BCS Global Markets, Промсвязьбанк
СФО МОС МСП 5, класс А	4000.0	4000.0	03.11.2020	26.11.2034	5.85	-/-	МСП Банк, Совкомбанк, Газпромбанк, ВТБ Капитал, BCS Global Markets, БК «Регион»
СФО МОС МСП 6, класс А	6200.0	6200.0	15.10.2020	26.05.2033	5.83	-/-	МСП Банк, Совкомбанк, Газпромбанк, ВТБ Капитал, БК «Регион», BCS Global Markets
Итого	20 200.0	12 878.6					
Ак Барс Банк (B1/-/Withdrawn/A-(RU)/ruA-**)							
Ипотечный агент АкБарс2, класс А	10 308.9	1286.0	22.01.2016	15.10.2047 (15.04.2021)	10	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент АкБарс2, класс Б	896.4	896.4	22.01.2016	15.10.2047 (15.04.2021)	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
Итого	11 205.3	2182.5					
Банк «Союз» (Withdrawn/B+/-/BBB-(RU)/-**)							
Ипотечный агент СОЮЗ-1, класс А	3091.9	23.3	26.01.2015	28.12.2041	11	-/-	ВЭБ Капитал
Ипотечный агент СОЮЗ-1, класс Б	545.6	545.6	26.01.2015	28.12.2041	Определяет эмитент	-/-	ВЭБ Капитал
Итого	3637.5	569.0					
Райффайзенбанк (Baа3/BBB-/BBB/AAA(RU)/ruAAA**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 003Р	7557.0	1454.5	20.12.2017	28.04.2042	Определяет эмитент	-/-	
Итого	7557.0	1454.5					

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы
Металлинвестбанк (B1/-/-/A-(RU)/Withdrawn**)							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 011Р	4923.7	3157.0	25.10.2019	28.01.2050	7.1	-/-	Металл-инвестбанк
Итого	4923.7	3157.0					
Национальная фабрика ипотеки (-/-/-/-)**							
ДОМ.РФ Ипотечный агент, 04	2663.5	1942.4	27.12.2019	28.05.2040	6.5	-/-	
Итого	2663.5	1942.4					
Абсолют Банк (B2/-/Withdrawn/-/ruBBB-**)							
Ипотечный агент Абсолют 5, 01	4024.4	2707.8	06.08.2020	12.12.2052	6.35	AAA(ru.sf)	Райффайзенбанк, Абсолют Банк, BCS Global Markets
Итого	4024.4	2707.8					
Банк «Санкт-Петербург» (Ba3/-/BB/A(RU)/ruA+**)							
Ипотечный агент БСПБ 2, 01	7547.0	2697.9	03.12.2018	10.12.2045 (10.12.2023)	9.35	AAA(ru.sf)	ВТБ Капитал, БК «Регион», Совкомбанк
Итого	7547.0	2697.9					
МТС-Банк (Withdrawn/-/BB/-/ruBBB+**)							
Ипотечный агент МТСБ, класс Б	858.2	577.3	27.06.2014	26.11.2041	Определяет эмитент	-/-	Sberbank CIB
Итого	858.2	577.3					
Совкомбанк (Ba1/BB/BB+/A+(RU)/ruA+**)							
СФО СФИ, 02	1000.0	1000.0	18.08.2020	18.08.2023 (15.01.2022)	8.75	-/-	Совкомбанк
Итого	1000.0	1000.0					
Азиатско-Тихоокеанский Банк (Withdrawn/-/B/BBB(RU)/Withdrawn**)							
СФО АТБ 2, 01	1390.0	256.4	15.12.2016	24.12.2047	5	-/-	Азиатско-Тихоокеанский банк
Итого	1390.0	256.4					
Санкт-Петербургский центр доступного жилья (-/-/-/-)**							
Ипотечный агент ПСПБ, класс А	1878.9	129.8	24.12.2013	15.07.2041 (15.07.2021)	8.5	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент ПСПБ, класс Б	208.8	208.8	24.12.2013	15.07.2041	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
Итого	2087.7	338.6					
«Солар Системс» (-/-/-/-)**							
СФО «Русол 1», класс А	4700.0	4467.5	13.02.2020	15.02.2031	9.09	A+(RU)	Совкомбанк
СФО «Русол 1», класс Б	900.0	860.1	13.02.2020	15.02.2031	13.09	BBB+(RU)	Совкомбанк, BCS Global Markets
СФО «Русол 1», класс В	100.0	98.5	14.02.2020	15.02.2031	15.59	-/-	Совкомбанк
Итого	5700.0	5426.1					
Группа «ВИС» (-/-/-/A(RU)/-**)							
СФО Социального развития, класс А	3216.1	2998.9	30.06.2020	08.01.2027 (01.01.2024)	10.21	-/-	BCS Global Markets, Банк «ФК Открытие», Совкомбанк, Банк «ДОМ.РФ»
СФО Социального развития, класс Б	1798.5	1677.1	30.06.2020	08.01.2027 (01.01.2024)	16.31	-/-	BCS Global Markets, Банк «ФК Открытие», Совкомбанк

Эмиссия, транши секьюритизации	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (АКРА / «Эксперт РА»)	Организаторы
СФО Социального развития, класс М	560.0	557.8	30.06.2020	08.01.2027 (01.01.2024)	Определяет эмитент	-/-	
Итого	5574.6	5233.8					
Другие оригинаторы							
Ипотечный агент ТФБ1, класс А	2382.8	185.8	16.01.2015	26.03.2047	11	-/-	Sberbank CIB
Ипотечный агент ТФБ1, класс Б	132.8	132.8	16.01.2015	26.03.2047	11.5	-/-	Sberbank CIB
Ипотечный агент ТФБ1, класс В	140.8	140.8	16.01.2015	26.03.2047	Определяет эмитент	-/-	Sberbank CIB
Ипотечный агент ДВИЦ-1, класс Б	526.5	517.6	25.03.2015	07.11.2047 (07.02.2021)	Определяет эмитент	-/-	Райффайзен-банк, АИЖК
Ипотечный агент ИНТЕХ, класс Б	216.2	177.8	27.03.2015	04.05.2045	Определяет эмитент	-/-	ИнтехБанк, АИЖК
Ипотечный агент Надежный дом-1, класс Б	318.1	228.0	08.10.2015	15.03.2046	Определяет эмитент	-/-	
Ипотечный агент ВТБ — БМ 2, класс А	6649.2	551.2	28.03.2016	02.03.2051 (02.03.2021)	9.25	-/-	ВТБ Капитал
Ипотечный агент ВТБ — БМ 2, класс Б	37.4	37.4	28.03.2016	02.03.2051	Определяет эмитент	-/-	ВТБ Капитал
СФО «Локосервис финанс», 01	9000.0	4373.0	26.06.2017	20.06.2027	8.68	-/-	Альфа-Банк
СФО «Аккорд Финанс», класс А	400.0	400.0	18.02.2020	12.02.2024	10	-/-	ТРИНФИКО, Банк «Держава»
СФО «Аккорд Финанс», класс Б	5.0	5.0	19.02.2020	07.02.2028	0.2	-/-	ТРИНФИКО, Банк «Держава»
СФО «ИнвестКредит Финанс», класс Б	5.0	5.0	24.03.2020	12.03.2030	0.4	-/-	ТРИНФИКО, Банк «Держава»
СФО «ИнвестКредит Финанс», класс А	900.0	407.2	27.03.2020	19.03.2024	10	-/-	ТРИНФИКО, Банк «Держава»
СФО «Западный проект», 01	35.0	35.0	30.09.2020	22.09.2025	13	-/-	
СФО «Т-Финанс», класс А	150.0	150.0	12.01.2021	07.01.2025	10	-/-	ТРИНФИКО, Банк «Держава»
СФО «Т-Финанс», класс Б	5.0	5.0	13.01.2021	02.01.2029	0.1	-/-	ТРИНФИКО, Банк «Держава»
Итого	20 903.8	7351.6					
Итого в обращении	1 088 716.2	732 368.3					

Таблица 2. Сделки секьюритизации* российских компаний на международном долговом рынке

Источник: Cbonds

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
Бинбанк, 11.0% 15dec2052, RUB (Z, ABS)	1005.65	920.40	RUB	28.12.2007	15.12.2052	11.0	Ипотека	Bayerische Hypo- and Vereinsbank AG и UBS Limited
ВТБ Капитал, FRN 21apr2040, EUR (ABS)	300.0	189.01	EUR	21.04.2010	21.04.2040		Н/д	АО «ВТБ Капитал»
Итого, \$ млн	375.22	240.17						

* Приведены сделки с активным статусом на 31.01.2021, данные упорядочены по дате размещения.

