

ПОТЕНЦИАЛ РОССИЙСКОГО РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ЗАДОЛЖЕННОСТИ МАЛОГО И СРЕДНЕГО БИЗНЕСА

ИССЛЕДОВАНИЕ

**ВИКТОР ШПРИНГЕЛЬ**

Заместитель директора,
методологическая группа

+7 (495) 139 04 80, доб. 140
victor.shpringel@acra-ratings.ru

ТИМУР ИСКАНДАРОВ

Старший директор — руководитель
группы рейтингов проектного
и структурированного финансирования

+7 (495) 139 04 94
timur.iskandarov@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА

+7 (495) 139 04 80, доб. 169
svetlana.panicheva@acra-ratings.ru

СОДЕРЖАНИЕ

— с.2

МОТИВЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

— с.4

РЫНОК НЕИПОТЕЧНЫХ СТРУКТУРИРОВАННЫХ ОБЛИГАЦИЙ РАЗВИТЫХ СТРАН

— с.6

ДИНАМИКА И СТРУКТУРА РОССИЙСКОГО РЫНКА КРЕДИТОВАНИЯ МАЛОГО И СРЕДНЕГО БИЗНЕСА

— с.8

ОЦЕНКА ПОТЕНЦИАЛА РОССИЙСКОГО РЫНКА КРЕДИТОВАНИЯ МАЛОГО И СРЕДНЕГО БИЗНЕСА

— с.10

АНАЛИЗ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЛИЗИНГА И ОЦЕНКА ПОТЕНЦИАЛА ЕГО СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

— с.13

ПОЧЕМУ ПОТЕНЦИАЛ РОССИЙСКОГО РЫНКА НЕ РЕАЛИЗУЕТСЯ?

МОТИВЫ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Российский рынок секьюритизации начал зарождаться в начале 2000-х годов. В условиях отсутствия инфраструктуры и законодательного регулирования внутри страны российские банки стали организовывать привлечение средств посредством выпуска облигаций, обеспеченных пулом автокредитов или ипотечных кредитов, в иностранных юрисдикциях, в основном в Люксембурге и Ирландии.

Основные мотивы секьюритизации активов для банков и финансовых компаний остаются следующими:

1. Привлечение относительно дешевого рыночного фондирования.

Отделение рисков originатора от рисков эмитента за счет передачи пула активов специализированным агентам позволяет originаторам с относительно невысоким собственным кредитным рейтингом выпускать облигации с высоким кредитным качеством и, соответственно, более низкой стоимостью. Этого удается достигать благодаря диверсификации рисков в портфеле обеспечения, а также за счет встроенных мер кредитного усиления: разделения выпуска на старшие и младшие транши, ускоренной амортизации, фиксации порядка выплаты процентов и основного долга, формирования резервного фонда, дублирования сервисного агента и банка счета, независимого контроля деятельности эмитента. При этом банк-оригинатор имеет возможность сохранить потенциальную доходность кредитного портфеля, оставляя себе посредством выкупа младшего транша избыточный спред (разницу между ставкой по портфелю и купоном по старшему траншу).

2. Диверсификация источников долгосрочного фондирования. Банки обладают достаточно ограниченным инструментарием долгосрочного привлечения ресурсов. Максимальный срок депозитов населения и бизнеса составляет один–два года. В то же время большинство кредитов обычно выдается на более длинные сроки. В этом отношении у банков нет альтернатив рыночным заимствованиям. Банки выпускают как необеспеченные инструменты, так и структурированные облигации под залог портфелей активов.

3. Трансформация неликвидных активов в обращающиеся на рынке финансовые инструменты. Возможности банков привлекать средства за счет продажи или под залог кредитного портфеля весьма ограничены. Для потенциальных инвесторов есть серьезные проблемы с оценкой рисков таких вложений. Использование рейтингов признанных международных и национальных кредитных рейтинговых агентств при выпуске ценных бумаг, обеспеченных пулом кредитов, обеспечивает большую прозрачность и определенность для инвесторов.