Таблица 3. Обеспеченные и ипотечные облигации* на российском долговом рынке (без учета сделок секьюритизации)

Источник: Cbonds

Эмиссия	Объем эмиссии, млн руб.	Объем по непогаш. номиналу, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения (оферты)	Текущая ставка купона, %	Кредитный рейтинг эмиссии (M/S&P/F)	Организаторы
Группа «ДОМ.РФ» (ВааЗ/NR/BBB/AAA(RU)/ruAAA**)							
ДОМ.РФ, 14	7000.0	7000.0	27.08.2009	15.05.2023	6.75	ВааЗ/-/BBB	Райффайзенбанк, Ситибанк, ТрансКредитБанк, Банк Москвы, Сбербанк России
ДОМ.РФ, 15	7000.0	7000.0	27.08.2009	15.09.2028	6.75	ВааЗ/-/BBB	Райффайзенбанк, Ситибанк, ТрансКредитБанк, Банк Москвы, Сбербанк России
ДОМ.РФ, 16	10 000.0	1000.0	30.06.2010	15.09.2021	8.25	ВааЗ/-/BBB	ВЭБ Капитал, Райффайзенбанк, «Ренессанс Капитал», ТрансКредитБанк
ДОМ.РФ, 17	8000.0	2800.0	09.02.2011	15.04.2022	9.05	ВааЗ/-/BBB	Райффайзенбанк, «Ренессанс Капитал», ВЭБ Капитал, ТрансКредитБанк
ДОМ.РФ, 18	7000.0	4900.0	05.04.2011	15.07.2023 (19.04.2021)	4.75	ВааЗ/-/BBB	ВТБ Капитал, Sberbank CIB
ДОМ.РФ, 24	6000.0	6000.0	05.12.2012	01.11.2022 (03.02.2021)	4.30	ВааЗ/-/BBB	Sberbank CIB, ВЭБ Капитал
ДОМ.РФ, 25	6000.0	6000.0	29.04.2013	01.10.2026 (05.04.2021)	4.75	ВааЗ/-/BBB	ВТБ Капитал, Газпромбанк
ДОМ.РФ, 26	6000.0	6000.0	25.06.2013	01.11.2029 (03.02.2021)	4.30	ВааЗ/-/BBB	ВТБ Капитал, Газпромбанк
ДОМ.РФ, 30	6000.0	6000.0	28.04.2014	01.03.2033 (03.12.2021)	5.05	ВааЗ/-/BBB	Райффайзенбанк, Sberbank CIB
ДОМ.РФ, 31	7000.0	7000.0	13.01.2015	01.02.2034 (03.02.2021)	0.05	ВааЗ/-/BBB	ВТБ Капитал, Газпромбанк
Итого	70 000.0	53 700.0					
Росбанк (ВааЗ/NR/BBB/ruAAA/AAA(RU)**)							
Росбанк, 14-ИП	5000.0	3250.0	27.03.2014	27.03.2024	12.00	ВааЗ/-/-	Росбанк
Росбанк, 13-ИП	7000.0	7000.0	01.10.2014	01.10.2024 (22.10.2021)	9.65	Withdrawn/-/-	Росбанк
Росбанк, 15-ИП	5000.0	4687.5	10.10.2014	10.10.2024	11.92		Росбанк
Росбанк, 18-ИП	7000.0	7000.0	24.11.2016	24.11.2021	10.29		Росбанк
Росбанк, 19-ИП	7000.0	7000.0	28.12.2017	28.12.2022	7.82		Росбанк
Итого	31 000.0	28 937.5					
Газпромбанк (Ва1/BB+/BBB-/AA+(RU)/ruAA+**)							
Газпромбанк, 2-ИП	15 000.0	15 000.0	26.02.2016	19.02.2021	6.29		Газпромбанк
Итого	15 000.0	15 000.0					
Итого в обращении	116 000.0	97 637.5					

Таблица 4. Дефолты по сделкам секьюритизации*

Бумага	Вид обязательства	Планируемая дата исполнения	Дата исполнения в рамках технического дефолта	Статус	Объем невыполненных обязательств, млн	Объем эмиссии, млн	Валюта	Причина дефолта
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.09.2020	01.10.2020	Дефолт	127.0	10 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
Ипотечный агент Московский, 01	Купон	17.03.2020	31.03.2020	Дефолт	125.6	10 000.0	RUB	Отсутствие денежных средств
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 31.01.2021.

Нормативное регулирование в 2020 году

МАРТ 2020

Банк России включил 8 выпусков ИЦБ ДОМ.РФ в Ломбардный список и в состав обеспечения по операциям РЕПО.

Тогда же Банк России выделил самостоятельный лимит для ипотечных облигаций в размере 5% от активов при размещении средств пенсионных накоплений и пенсионных резервов НПФ.

ОКТАБРЬ 2020

Принято Постановление Правительства от 13.10.2020 №1680, предусматривающее существенное расширение инвесторской базы ИЦБ ДОМ.РФ. Постановлением выделены лимиты для инвестирования в ИЦБ ДОМ.РФ средств пенсионных накоплений, которыми управляет государственная управляющая ком-

пания ВЭБ.РФ, накоплений для жилищного обеспечения военнослужащих, а также временно свободных средств государственных компаний и корпораций.

Постановление Правительства от 13.10.2020 №1679 также предусматривает возможность осуществления Федеральным казначейством операций покупки (продажи) ИЦБ ДОМ.РФ по договорам РЕПО в рамках управления остатками средств на едином счете федерального бюджета.

ДЕКАБРЬ 2020

Банк России опубликовал проект изменений в порядок расчета банковских нормативов ликвидности 421-П, позволяющих включать ипотечные облигации ДОМ.РФ в состав высоколиквидных активов (ВЛА) уровня ВЛА-2А.

Источник: Обзор рынка ипотечных облигаций в 2020 году, ДОМ.РФ

Сделки 2020 года

Класс активов: ипотека

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 05

Оригинатор / сервисный агент: Росбанк
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 7.21 млрд руб.
 Ставка купона: 6.5% годовых
 Дата размещения: 18.03.2020
 Дата погашения: 28.04.2045
 Организатор: Банк «ДОМ.РФ»
 Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 2
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 205.07%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 3957
 География активов: Московская область (27%), Москва (22%), Санкт-Петербург (16%), всего 55 субъектов РФ
 Гос. рег. номер / ISIN: 4-05-00307-R-001P / RU000A101JD7

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 015P

Оригинатор / сервисный агент / поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 16.25 млрд руб.
 Ставка купона: 5.9% годовых
 Дата размещения: 18.06.2020
 Дата погашения: 28.05.2049
 Организаторы: Банк «ДОМ.РФ», ВТБ Капитал, Совкомбанк
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 15
 Специализированный депозитарий: Газпромбанк
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 170.38%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 10 985
 География активов: Московская область (18%), Москва (18%), Нижегородская область (5%), всего 75 субъектов РФ
 Гос. рег. номер / ISIN: 4-15-00307-R-002P / RU000A101TD6

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 014P

Оригинатор / сервисный агент / поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 6.65 млрд руб.
 Ставка купона: 5.75% годовых
 Дата размещения: 26.06.2020
 Дата погашения: 28.05.2047
 Организатор: Банк «ДОМ.РФ»
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 2
 Специализированный депозитарий: Газпромбанк
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 172.44%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 7988
 География активов: Челябинская область (7%), Омская область (5%), Саратовская область (5%), Кемеровская область (4%), всего 81 субъект РФ
 Гос. рег. номер / ISIN: 4-14-00307-R-002P / RU000A101U95

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 016P

Оригинатор / сервисный агент / поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 1.04 млрд руб.
 Ставка купона: плавающая
 Дата размещения: 17.07.2020
 Дата погашения: 28.07.2050
 Организатор: Sber CIB
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Специализированный депозитарий: Рыночный Спецдепозитарий
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 188.05%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 1068
 География активов: Республика Дагестан (3%), Приморский край (3%), Республика Северная Осетия — Алания (3%), Московская область (3%), всего 80 субъектов РФ
 Гос. рег. номер / ISIN: 4-16-00307-R-002P / RU000A101X01

ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ АБСОЛЮТ 5, 01

Оригинатор / сервисный агент: Абсолют Банк
 Рейтинг: AAA(ru.sf) (АКРА)
 Объем сделки: 3 млрд руб. (объем эмиссии 4 млрд руб.)
 Ставка купона: 6.35% годовых
 Дата размещения: 06.08.2020
 Дата погашения: 12.12.2052
 Организаторы: Абсолют Банк, BCS Global Markets, Райффайзенбанк
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 6
 Юридический консультант: адвокатское бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»

Представитель владельцев облигаций: УК ТФГ
 Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 229.82%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 2222
 География активов: Московская область (25%), Москва (12%), Свердловская область (10%), Челябинская область (9%), всего 24 региона РФ
 Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00542-R / RU000A101ZU7

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 017P

Оригинатор / сервисный агент: Газпромбанк
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 7.25 млрд руб.
 Ставка купона: 5.2% годовых
 Дата размещения: 30.10.2020
 Дата погашения: 28.11.2050
 Организатор: Газпромбанк
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
 Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 173.71%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 4100
 География активов: Московская область (12%), Москва (11%), Санкт-Петербург (8%), Республика Башкортостан (6%), всего 67 субъектов РФ
 Гос. рег. номер / ISIN: 4-17-00307-R-002P / RU000A102AP8

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, 018P

Оригинатор / сервисный агент: Банк «ДОМ.РФ»
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 14.02 млрд руб.
 Ставка купона: 5.85% годовых
 Дата размещения: 19.11.2020
 Дата погашения: 28.02.2051
 Организаторы: Банк «ДОМ.РФ», Совкомбанк
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 676
 Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 193.89%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 8937
 География активов: Москва (9%), Московская область (9%), Санкт-Петербург (8%), Свердловская область (6%), Самарская область (6%), всего 73 субъекта РФ
 Гос. рег. номер / ISIN: 4-17-00307-R-002P / RU000A102AP8

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001P-03

Оригинатор / сервисный агент / поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 16.54 млрд руб.
 Ставка купона: 6% годовых
 Дата размещения: 10.12.2020
 Дата погашения: 28.12.2049
 Организаторы: Банк «ДОМ.РФ», Московский кредитный банк, Совкомбанк
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 1099
 Специализированный депозитарий: Рыночный Спецдепозитарий
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 166.45%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 15 507
 География активов: Свердловская область (10%), Удмуртская Республика (7%), Новосибирская область (6%), Кемеровская область (6%), всего 70 субъектов РФ
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-03-00307-R-001P / RU000A102GD1

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001P-01

Оригинатор / сервисный агент: РОСБАНК
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 5.83 млрд руб.
 Ставка купона: 6.05% годовых
 Дата размещения: 11.12.2020
 Дата погашения: 28.10.2045
 Организатор: Банк «ДОМ.РФ»
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 4
 Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 209.06%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 2528
 География активов: Московская область (30%), Москва (26%), Санкт-Петербург (18%), Ленинградская область (5%), всего 32 субъекта РФ
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-01-00307-R-001P / RU000A102GV3

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001P-02

Оригинатор / сервисный агент: Банк «ДОМ.РФ»
 Поручитель: ДОМ.РФ
 Объем сделки: 10.21 млрд руб.
 Ставка купона: 6.05% годовых
 Дата размещения: 18.12.2020
 Дата погашения: 28.11.2050
 Организаторы: Банк «ДОМ.РФ», Московский кредитный банк, Совкомбанк
 Количество сделок на бирже в дату размещения: 461
 Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
 Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 191.07%
 Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 5643
 География активов: Москва (11%), Новосибирская область (5%), Республика Татарстан (5%), Красноярский край (5%), всего 74 субъекта РФ
 Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-02-00307-R-001P / RU000A102JB9

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-04

Оригинатор / сервисный агент: ВТБ
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 192 млрд руб.
Ставка купона: 7.9% годовых
Дата размещения: 21.12.2020
Дата погашения: 28.06.2051
Организатор: ВТБ Капитал
Количество сделок на бирже в дату размещения: 1

Специализированный депозитарий: ВТБ специализированный депозитарий
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 182.94%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 124 585
География активов: Москва (9%), Московская область (9%), Санкт-Петербург (6%), Свердловская область (5%), Новосибирская область (5%), всего 81 субъект РФ
Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-04-00307-R-001P / RU000A102K13

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-06

Оригинатор / сервисный агент: Сбербанк
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 45.72 млрд руб.
Ставка купона: плавающая
Дата размещения: 24.12.2020
Дата погашения: 28.05.2051
Организатор: Sber CIB
Количество сделок на бирже в дату размещения: 1
Специализированный депозитарий: Рыночный Спецдепозитарий
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 192.06%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 28 533
География активов: Московская область (13%), Москва (12%), Санкт-Петербург (7%), Краснодарский край (5%), всего 80 субъектов РФ
Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-06-00307-R-001P / RU000A102L53

ДОМ.РФ ИПОТЕЧНЫЙ АГЕНТ, БО-001Р-05

Оригинатор / сервисный агент: Газпромбанк
Поручитель: ДОМ.РФ
Объем сделки: 49.09 млрд руб.
Ставка купона: 6.4% годовых
Дата размещения: 25.12.2020
Дата погашения: 28.03.2051
Организатор: Газпромбанк
Количество сделок на бирже в дату размещения: 2
Специализированный депозитарий: ДК «Регион»
Отношение ипотечного покрытия к сумме обязательств по облигациям на дату утверждения проспекта: 171.15%
Количество кредитов в ипотечном покрытии на дату утверждения проспекта: 31 867
География активов: Москва (12%), Санкт-Петербург (7%), Красноярский край (8%), Ямало-Ненецкий АО (7%), Московская область (7%), всего 74 субъекта РФ
Гос. рег. номер / ISIN: 4B02-05-00307-R-001P / RU000A102L87

Класс активов: кредиты МСБ**СФО МОС МСП 6, КЛАСС А**

Оригинатор / сервисный агент: МСП Банк
Поручитель: Корпорация МСП
Объем сделки: 6.2 млрд руб.
Ставка купона: 5.83% годовых
Дата размещения: 15.10.2020
Дата погашения: 26.05.2033
Организаторы: БК «Регион», BCS Global Markets, ВТБ Капитал, Газпромбанк, МСП Банк, Совкомбанк
Количество сделок на бирже в дату размещения: 446
Юридический консультант: Baker McKenzie
Представитель владельцев облигаций / Ответственный хранитель: «Регион Финанс»
Количество кредитов в портфеле по данным премаркетинговых материалов: 221
Ориентировочный размер рефинансируемого портфеля кредитов: 7.75 млрд руб.
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00569-R / RU000A1028R5

СФО МОС МСП 5, КЛАСС А

Оригинатор / сервисный агент: МСП Банк
Поручитель: Корпорация МСП
Рейтинг: ruAAA.sf («Эксперт РА»)
Объем сделки: 4 млрд руб.
Ставка купона: 5.85% годовых
Дата размещения: 03.11.2020
Дата погашения: 26.11.2034
Организаторы: БК «Регион», BCS Global Markets, ВТБ Капитал, Газпромбанк, МСП Банк, Совкомбанк
Количество сделок на бирже в дату размещения: 37
Юридический консультант: Baker McKenzie
Представитель владельцев облигаций / Ответственный хранитель: «Регион Финанс»
Количество кредитов в портфеле по данным премаркетинговых материалов: 111
Ориентировочный размер рефинансируемого портфеля кредитов: 5.72 млрд руб.
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00568-R / RU000A102B71

Класс активов: просроченная задолженность

СФО «АККОРД ФИНАНС», КЛАССЫ А, Б

Оригинатор: Банк «Траст» / ФАСП
Сервисный агент: ФАСП
Объем сделки: 400 млн руб. (класс А), 5 млн руб. (класс Б)
Ставка купона: 10% годовых (класс А), 0,2% годовых (класс Б)
Дата размещения: 17.02.2020
Дата погашения: 12.02.2024 (класс А), 07.02.2028 (класс Б)
Организаторы: Банк «Держава», ТРИНФИКО
Количество сделок на бирже в дату размещения: 3 (класс А)
Представитель владельцев облигаций:
 «Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез»
Размер денежных требований по кредитным договорам на дату утверждения проспекта: не менее 11 млрд руб.
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00536-R / RU000A101F11 (класс А), 4-02-00536-R / RU000A101F37 (класс Б)

СФО «ИНВЕСТКРЕДИТ ФИНАНС», КЛАССЫ А, Б

Оригинаторы: Связной Банк, Банк «Траст» ФАСП, «Т-Капитал»
Сервисные агенты: ФАСП, «Т-Капитал»
Объем сделки: 850 млн руб. (класс А, объем эмиссии — 900 млн руб.), 5 млн руб. (класс Б)
Ставка купона: 10% годовых (класс А), 0,4% годовых (класс Б)
Дата размещения: 24.03.2020
Дата погашения: 19.03.2024 (класс А), 12.03.2030 (класс Б)
Организаторы: Банк «Держава», ТРИНФИКО
Представитель владельцев облигаций:
 «Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез»
Размер денежных требований по кредитным договорам на дату утверждения проспекта: не менее 18 млрд руб.
Гос. рег. номер / ISIN: 4-02-00422-R / RU000A101JN6 (класс А), 4-03-00422-R / RU000A101JM8 (класс Б)