4. Управление рисками. Секьюритизация изначально рассматривалась в рамках сервисной модели бизнеса, когда банки брали на себя поиск клиентов и оформление кредитов, передавая сопутствующие риски инвесторам на рынке. Секьюритизация позволяет банкам управлять одновременно всеми видами рисков: кредитным риском — за счет продажи рискованных активов, риском ликвидности — путем сближения срочности активов и обязательств, процентным риском — посредством установления соответствия между формой выплаты процентов и основного долга по кредитам и выпущенным облигациям.

5. Рост достаточности капитала. Передача специализированному агенту портфеля кредитов приводит к снижению объема активов, взвешенных с учетом рисков, и, соответственно, к росту показателя достаточности капитала. В российских условиях секьюритизация позволяет банку-оригинатору разгрузить капитал в размере выпуска старших облигаций. Для этого должны дополнительно выполняться требования Положения Банка России от 04.07.2018 № 647-П¹. Они касаются ограничения влияния оригинатора на портфель в части максимального размера кредита, выдаваемого эмитенту для оплаты покупки части портфеля (не более 35%), лимита на колл-опцион эмитента (не выше 10% от номинала облигаций), отсутствия обязательств по предоставлению финансовой помощи эмитенту и обратного выкупа проблемных кредитов. Сброс активов с повышенным уровнем риска особенно важен для банков, активно кредитующих население, поскольку регулятор периодически увеличивает надбавки к коэффициентам риска, учитываемым в расчетах нормативов достаточности капитала по кредитам с высокими показателями долговой нагрузки и полной стоимости кредита.

Для инвесторов облигации, выпускаемые под залог пула банковских и/или других активов, являются вполне понятным и прозрачным инструментом вложения средств. Такие инструменты характеризуются высоким уровнем защиты (благодаря высокому уровню надежности старшие выпуски (транши) структурированных облигаций, обеспеченные кредитами населению и малому и среднему бизнесу (МСБ) высокого качества и имеющие достаточную кредитную поддержку, демонстрируют низкий уровень просрочки и дефолтности), а также более высокой доходностью по сравнению с классическими инструментами с аналогичным кредитным рейтингом.

На создание в России своей законодательной базы для проведения секьюритизации потребовалось немного времени. В 2003 году был принят закон «Об ипотечных ценных бумагах»², а в 2007 году появились первые выпуски, оформленные в соответствии с российским законодательством (эмитентом выступало государственное Агентство ипотечного жилищного кредитования —

¹ Положение Банка России от 04.07.2018 № 647-П «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».

² Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» от 11.11.2003 № 152-ФЗ.

ДОМ.РФ). В 2013 году был принят закон ³, расширяющий перечень активов, доступных для сделок секьюритизации, что способствовало дальнейшему увеличению объема и числа эмиссий структурированных инструментов внутри страны.

В настоящий момент свыше 60 российских организаций разместили около 200 выпусков облигаций на внутреннем и международном рынках общим объемом порядка 2 трлн руб., а в обращении на российском рынке находится 102 выпуска структурированных финансовых инструментов на сумму около 1,5 трлн руб. Стоит отметить, что у российских компаний и банков есть опыт выпуска облигаций, обеспеченных всеми основными типами активов, включая ипотечные и потребительские кредиты, автокредиты, кредитные карты, кредиты МСБ, обязательства по лизинговым договорам, договоры проектного финансирования, просроченную задолженность, переупаковку кредитных договоров и ценных бумаг. Так, согласно данным по уже погашенным обязательствам, в России было два выпуска облигаций под залог автокредитов на сумму 14,2 млрд руб., семь выпусков облигаций под залог кредитов МСБ на сумму 34,2 млрд руб. и один выпуск облигаций под залог доходов по лизинговому портфелю на сумму 2,2 млрд руб.

Однако с точки зрения масштабов российский рынок структурированного финансирования значительно уступает соответствующим рынкам большинства развитых стран. То же можно сказать и применительно к его разнообразию. Доля ипотечных инструментов среди торгуемых структурированных облигаций в России составляет 93% ⁴, а неипотечные инструменты встречаются крайне редко. Так, есть только один крупный выпуск облигаций под залог потребительских кредитов, а облигации под залог кредитов малому бизнесу или лизинговых договоров на сегодняшний день вообще отсутствуют на рынке, тогда как в США и Европе они являются довольно распространенными инструментами привлечения средств.