СФО СФИ, 02

Оригинатор: Совкомбанк
Объем сделки: 1 млрд руб.
Ставка купона: Ключевая ставка ЦБ РФ + 4,5%
Дата размещения: 18.08.2020
Дата погашения: 18.08.2023
Организатор: Совкомбанк
Совокупная сумма задолженности по активам эмитента на дату подписания решения о выпуске: 18 млрд руб.
Гос. рег. номер / ISIN: 4-02-00439-R / RU000A1021E8

СФО «ЗАПАДНЫЙ ПРОЕКТ», 01

Оригинатор / потенциальный приобретатель: «Нэйва»
Объем сделки: 35 млн руб.
Ставка купона: 13% годовых
Дата размещения: 28.09.2020
Дата погашения: 22.09.2025
Представитель владельцев облигаций: «Регион Финанс»
Объем прав требований по активам на дату подписания решения о выпуске: 759 млн руб.
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00559-R / RU000A102655

Класс активов: поступления по договорам ГЧП / проектного финансирования

СФО «РУСОЛ 1», КЛАССЫ А, Б, В

Активы: платежи по ДПМ
Статус выпуска: «зеленые» облигации (Second opinion от Rating-Agentur Expert RA GmbH)
Оригинатор: «Солар Системс»
Рейтинг: A+(RU) (класс А), BBB+(RU) (класс Б) — АКРА
Объем сделки: 4,7 млрд руб. (класс А), 900 млн руб. (класс Б), 100 млн (класс В)
Ставка купона: ДГО* + 1,5% (класс А), ДГО + 5,5% (класс Б), ДГО + 8% (класс В)
Дата размещения: 12.02.2020
Дата погашения: 15.02.2031
Организаторы: BCS Global Markets, Совкомбанк
Представитель владельцев облигаций: УК ТФГ
Гос. рег. номер / ISIN: 6-01-00514-R / RU000A101DA6 (класс А), 6-02-00514-R / RU000A101DB4 (класс Б), 6-03-00514-R / RU000A101D96 (класс В)

*ДГО — индекс доходности 10-летних ОФЗ, рассчитываемый регулятором оптового рынка электроэнергии и мощности за прошлый год.

СФО СОЦИАЛЬНОГО РАЗВИТИЯ, КЛАССЫ А, Б, М

Активы: денежные потоки по проекту ГЧП по созданию сети объектов социальной инфраструктуры в Якутии
Статус выпуска: социальные облигации (независимое мнение от «Эксперт РА»)
Оригинатор: Группа «ВИС»
Рейтинг: ruA.sf (класс А), ruBBB+.sf (класс Б) — Эксперт РА
Объем сделки: 3,2 млрд руб. (класс А), 1,8 млрд руб. (класс Б), 560 млн (класс М)
Ставка купона: 10,21% годовых (класс А), 16,31% годовых (класс Б), плавающая (класс М)
Дата размещения: 30.06.2020
Дата погашения: 08.01.2027
Количество сделок на бирже в дату размещения: 5 (класс А), 33 (класс Б)
Организаторы: BCS Global Markets, Банк «ДОМ.РФ», Банк «ФК Открытие», Совкомбанк
Юридический консультант: адвокатское бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»
Представитель владельцев облигаций: «Регион Финанс»
Гос. рег. номер / ISIN: 4-01-00550-R / RU000A101UU8 (класс А), 4-02-00550-R / RU000A101UW4 (класс Б), 4-03-00550-R / RU000A101UV6 (класс М)

Показатель	на 1 января 2021 года	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	4 295 793	2 848 190	3 013 115	2 021 942	1 473 227
• в рублях	4 295 440	2 847 517	3 012 702	2 021 398	1 472 140
• в валюте	352	675	413	554	1087
Объем задолженности, млн руб.					
• всего	9 086 290	7 491 513	6 410 409	5 187 462	4 490 079
• в рублях	9 070 212	7 470 185	6 376 845	5 144 933	4 418 892
• в валюте	16 078	21 328	33 564	42 529	71 187
Объем просроченной задолженности, млн руб.					
• всего	77 502	72 555	72 865	68 980	70 326
• в рублях	71 082	63 849	61 300	54 575	48 040
• в валюте	6419	21 328	11 565	14 405	22 286
Средневзвешенная ставка в рублях, %					
• с начала года	-	-	9.56	10.64	12.48
• с начала месяца	7.36*	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	-	-	-

Таблица 5
Динамика основных показателей рынка жилищного ипотечного кредитования в 2016–2020 гг.

Источник: ЦБ РФ

* В декабре 2020 года.

Таблица 6. Динамика ипотечного рынка в 2010–2020 гг.

Источник: ЦБ РФ

Год	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Выдача, млн руб.	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	4 295 793
Прирост, %	146.77	90.51	43.94	31.2	30.18	-34.9	28.4	37.3	49.0	-5.5	50.8
Выдача, шт.	301 433	523 582	691 724	825 039	1 012 301	691 943	856 378	1 086 950	1 471 821	1 269 322	1 712 500
Прирост, %	131.72	73.7	32.11	19.27	22.7	-31.65	23.76	26.9	35.4	-13.8	34.9

Таблица 7
Динамика средневзвешенной ставки по ипотечным кредитам в рублях в 2006–2020 гг.

Источник: ЦБ РФ

Год	Средняя ставка	Год	Средняя ставка
2020	7.36	2012	12.3
2019	9.00	2011	11.9
2018	9.56	2010	13.1
2017	10.64	2009	14.3
2016	12.48	2008	12.9
2015	13.33	2007	12.6
2014	12.45	2006	13.7
2013	12.4		

	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
2020 год	762 019	678 097	1 257 899	1 597 778
2019 год	619 261	644 678	697 226	887 035
2018 год	582 049	727 400	761 424	942 242
2017 год	321 314	451 664	512 779	736 185
2016 год	323 624	341 143	362 403	446 057
2015 год	218 130	242 544	301 161	385 504
2014 год	334 817	434 836	452 209	540 661
2013 год	226 993	315 536	363 430	447 665
2012 год	181 111	248 400	269 185	330 378
2011 год	104 904	168 072	194 387	245 596
2010 год	48 947	84 415	100 716	145 981
2009 год	24 546	30 856	36 141	60 958
2008 год	150 759	188 424	198 280	118 345
2007 год	82 316	120 820	160 619	192 734
2006 год	22 995	55 542	77 114	107 910
2005 год	4690	9838	16 163	25 650

Таблица 8
Поквартальный объем
выданных ипотечных
жилищных кредитов,
2005–2020 гг., млн рублей

Таблица 9
Объем задолженности
по ипотечным
жилищным кредитам,
2004–2021 гг., млн рублей
Источник: ЦБ РФ

	Всего	В рублях	В валюте
01.01.2021	9 086 290	9 070 212	16 078
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
01.01.2005	17 772	7150	10 622

Год	ВВП, млрд руб.	Задолженность по ипотечным жилищным кредитам, млн руб.	Доля задолженности по ипотечным жилищным кредитам к ВВП, %
2020	106 607	9 086 290	8.52
2019	109 193	7 491 513	6.86
2018	103 862	6 410 409	6.17
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
2004	17 048	17 772	0.1

Таблица 10
Динамика роста задолженности по жилищным кредитам и ипотечным жилищным кредитам к ВВП, 2004–2021 гг.

Источник: ЦБ РФ, Росстат
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 11
Объем и доля просроченной задолженности по ипотечным жилищным кредитам, 2006–2021 гг.
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Дата	Доля просроченной задолженности, %	Объем просроченной задолженности по ипотечным кредитам, млн руб.		
		Всего	В рублях	В валюте
01.01.2021	0.85	77 502	71 082	6419
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
01.01.2006	0.10	53	6	47

Дата	Количество действующих банков	Количество банков, работающих на рынке ипотечного кредитования	Доля банков, работающих на рынке ипотечного кредитования, %
01.01.2021	406	280	68.0
01.01.2020	442	318	71.9
01.01.2019	484	350	72.3
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	1 012	631	62.4
01.01.2010	1 058	584	55.2
01.01.2009	1 108	602	54.3

Таблица 12
Количество кредитных организаций — участников рынка ипотечного жилищного кредитования
Источник: ЦБ РФ

Таблица 13
Концентрация ипотечного рынка
Источник: РУСИПОТЕКА

Год	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Доля топ-5, %	81.53	79.08	85.80	82.69	79.56	82.44	80.66	73.63
Доля топ-10, %	93.45	91.33	92.70	92.33	88.86	89.07	86.96	79.32
Доля топ-15, %	97.85	97.15	97.30	96.34	94.36	93.57	90.24	81.97
Доля госбанков*, %	86.35	84.17	85.80	84.22	80.95	84.44	82.19	72.75

* Банки с госучастием: Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, Россельхозбанк, ПСБ, Банк «ФК Открытие», Банк «ДОМ.РФ», Связь-Банк, РНКБ, Азиатско-Тихоокеанский Банк.

Таблица 14. Результаты топ-15 банков на рынке ипотечного кредитования за последние 5 лет
Источник: РУСИПОТЕКА

Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %	Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
Сбербанк			2017	376 736	28
2020	2 080 200	62	2016	293 687	48
2019	1 280 955	-18	2015	198 368	-43
2018	1 560 204	44	Россельхозбанк		
2017	1 082 413	50	2020	175 188	96
2016	722 000	6.7	2019	89 251	-30
2015	676 930	-27	2018	128 004	74
ВТБ			2017	73 723	12
2020	935 544	39	2016	65 758	74
2019	675 440	0.5	2015	37 700	-30
2018	672 292	55			

Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
Альфа-Банк		
2020	166 107	81
2019	91 686	203
2018	33 049	-
2017	-	-
2016	-	-
2015	-	-
Банк «ФК Открытие»		
2020	145 126	58
2019	91 699	172
2018	33 743	170
2017	12 466	30
2016	9820	14
2015	8580	-40
Банк «ДОМ.РФ»		
2020	122 100	100
2019	60 940	146
2018	24 820	19
2017	20 989	423
2016	4007	-
2015	-	-
Газпромбанк		
2020	119 046	5.9
2019	112 405	-25
2018	149 408	87
2017	79 808	67
2016	47 848	78
2015	26 839	-58
Росбанк		
2020	107 447	41
2019	76 288	5.9
2018	74 643	27
2017	58 864	40
2016	42 004	41
2015	29 819	-9.5
Промсвязьбанк		
2020	94 934	48
2019	64 265	138
2018	26 973	100
2017	13 494	35
2016	10 024	-
2015	-	-

Период	Объем выданных кредитов, млн руб.	Прирост, %
Райффайзенбанк		
2020	68 896	18
2019	58 213	-8.2
2018	63 441	7
2017	59 200	60
2016	36 982	431
2015	6963	-64
Абсолют Банк		
2020	41 417	-20
2019	51 867	7.8
2018	48 096	76
2017	27 251	28
2016	21 276	42
2015	14 973	-7
Совкомбанк		
2020	40 895	47
2019	27 816	6
2018	26 245	781
2017	2978	-
2016	-	-
2015	-	-
Банк «Уралсиб»		
2020	38 258	30
2019	29 521	-3.3
2018	30 531	13
2017	27 076	346
2016	6065	298
2015	1522	-73
ЮниКредит Банк		
2020	23 812	-23
2019	30 940	38
2018	22 428	-24
2017	29 338	361
2016	6360	160
2015	2450	-
«Возрождение»		
2020	15 801	-38
2019	25 486	-10
2018	28 451	77
2017	16 048	-18
2016	19 458	74
2015	11 189	7

Регион		Объем, млн руб.
Российская Федерация		4 295 793
1	г. Москва	630 742
2	Московская область	352 950
3	г. Санкт-Петербург	283 533
4	Тюменская область	189 233
5	Свердловская область	136 553
6	Республика Татарстан	135 339
7	Республика Башкортостан	121 986
8	Краснодарский край	117 462
9	Новосибирская область	104 266
10	Красноярский край	91 043
11	Ростовская область	85 752
12	Челябинская область	81 520
13	Нижегородская область	76 644
14	Самарская область	74 046
15	Пермский край	73 299
16	Ленинградская область	68 741
17	Приморский край	61 300
18	Иркутская область	58 294
19	Кемеровская область	57 704
20	Воронежская область	53 956

Таблица 15
20 регионов
с максимальным
объемом выданных
ипотечных кредитов
в 2020 году

Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 16
20 регионов
с минимальным объемом
выданных ипотечных
кредитов в 2020 году
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Объем, млн руб.
Российская Федерация		4 295 793
1	Республика Крым	16 310
2	Республика Марий Эл	14 613
3	Новгородская область	13 781
4	Костромская область	13 163
5	Псковская область	12 270
6	Камчатский край	11 698
7	Республика Хакасия	11 606
8	Кабардино-Балкарская Республика	8821
9	Республика Северная Осетия	8815
10	Республика Калмыкия	7969
11	Магаданская область	7191
12	Республика Тыва	6365
13	Республика Адыгея	6213
14	Чеченская Республика	5419
15	г. Севастополь	5411
16	Карачаево-Черкесская Республика	5083
17	Еврейская автономная область	2905
18	Чукотский автономный округ	2543
19	Республика Алтай	2388
20	Республика Ингушетия	1088

Регион	Объем, млн руб.
Российская Федерация	2.51
1 г. Москва	5.41
2 Московская область	3.74
3 Сахалинская область	3.71
4 г. Санкт-Петербург	3.43
5 Чукотский автономный округ	3.24
6 Республика Саха (Якутия)	3.17
7 Приморский край	3.06
8 Ямало-Ненецкий АО	3.05
9 Хабаровский край	2.81
10 Ленинградская область	2.77
11 Камчатский край	2.76
12 Ханты-Мансийский АО	2.75
13 Республика Дагестан	2.71
14 Амурская область	2.70
15 г. Севастополь	2.67
16 Республика Тыва	2.67
17 Магаданская область	2.65
18 Тюменская область	2.62
19 Республика Калмыкия	2.53
20 Калужская область	2.43

Таблица 17
20 регионов
с максимальным
средним размером
кредита в 2020 году

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 18
20 регионов
с минимальным
средним размером
кредита в 2020 году

Источник: ЦБ РФ

Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Объем, млн руб.
Российская Федерация	2.51
1 Чувашская Республика	1.93
2 Самарская область	1.92
3 Псковская область	1.92
4 Пермский край	1.92
5 Новгородская область	1.92
6 Саратовская область	1.90
7 Республика Хакасия	1.90
8 Кемеровская область	1.89
9 Оренбургская область	1.85
10 Удмуртская Республика	1.83
11 Костромская область	1.82
12 Вологодская область	1.79
13 Ульяновская область	1.78
14 Алтайский край	1.75
15 Кировская область	1.71
16 Курганская область	1.71
17 Республика Марий Эл	1.71
18 Челябинская область	1.68
19 Чеченская Республика	1.30
20 Республика Ингушетия	1.25

Регион		Выдано кредитов, штук
Российская Федерация		1 712 547
1	г. Москва	116 437
2	Московская область	94 353
3	г. Санкт-Петербург	82 760
4	Тюменская область	72 210
5	Республика Татарстан	61 662
6	Свердловская область	60 163
7	Республика Башкортостан	59 231
8	Краснодарский край	54 169
9	Челябинская область	48 484
10	Новосибирская область	45 183
11	Ростовская область	42 180
12	Красноярский край	41 023
13	Самарская область	38 506
14	Пермский край	38 251
15	Нижегородская область	35 339
16	Кемеровская область	30 612
17	Алтайский край	29 372
18	Воронежская область	27 780
19	Оренбургская область	26 945
20	Иркутская область	26 375

Таблица 19
20 регионов
с максимальным
количеством выданных
ипотечных кредитов
в 2020 году

Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 20
20 регионов
с минимальным
количеством выданных
ипотечных кредитов
в 2020 году
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Выдано кредитов, штук
Российская Федерация		1 712 547
1	Новгородская область	7192
2	Республика Крым	6789
3	Псковская область	6397
4	Республика Дагестан	6348
5	Республика Хакасия	6108
6	Сахалинская область	5825
7	Камчатский край	4232
8	Чеченская Республика	4156
9	Кабардино-Балкарская Республика	3967
10	Республика Северная Осетия	3966
11	Республика Адыгея	3194
12	Республика Калмыкия	3146
13	Магаданская область	2710
14	Карачаево-Черкесская Республика	2473
15	Республика Тыва	2385
16	г. Севастополь	2024
17	Еврейская автономная область	1333
18	Республика Алтай	1232
19	Республика Ингушетия	869
20	Чукотский автономный округ	786