РЫНОК НЕИПОТЕЧНЫХ СТРУКТУРИРОВАННЫХ ОБЛИГАЦИЙ РАЗВИТЫХ СТРАН

Структура рынка США

Облигации под залог кредитов МСБ и лизинговых договоров относятся к классу ценных бумаг, обеспеченных активами (asset-backed securities; далее — ABS). Как правило, в этот класс инструментов включают облигации, обеспеченные потоками доходов по активам всех типов, кроме ипотеки: автокредитам, потребительским кредитам, кредитным картам, кредитам МСБ, договорам лизинга оборудования и транспортных средств и факторинга.

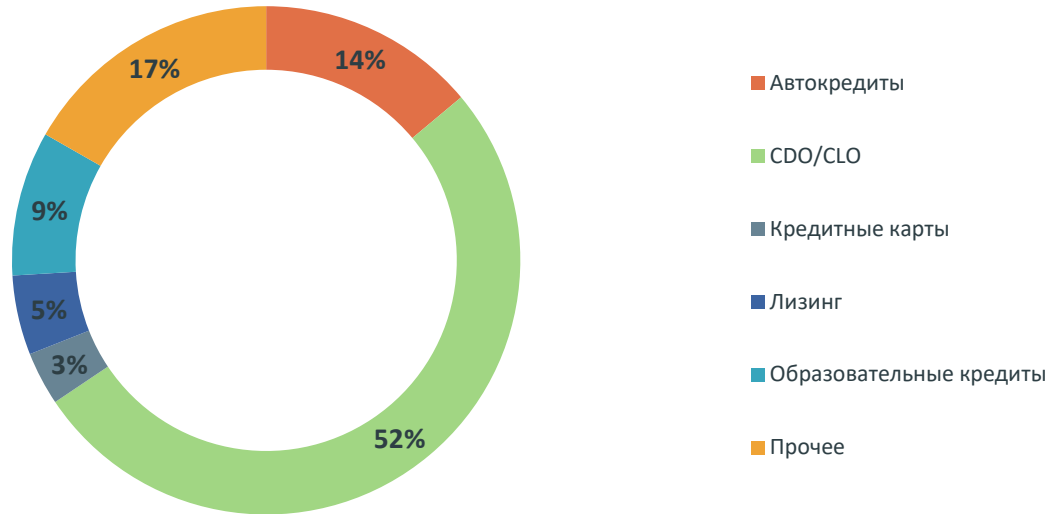
В США под эту категорию также попадают CDO и CLO ⁵ — облигации, обеспеченные пулом облигаций и кредитов крупному бизнесу, то есть, переупаковки, а также облигации, обеспеченные потоком доходов по страховкам, договорам мобильной связи и прочим долгосрочным договорам. Отдельным крупным классом ABS на американском рынке являются облигации, обеспеченные пулами образовательных кредитов (student loans).

³ Федеральный закон от 21.12.2013 № 379-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ».

⁴ Большая часть ценных бумаг с ипотечным покрытием выпускается в рамках программ государственного специализированного института развития ДОМ.РФ.

⁵ CDO — Collateralized Debt Obligation, CLO — Collateralized Loan Obligation (обязательства, обеспеченные долговыми инструментами и кредитами соответственно).

Рисунок 1. Структура задолженности на рынке ABS в США на 31.12.2021



Источник: SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association)