Регион	Средневзвешенная ставка, %
Российская Федерация	7.23
1 Чеченская Республика	8.06
2 Республика Ингушетия	8.03
3 Республика Тыва	7.99
4 г. Севастополь	7.90
5 Республика Крым	7.70
6 Иркутская область	7.62
7 Новгородская область	7.59
8 Ханты-Мансийский АО	7.55
9 Кемеровская область	7.54
10 Омская область	7.53
11 Республика Алтай	7.45
12 Ивановская область	7.44
13 Волгоградская область	7.43
14 Ставропольский край	7.42
15 Красноярский край	7.42
16 Челябинская область	7.41
17 Курская область	7.40
18 Самарская область	7.39
19 Архангельская область	7.38
20 Тверская область	7.37

Таблица 21
20 регионов с максимальной средней ставкой по выданным ипотечным кредитам в рублях в январе 2021 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 22
20 регионов с минимальной средней ставкой по выданным ипотечным кредитам в рублях в январе 2021 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Средневзвешенная ставка, %
Российская Федерация	7.23
1 Удмуртская Республика	6.96
2 Республика Марий Эл	6.95
3 Сахалинская область	6.95
4 Смоленская область	6.93
5 Калининградская область	6.93
6 Республика Хакасия	6.93
7 Рязанская область	6.88
8 Чувашская Республика	6.82
9 Брянская область	6.76
10 Республика Мордовия	6.74
11 Орловская область	6.71
12 Пензенская область	6.71
13 Забайкальский край	6.71
14 Кабардино-Балкарская Республика	6.66
15 Амурская область	6.33
16 Республика Бурятия	6.17
17 Магаданская область	6.17
18 Республика Саха	5.94
19 Приморский край	5.89
20 Чукотский автономный округ	4.98

Регион		Объем задолженности, млн руб.
Российская Федерация		9 104 825
1	г. Москва	1 190 215
2	Московская область	788 181
3	г. Санкт-Петербург	582 094
4	Свердловская область	288 648
5	Краснодарский край	271 236
6	Республика Татарстан	265 001
7	Республика Башкортостан	256 896
8	Ханты-Мансийский АО	246 853
9	Новосибирская область	215 222
10	Ростовская область	198 153
11	Красноярский край	194 718
12	Челябинская область	175 507
13	Самарская область	161 489
14	Нижегородская область	159 328
15	Пермский край	152 786
16	Ленинградская область	150 328
17	Иркутская область	136 707
18	Тюменская область	132 263
19	Кемеровская область	122 179
20	Республика Саха	114 883

Таблица 23
20 регионов
с максимальным
объемом задолженности
по ипотечным кредитам
на 1 января 2021 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 24
20 регионов
с минимальным
объемом задолженности
по ипотечным кредитам
на 1 января 2021 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион		Объем задолженности, млн руб.
Российская Федерация		9 104 825
1	Республика Марий Эл	33 460
2	Новгородская область	28 737
3	Костромская область	27 623
4	Псковская область	26 301
5	Республика Хакасия	25 755
6	Республика Крым	24 429
7	Камчатский край	23 596
8	Республика Северная Осетия	21 942
9	Кабардино-Балкарская Республика	21 139
10	Республика Калмыкия	17 559
11	Республика Тыва	16 201
12	Республика Адыгея	15 173
13	Магаданская область	14 587
14	Карачаево-Черкесская Республика	12 590
15	г. Севастополь	9054
16	Чеченская Республика	8868
17	Еврейская автономная область	6876
18	Республика Алтай	5317
19	Чукотский автономный округ	4853
20	Республика Ингушетия	1894

Регион	Объем просроченной задолженности, млн руб.
Российская Федерация	81 117
1 г. Москва	16 216
2 Московская область	8663
3 г. Санкт-Петербург	3770
4 Краснодарский край	3075
5 Тюменская область	2892
6 Красноярский край	2547
7 Свердловская область	2350
8 Калининградская область	1979
9 Новосибирская область	1821
10 Ростовская область	1807
11 Республика Башкортостан	1720
12 Республика Татарстан	1653
13 Пермский край	1633
14 Челябинская область	1585
15 Ханты-Мансийский АО	1489
16 Самарская область	1482
17 Иркутская область	1476
18 Воронежская область	1325
19 Ставропольский край	1295
20 Нижегородская область	1128

Таблица 25
20 регионов
с максимальной
просроченной
задолженностью
по ипотечным кредитам
на 1 января 2021 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Таблица 26
20 регионов
с минимальной
просроченной
задолженностью
по ипотечным кредитам
на 1 января 2021 года
Источник: ЦБ РФ
Расчеты: РУСИПОТЕКА

Регион	Объем просроченной задолженности, млн руб.
Российская Федерация	81 117
1 Тамбовская область	189
2 Псковская область	186
3 Сахалинская область	185
4 Орловская область	166
5 Республика Хакасия	163
6 Республика Тыва	159
7 Новгородская область	158
8 Республика Карелия	156
9 Республика Калмыкия	142
10 Республика Мордовия	142
11 Республика Марий Эл	140
12 Костромская область	124
13 Камчатский край	124
14 Республика Алтай	112
15 Еврейская автономная область	77
16 Магаданская область	69
17 Республика Крым	59
18 Республика Ингушетия	33
19 г. Севастополь	31
20 Чукотский автономный округ	13

Таблица 27
Доля ипотечной
выдачи в общем
объеме розничного
кредитования
в 2017-2020 годах
Источник: РУСИПОТЕКА

Период	Общий объем розничных кредитов, млн рублей	Объем выдачи ипотечных кредитов, млн. руб.	Доля выдачи ипотечных кредитов, %
2017 год	9 233 726	2 021 918	21.90
2018 год	12 456 050	3 013 115	24.19
2019 год	14 044 568	2 848 190	20.28
2020 год	15 569 780	4 295 793	27.59

Период	Общий объем розничных кредитов, млн рублей	Объем выдачи ипотечных кредитов, млн рублей	Доля выдачи ипотечных кредитов, %
Январь	1 055 279	188 925	17.90
Февраль	1 172 619	267 538	22.82
Март	1 399 080	305 556	21.84
Апрель	754 978	203 355	26.94
Май	851 628	198 682	23.33
Июнь	1 156 254	276 060	23.88
Июль	1 351 874	361 972	26.78
Август	1 439 930	392 296	27.24
Сентябрь	1 532 256	503 631	32.87
Октябрь	1 577 122	546 350	34.64
Ноябрь	1 564 441	491 316	31.41
Декабрь	1 714 319	560 112	32.67

Таблица 28
Доля ипотечной
выдачи в общем
объеме розничного
кредитования в 2020 году
Источник: РУСИПОТЕКА

Таблица 29
Результаты работы
топ-20 банков на рынке
ипотеки в 2020 году
(с учетом выкупа)
Источник: РУСИПОТЕКА

№	Банк	Объем полученных на баланс ипотечных кредитов за 2020 год, млн рублей	Количество полученных на баланс ипотечных кредитов за 2020 год, шт.
1	Сбербанк	2 080 200	914 100
2	ВТБ	935 544	354 418
3	Россельхозбанк	175 188	74 191
4	Альфа-Банк	166 107	47 970
5	Банк «ФК Открытие»	145 126	49 061
6	Банк «ДОМ.РФ»	122 100	44 500
7	Газпромбанк	119 046	37 560
8	Росбанк	110 615	32 745
9	Промсвязьбанк	94 934	34 577
10	Райффайзенбанк	68 896	16 322
11	Банк «Ак Барс»	49 137	7 693
12	Совкомбанк	45 267	21 631
13	Абсолют Банк	41 417	15 104
14	Банк «Уралсиб»	38 258	12 897
15	Банк «Санкт-Петербург»	36 146	11 978
16	ЮниКредит Банк	23 812	7 519
17	РНКБ	21 481	8 424
18	Транскапиталбанк	16 517	7 016
19	АТБ	15 993	5 086
20	Банк «Центр-Инвест»	15 368	7 846



ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2021

Приложение 3

Рэнкинги

организаторов сделок

Рэнкинги участников рынка облигаций в России

№	Инвестиционный банк	Объем, млн руб.	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	Sber CIB	570 294	65	273	20.1
2	ВТБ Капитал	502 714	64	203	17.64
3	Газпромбанк	378 934	62	104	13.30
4	Совкомбанк	328 352	75	117	11.52
5	БК «Регион»	271 668	38	65	9.53
6	Московский кредитный банк	256 114	39	75	8.99
7	Промсвязьбанк	74 961	6	12	2.63
8	Россельхозбанк	69 683	17	26	2.45
9	Банк «ФК Открытие»	69 207	29	53	2.43
10	Альфа-Банк	65 811	21	28	2.31
11	Банк «ДОМ.РФ»	59 453	3	9	2.09
12	Росбанк	46 287	13	17	1.62
13	BCS Global Markets	32 808	27	36	1.15
14	Райффайзенбанк	30 410	18	22	1.07
15	ИФК «Солид»	10 860	14	19	0.38
16	ВБРР	10 489	5	7	0.37
17	АТОН	8480	6	11	0.30
18	First Heartland Securities	6000	1	3	0.21
19	ЮниКредит Банк	5555	4	5	0.19
20	«Иволга Капитал»	4990	9	12	0.18
Остальные		46 529			1.6
Итого		2 849 599	199	647	100

Таблица 1
Рэнкинг организаторов облигаций на внутреннем рынке по итогам 2020 года, топ-20 (Россия)

Источник: Cbonds.ru

Таблица 2
Рэнкинг организаторов сделок секьюритизации и выпусков ипотечных облигаций на внутреннем рынке по итогам 2020 года (Россия)
Источник: Cbonds.ru

№	Инвестиционный банк	Объем, млн руб.	Количество эмитентов	Количество эмиссий	Доля рынка, %
1	Газпромбанк	60 032	3	4	37.46
2	Банк «ДОМ.РФ»	44 453	2	8	27.74
3	Совкомбанк	34 266	6	11	21.38
4	ВТБ Капитал	6700	3	3	4.18
5	Банк «ФК Открытие»	3300	1	2	2.06
6	Московский кредитный банк	3000	1	2	1.87
7	BCS Global Markets	2899	5	6	1.81
8-9	Абсолют Банк	1452	1	1	0.91
8-9	Райффайзенбанк	1452	1	1	0.91
10	Банк «Держава»	1102	2	3	0.69
11	Sber CIB	1036	1	1	0.65
12	БК «Регион»	400	2	2	0.25
13	ТРИНФИКО	158	2	3	0.1
Итого		160 248	9	23	100

Таблица 3
Рэнкинг представителей
владельцев облигаций
на внутреннем
рынке по итогам
2020 года (Россия)
Источник: Cbonds.ru

№	Представитель владельцев облигаций	Количество размещений
1	«Регион Финанс»	47
2	«Лигал Кэпитал Инвестор Сервисез»	38
3	РКТ	23
4	«Первая независимая»	12
5–6	«Юнилайн Капитал Менеджмент»	6
5–6	«Волста»	6
7	УК «ТФГ»	4
8–9	«Юнитек Сервис»	3
8–9	«Эталон Консалтинг»	3
10–12	КГ «Профиль»	2
10–12	ЛП «Трасти Сервисез»	2
10–12	«Тревич-Представитель»	2
13–14	«Квест»	1
13–14	«Клифф»	1
Итого		150

Рэнкинги участников сделок секьюритизации в Европе, США и мире

Таблица 4
Рэнкинг организаторов
сделок секьюритизации
в мире, топ-5
Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Инвестиционный банк	2020 год	
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок
1	J. P. Morgan	99 437	136
2	Barclays	98 740	141
3	Bank of America	92 397	113
4	Wells Fargo	86 591	117
5	Citigroup	85 030	125

№	Инвестиционный банк	2020 год			2019 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	Citigroup	8364	30	10.3	14 678	43	13
2	Barclays	8315	28	10.2	7684	18	6.8
3	Bank of America	8205	27	10.1	13 447	37	11.9
4	BNP Paribas	8044	30	9.9	9679	30	8.6
5	Santander	5548	11	6.8	3747	13	3.3
Другие		42 940		52.7	63 659		56.7
Итого		81 415	165	100	112 894	213	100

Таблица 5
Рэнкинг организаторов
сделок секьюритизации
в Европе (включая
ABS, MBS, CMBS,
CLO и CDO), топ-5
Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

Таблица 6
Рэнкинг организаторов
сделок ABS в США, топ-5

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Инвестиционный банк	2020 год			2019 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	J.P. Morgan	27 679	101	10.1	32 584	123	9.7
2	Bank of America	25 230	87	9.2	29 749	112	8.9
3	Barclays	23 194	109	8.5	26 821	115	8
4	Citigroup	22 229	89	8.1	44 592	157	13.3
5	Crédit Suisse	20 557	116	7.5	30 089	146	9
Другие		154 471		56.6	172 096		51.1
Итого		273 360	499	100	335 931	588	100

№	Инвестиционный банк	2020 год			2019 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	J.P. Morgan	84 893	253	11.4	89 932	276	10.0
2	Citigroup	62 467	212	8.4	97 933	306	10.9
3	Crédit Suisse	57 047	201	7.7	65 244	232	7.3
4	Bank of America	55 942	180	7.5	78 423	240	8.7
5	Barclays	54 718	201	7.3	60 501	202	6.7
Другие		429 427	390	57.5	507 361	379	56.4
Итого		744 494	1437	100	899 394	1635	100

Таблица 7
Рэнкинг организаторов сделок структурированного финансирования в мире, топ-5

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Инвестиционный банк	2020 год			2019 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	J.P. Morgan	17 679	44	13.9	18 311	42	10.5
2	Barclays	16 866	47	13.3	15 655	38	8.9
3	Citigroup	14 608	38	11.5	24 836	56	14.2
4	Goldman Sachs	9646	24	7.6	12 893	33	7.4
5	Crédit Suisse	9481	24	7.5	10 333	25	5.9
Другие		58 837		46.2	93 155		53.1
Итого		127 117	307	100	175 183	373	100

Таблица 8
Рэнкинг организаторов сделок CLO/CDO в мире, топ-5

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Эмитент	2020 год			2019 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	General Motors	19 641	22	3.6	17 608	20	2.5
2	Japan Housing Finance Agency	18 293	15	3.3	17 600	14	2.5
3	Freddie Mac	16 317	16	3	15 353	16	2.2
4	Santander Group	15 471	14	2.8	15 724	16	2.3
5	Ford	13 303	11	2.4	13 656	15	2
6	Volkswagen	9928	10	1.8	6273	8	0.9
7	Mercedes-Benz	9716	12	1.8	10 024	12	1.4
8	J.P. Morgan	8847	18	1.6	10 018	21	1.4
9	FirstKey Mortgage	8460	7	1.5	16 612	12	2.4
10	Toyota	8317	6	1.5	7264	6	1
Другие		424 013		76.7	562 240		81.4
Итого		552 306	1090	100	692.372	1292	100

Таблица 9
Рэнкинг эмитентов сделок секьюритизации в мире (включая ABS, MBS, CLO и CDO), топ-10

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

Таблица 10
Рэнкинг юридических консультантов организаторов сделок ABS/MBS в США, топ-5

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Юридический консультант	2020 год		2019 год	
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок
1	Sidley Austin	61 948	93	80 817	126
2	Hunton Andrews	44 151	86	41 132	81
3	Dentons	29 926	75	30 643	50
4	Morgan Lewis	37 782	66	46 634	80
5	Mayer Brown	31 435	51	29 753	50
Другие		98 265		134 893	
Итого		303 507	579	363 872	664

№	Юридический консультант	2020 год		2019 год	
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок
1	Mayer Brown	57 842	85	79 278	111
2	Hunton Andrews	21 028	56	14 207	39
3	Morgan Lewis	37 028	53	43 970	58
4	Dentons	15 197	49	12 842	39
5	Sidley Austin	22 156	47	35 166	69
Другие		150 256		178 409	
Итого		303 507	579	363 872	644

Таблица 11
Рэнкинг юридических консультантов эмитентов сделок ABS/MBS в США, топ-5

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Трасти	2020 год			2019 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	U.S. Bank	97 059	182	32	115 918	201	31.9
2	Wells Fargo	56 655	100	18.7	553	112	15.2
3	Wilmington Trust	42 848	102	14.1	42 948	106	11.8
4	Citigroup	33 581	62	11.1	46 038	73	12.7
5	BNY Mellon	30 339	49	10	44 180	65	12.1
Другие		43 025		14.1	158 415		16.3
Итого		303.507	579	100	363 872	664	100

Таблица 12
Рэнкинг трасти-сделок ABS/MBS в США, топ-5

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Инвестиционный банк	2020 год			2019 год		
		Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %	Объем эмиссий, \$ млн	Количество сделок	Доля рынка, %
1	S&P Co.	162 152	247	195 811	322	322	53.8
2	Moody's	129 024	188	162 816	247	247	44.7
3	Fitch	124 041	197	159 754	221	221	43.9
4	DBRS Morningstar	86 932	192	44 319	87	87	12.2
5	Kroll	60 804	162	78 035	210	210	21.4
-	DBRS	0		74 446	140	140	20.5