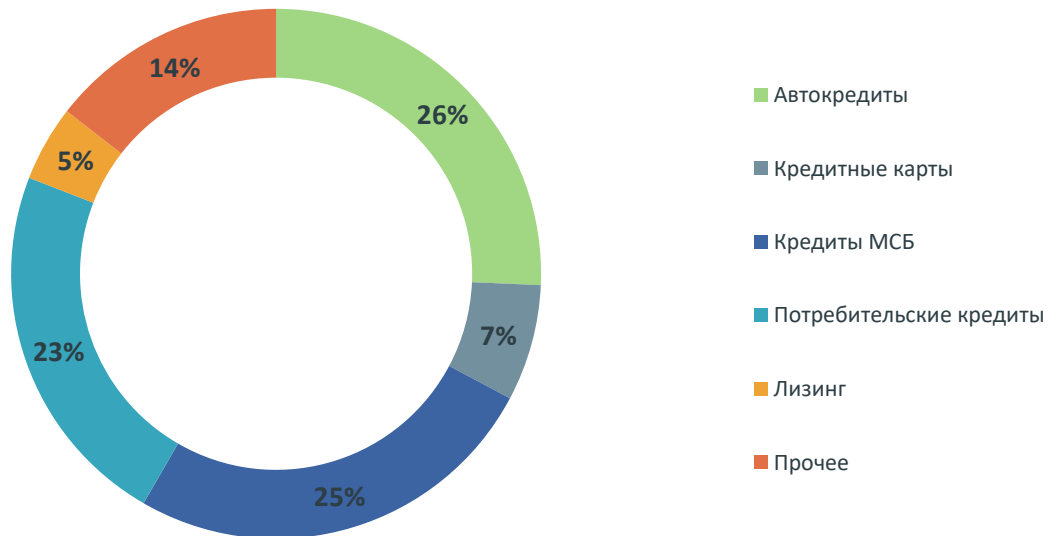
Структура европейского рынка

В европейскую статистику по ABS такие инструменты, как CDO и CLO, не включаются. Тем не менее сегмент облигаций, обеспеченных пулом кредитов МСБ, довольно большой. Кроме того, европейские компании и банки часто секьюритизируют свои портфели обязательств по торговым контрактам (trade receivables). В силу особенностей базового инструмента такие привлечения носят краткосрочный характер.

Как отмечалось выше, данные по секьюритизации кредитов МСБ в США отсутствуют. В европейских странах рынок секьюритизации кредитов МСБ составляет примерно четверть от общего рынка ABS.

Что касается лизинговых операций, то доли облигаций, обеспеченных потоками доходов по лизинговым портфелям, в США и европейских странах примерно равны и составляют около 5% рынка ABS.

Рисунок 2. Структура задолженности по ABS в европейских странах на 31.12.2021



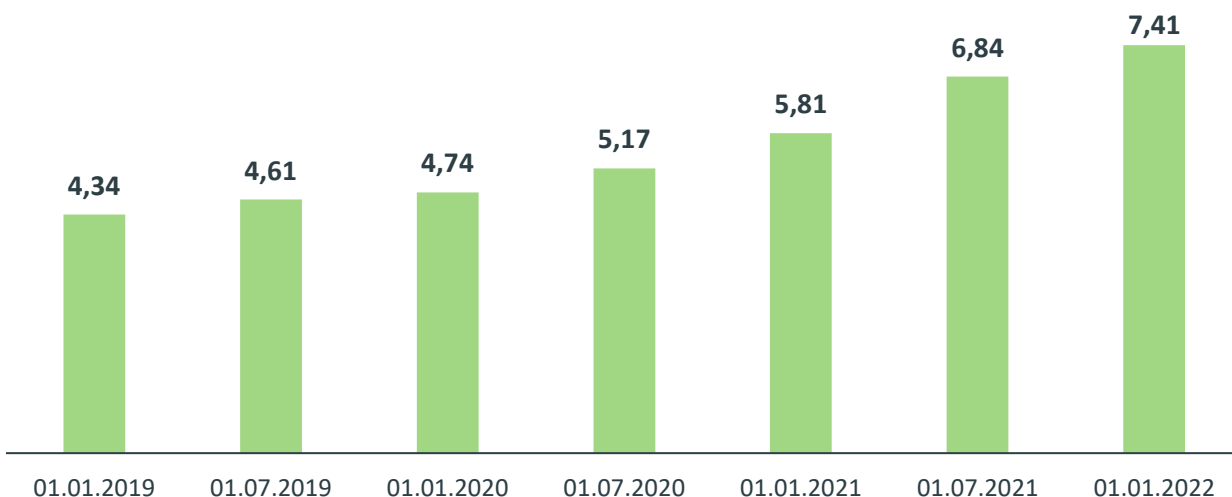
Источник: AFME (The Association for Financial Markets in Europe)

ДИНАМИКА И СТРУКТУРА РОССИЙСКОГО РЫНКА КРЕДИТОВАНИЯ МАЛОГО И СРЕДНЕГО БИЗНЕСА

По данным Банка России ⁶, за 2021 год малому и среднему бизнесу было предоставлено кредитов на общую сумму 10,6 трлн руб., что на 3 трлн руб., или на 38,7% больше, чем в 2020-м. Средняя сумма выдачи в 2021 году составила 6 млн руб. Задолженность по кредитам за прошлый год возросла на 27,5% до 7,4 трлн руб по сравнению с 5,8 трлн руб. Доля задолженности по кредитам, предоставленным МСБ, в совокупном кредитном портфеле российских банков выросла на 1,7% по сравнению с началом 2021 года и на 01.01.2022 составила 17,3%.

Качество кредитного портфеля МСБ при этом несколько улучшилось: просроченная задолженность по кредитам уменьшилась с 641 млрд руб. до 610 млрд руб., а ее доля в общей сумме задолженности сократилась с 11 до 8,2%.

Рисунок 3. Динамика портфеля кредитов МСБ российских банков в 2019–2021 годах, трлн руб.



Источник: Банк России

Столь быстрое развитие сегмента связано, с одной стороны, с поддержкой МСБ со стороны государства, а с другой — с ростом конкуренции за качественных заемщиков внутри самой банковской системы.

С 2019 года в России действует программа льготного кредитования МСБ ⁷. В соответствии с этой программой банки, отвечающие установленным критериям, имеют право на получение субсидий от государства при предоставлении малым и средним предприятиям инвестиционных кредитов по ставке не выше ключевой + 2,75%. В 2020 году таких льготных кредитов было выдано на сумму свыше 900 млрд руб., в 2021 году — около 700 млрд руб.

⁶ Статистический бюллетень Банка России «Кредитование субъектов малого и среднего предпринимательства» за декабрь 2021 года.

⁷ Постановление Правительства Российской Федерации от 30.12.2018 № 1764 «Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским кредитным организациям на возмещение недополученных ими доходов по кредитам, выданным в 2019–2024 годах субъектам малого и среднего предпринимательства по льготной ставке».

В 2020 году для поддержки экономики в условиях пандемии коронавируса Правительством Российской Федерации была дополнительно запущена программа предоставления МСБ краткосрочных целевых займов и льготных кредитов. Для этого из федерального бюджета было выделено 150 млрд руб. Основное требование при предоставлении льготного кредита было сохранение работодателем занятости на уровне не менее 90% от допандемийного уровня.

Поддержка кредитования МСБ со стороны государства довольно существенна, но она не может полностью определять динамику рынка. Ключевым фактором является поведение самих банков. Если крупный бизнес довольно активно привлекает средства, необходимые для развития, на финансовом рынке посредством выпуска долговых инструментов и проведения IPO, то для МСБ единственной альтернативой банковскому финансированию, если речь идет о развитии производства, является лизинг. С оборотным кредитованием дела обстоят несколько проще: предприятия могут использовать как факторинг, так и краткосрочный коммерческий кредит.

Предпочтения банков в плане кредитования МСБ определяются как жесткой конкуренцией на рынке корпоративного кредитования, так и более высокой доходностью данного сегмента по сравнению с кредитованием крупного бизнеса. За очень редким исключением банки, не входящие в топ-30, ввиду размеров капитала и спектра предоставляемых услуг не могут развивать партнерские отношения с крупнейшими компаниями страны. При этом рынок кредитования физических лиц довольно жестко регулируется Банком России, а работа с большим числом мелких заемщиков подразумевает жесткие требования к уровню автоматизации бизнеса и качеству риск-менеджмента. Поэтому кредитование МСБ становится важным направлением деятельности для большинства российских банков — как крупных, так и сравнительно небольших. Последние либо используют различные нишевые продуктовые или клиентские стратегии, либо конкурируют с лидерами рынка за средние предприятия, которым готовы предоставить лучший сервис и большую гибкость обслуживания.