Таблица 13
Рэнкинг рейтинговых агентств в сделках ABS/MBS в США

Источник: Green Street
(www.greenstreet.com)

№	Инвестиционный банк	Объем, \$ млн	Доля рынка, %	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	Citigroup	60 719	7.07	184	315
2	J.P. Morgan	59 533	6.94	190	324
3	HSBC	46 267	5.39	190	332
4	Standard Chartered Bank	37 934	4.42	162	290
5	Goldman Sachs	36 213	4.22	101	181
6	Bank of America Merrill Lynch	29 174	3.40	108	182
7	BNP Paribas	27 749	3.23	98	156
8	Morgan Stanley	22 753	2.65	76	131
9	Deutsche Bank	22 410	2.61	81	141
10	Crédit Agricole CIB	18 804	2.19	75	138
11	Bank of China	17 144	2	147	234
12	Crédit Suisse	14 858	1.73	84	137
13	Barclays	14 487	1.69	77	121
14	UBS	14 117	1.64	93	153
15	Mizuho Financial Group	11 274	1.31	71	113
16	Société Générale	11 246	1.31	49	78
17	Banko Santander	10 958	1.28	41	57
18	Unicredit	10 394	1.21	22	36
19	Bank of Nova Scotia	9368	1.09	30	47
20	ICBC	8408	0.98	99	143
Остальные		374 625	43.64		
Итого		858 435	100	652	1360

Таблица 15

Рэнкинг юридических консультантов эмитентов и организаторов еврооблигаций развивающихся рынков по итогам 2020 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

Таблица 14

Рэнкинг организаторов еврооблигаций развивающихся рынков Plain Vanilla по итогам 2020 года, топ-20

Источник: Cbonds.ru



ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ
2021

Приложение 4
Конференции
по долговому рынку
и секьюритизации
в 2021 году

CBONDS

www.cbonds-congress.com

Название конференции	Дата события	Место проведения
VII Российский ипотечный конгресс	11 февраля 2021 г.	Москва, РФ
Инструменты финансового рынка для корпораций и компаний МСП: Новосибирская сессия	16 апреля 2021 г.	Новосибирск, РФ
XI Российский M&A Конгресс	22 апреля 2021 г.	Москва, РФ
Investfunds Forum XII — конференция институциональных инвесторов	20–21 мая 2021 г.	Санкт-Петербург, РФ
XVII конференция «Облигационный конгресс стран СНГ и Балтии»	24–25 июня 2021 г.	Санкт-Петербург, РФ
X конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России»	16 сентября 2021 г.	Москва, РФ
XIII Российский конгресс Private Equity и IX Форум венчурных инвесторов	30 сентября 2021 г.	Москва, РФ
XII конференция «Синдицированное кредитование в России и СНГ»	7 октября 2021 г.	Москва, РФ
VII круглый стол «Инструменты финансовых рынков для корпоративного казначейства»	28 октября 2021 г.	Москва, РФ
XIX Российский облигационный конгресс	2–3 декабря 2021 г.	Санкт-Петербург, РФ

Information Management Network

www.imn.org

Название конференции	Дата события	Место проведения
Equipment Finance	11 марта 2021 г.	онлайн
Build-to-Rent Forum	16 марта 2021 г.	онлайн
Asian Structured Credit	16–17 марта 2021 г.	онлайн
Workforce Housing Virtual Forum	25 марта 2021 г.	онлайн
Global Covered Bonds	30 марта 2021 г.	онлайн
Biotech ABS	6 мая 2021 г.	онлайн
Global ABS	8–10 июня 2021 г.	Барселона, Испания
European CLOs and Leveraged Loans	14 июня 2021 г.	Лондон, Великобритания
CLOs & Leveraged Loans	22–23 июня 2021 г.	Нью-Йорк, США
ABS East 2021	18–20 октября 2021 г.	Майами-Бич, Флорида, США

Тематические конференции

Организатор	Название конференции	Дата события	Место проведения
American Bankers Association www.aba.com	American Mortgage Conference	23 марта 2021 г.	онлайн
Euromoney www.euromoneyconferences.com	The Global Borrowers & Bond Investors Forum 2021	23–24 июня 2021 г.	Лондон, Великобритания
	The Euromoney/ECBC Covered Bond Congress 2021	16 сентября 2021 г.	Барселона, Испания
Fitch Learning www.fitchlearning.com	Understanding Securitization & ABS	16 февраля 2021 г.	Лондон, Великобритания
		4 июня 2021 г.	Лондон, Великобритания
		30 июня 2021 г.	Нью-Йорк, США
	CLO Credit Risk	13–14 мая 2021 г.	Лондон, Великобритания
		17–18 мая 2021 г.	Нью-Йорк, США
	CMBS Credit Risk	12–13 апреля 2021 г.	Нью-Йорк, США
	Covered Bonds: Credit and Market Risk	16–17 марта 2021 г.	Лондон, Великобритания
		9–10 июня 2021 г.	Лондон, Великобритания
	RMBS: Assessing Value and Risk	20–21 мая 2021 г.	Лондон, Великобритания
28–29 июня 2021 г.		Нью-Йорк, США	
IIR http://iir.nl	Securitisation Event	31 марта 2021 г.	Амстердам, Нидерланды
Mortgage Bankers Association www.mba.org	Servicing Solutions Conference & Expo	15–18 февраля 2021 г.	Грейпвайн, Техас, США
	National Secondary Market Conference & Expo	16–19 мая 2021 г.	Нью-Йорк, США
	Annual Convention & Expo	17–20 октября 2021 г.	Сан-Диего, Калифорния, США
Opal Financial Group opalgroup.net	CLO Summit 2021	8–10 декабря 2021 г.	Дана Пойнт, Калифорния, США
True Sale International www.true-sale-international.com	TSI Congress 2021	30 сентября — 1 октября 2021 г.	Берлин, Германия
ГК «Бюллетень недвижимости» sochicongress.ru	Сочинский всероссийский жилищный конгресс	7–11 июня 2021 г.	Сочи, РФ



«Энциклопедия российской секьюритизации — 2021» — десятый 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 — 2021» 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 — 2022»**

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 — Борис Федоров

Коллектив редакции:

Альберт Ипполитов, генеральный директор, ООО «РУСИПОТЕКА»

Константин Васильев, заместитель генерального директора, к. э. н., ООО «Сбондс.ру»

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

Дизайн: Владимир Панкратов

Корректурa: Юлия Бармина

Подписано в печать: 23.03.2021

Отпечатано в типографии «Любавич», Санкт-Петербург

Тираж: 1500 экз.



ОГНЕННЫЙ ПОТЕНЦИАЛ

ТОП-3 *

организаторов сделок
секьюритизации
и ипотечных облигаций

ТОП-3 *

организаторов
рыночных выпусков **

ЛИДЕР

по количеству наград
Cbonds 2020 г.

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

* По версии CBonds 2020

** Без учета собственных выпусков

Реклама

Корпоративно-
инвестиционный
бизнес

Секьюритизация

 **ВТБ Капитал**

ЛУЧШИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК НА РЫНКЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

emefinance
ACHIEVEMENT
AWARDS 2019

**Лучший
инвестиционный банк
на рынке секьюритизации
в регионе СЕЕ и ЕМЕА**

2009, 2010, 2013 – 2020

emefinance
ACHIEVEMENT
AWARDS 2019

**Лучшая сделка
на рынке секьюритизации
в Центральной
и Восточной Европе:
ВТБ и ДОМ.РФ: выпуск ИЦБ
на 96,6 млрд руб.**

2020

VTBCAPITAL.RU / +7 (495) 960 99 99

Данный рекламный модуль подготовлен АО ВТБ Капитал, размещается на правах рекламы и охраняется авторским правом. Воспроизведение в любом виде любой части настоящего модуля не разрешается без предварительного письменного согласия АО ВТБ Капитал. Термины, используемые в настоящем рекламном модуле, отражают терминологию, употребляющуюся в сложившейся рыночной практике, и могут полностью не соответствовать значениям, определенным применимым законодательством, включая законодательство РФ. Деятельность АО ВТБ Капитал регулируется Центральным Банком Российской Федерации. АО ВТБ Капитал имеет лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №045-11463-100000, выдана Федеральной службой по финансовым рынкам 31 июля 2008 года. ВТБ Капитал, Инвестиционный бизнес Группы ВТБ.

АО ВТБ Капитал