Однако несмотря на всеобщий интерес к данному направлению, рынок довольно концентрирован. На долю двух крупнейших игроков — ПАО Сбербанк и Банк ВТБ (ПАО) — приходится около 60% рынка. Другие участники, меньшие по размеру портфеля и доле рынка, значительно отстают от лидеров.

Рынок кредитования МСБ очень неоднороден. Подходы банков варьируются в зависимости от размера организации, его отраслевой принадлежности и целей получения кредита. Для кредитования микробизнеса и малых предприятий обычно используются упрощенные подходы — автоматизированный скоринг и так называемая методика ЕБРР, основанная на анализе управленческой отчетности предприятия и сравнении ее с эталонными данными. В отношении среднего бизнеса используется классический многоступенчатый кредитный анализ, включающий оценку бизнеса заемщика, его финансовых показателей, прошлой кредитной истории и планов развития. Соответственно, кредиты микробизнесу и малому бизнесу, с одной стороны, и среднему бизнесу, с другой, различаются по уровню риска и доходности.

Согласно данным Банка России, оборотные (до одного года) и инвестиционные кредиты занимают практически равные доли в структуре выданных российских банков. Банк России не предоставляет информации по распределению кредитов на различный срок в портфелях банков. Однако, учитывая, что срочность инвестиционных кредитов МСБ, как правило, составляет два–три года, а оборотных — от шести до 12 месяцев, долю инвестиционных кредитов в портфелях банков можно оценить в 70–75%. Эта цифра коррелирует с данными по срочности кредитов, которую публикуют некоторые банки в составе своей отчетности по МСФО.

Сложнее ситуация обстоит с данными по покрытию кредитных рисков залогами. Инвестиционные кредиты среднему бизнесу обычно обеспечены «твердыми» залогами в виде недвижимости. Что касается малого бизнеса и микробизнеса, то ни сами предприятия, ни их владельцы обычно не могут предоставить «твердых» залогов, в этой связи кредиты могут быть обеспечены только личным имуществом владельцев бизнеса или транспортными средствами и оборудованием, которые приобретаются на заемные средства. Таким образом, уровень обеспеченности кредитов и ликвидность предоставленного залога по данным кредитам довольно низкие.

ОЦЕНКА ПОТЕНЦИАЛА РОССИЙСКОГО РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ КРЕДИТОВ МАЛОМУ И СРЕДНЕМУ БИЗНЕСУ

В рамках оценки потенциала рынка кредитования МСБ принимались следующие допущения:

1. Доля инвестиционных кредитов по всем банкам в выборке установлена на уровне 70%. При этом следует отметить, что соотношение инвестиционных и оборотных кредитов у разных банков значительно колеблется в зависимости от модели работы и отраслевой структуры клиентской базы, поэтому данное допущение считается довольно грубым.
2. Все инвестиционные займы в портфеле кредитов МСБ могут секьюритизироваться. Это тоже довольно грубое допущение. Кредиты среднему бизнесу, особенно в случае долгосрочного кредита под залог недвижимости, могут составлять 100–200 млн руб. и более. С учетом требования о гранулярности секьюритизируемых кредитов займы такого размера могут не включаться в состав обеспечения. Поскольку у АКРА нет данных о доле таких займов в составе портфеля банков, Агентство для простоты анализа исходит из предположения, что все инвестиционные кредиты МСБ на балансе банков (за исключением проблемных) могут секьюритизироваться.

Кроме того, необходимо принимать во внимание, что не все банки публикуют отдельно отчетность по кредитам МСБ. Часто данная отчетность включена в состав общей отчетности по кредитам юридическим лицам (это актуально в том числе для ПАО Сбербанк, Банка ГПБ (АО), ПАО «Промсвязьбанк» и многих других более мелких банков). Бывает, наоборот, что кредиты малым предприятиям и микробизнесу рассматриваются отдельно, а кредиты среднему бизнесу включены в общую отчетность по корпоративным кредитам. Например, так отчетность структурирована у АО «Тинькофф Банк».

Еще сложнее с данными о величине сформированных резервов на возможные потери и/или о величине просроченной задолженности по срокам просрочки: даже при наличии общей информации об объеме портфеля кредитов МСБ такие сведения могут полностью или частично отсутствовать. Поэтому для большого числа банков цифры по просрочке и/или резервам по портфелю кредитов МСБ пришлось принимать равными соответствующим показателям либо по кредитам юридических лиц, либо по кредитам малым предприятиям и микробизнесу.

Всего на основе критериев величины портфеля кредитов МСБ, доступности и полноты данных в составе финансовой отчетности по МСФО была сформирована выборка, состоявшая из 20 банков: Банк ВТБ (ПАО) (группа ВТБ), ПАО Банк «ФК Открытие», ПАО «МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК», АО

«Райффайзенбанк», ПАО «Совкомбанк», АО «МСП Банк», ТКБ БАНК ПАО, ПАО «АК БАРС» БАНК, КБ «Кубань Кредит» ООО, ПАО КБ «Центр-инвест», АО ЮниКредит Банк, ПАО АКБ «Металлинвестбанк», Банк «Левобережный» (ПАО), АО «Банк Интеза», ПАО «БАНК УРАЛСИБ», ПАО «НБД-Банк», АКБ «Энергобанк» (АО), «СДМ-Банк» (ПАО), ПАО Банк ЗЕНИТ, ПАО «ЧЕЛИНДБАНК» (банки приведены по величине портфеля кредитов МСБ, от большего к меньшему). Совокупный портфель задолженности МСБ перед данными банками по состоянию на 01.07.2022 составлял более 2,5 млрд руб., или 37% рынка. Среднее отношение резервов на возможные потери по ссудам к кредитному портфелю МСБ по выборке составляло 8,1%, а доля просроченных кредитов свыше 30 дней в кредитном портфеле — 7,7%. Все они имели кредитный рейтинг, присвоенный АКРА и/или «Эксперт РА», рейтинги варьировались от ВВ-(RU) / ruВВ- до ААА(RU) / ruААА по национальной шкале. С учетом объемов и прочих характеристик данную выборку можно считать достаточно репрезентативной, чтобы можно было экстраполировать полученные выводы на весь рынок.

Дополнительно для оценки потенциала рынка секьюритизации кредитов МСБ были установлены критерии для самих банков:

1. Просроченная задолженность свыше 30 дней не входит в пул, передаваемый специализированному финансовому обществу (СФО).
2. Объем портфеля банка при вычете просроченной задолженности должен быть равен или превышать 5 млрд руб.
3. Показатель достаточности капитала банка (Н1.2) превосходит установленный регулятором минимальный уровень не более чем на 1%, и/или кредитный рейтинг банка, присвоенный АКРА и/или «Эксперт РА», по национальной шкале не превышает уровня АА(RU) / ruАА соответственно.

После применения обозначенных выше ограничений по размеру выборки, доле инвестиционных кредитов, просроченной задолженности, размеру портфеля для секьюритизации и показателю достаточности капитала был произведен расчет объема кредитов МСБ, который может служить обеспечением в секьюритизационных сделках. Он составил примерно 1,5 трлн руб., или около 22% от общего портфеля кредитов МСБ по состоянию на 01.07.2021. Данную цифру можно считать верхним лимитом потенциала секьюритизации российского рынка кредитования МСБ.

Альтернативная оценка емкости может быть проведена посредством сопоставления российского и зарубежных рынков. Согласно данным отчета Организации экономического развития и сотрудничества⁸, в развитых странах Европы (страны ЕС и Великобритания) в 2020 и 2021 годах было секьюритизировано порядка 3,8% кредитной задолженности МСБ перед банками. Применительно к российскому рынку это дает оценку потенциала рынка секьюритизации кредитов МСБ примерно в 280 млрд руб., что существенно меньше ранее полученной нами оценки. Однако следует отметить, что 3,8% — это среднее значение. Так, у Нидерландов, к примеру, нет опыта секьюритизации кредитов МСБ. В Великобритании и Германии соответствующие рынки есть, но секьюритизируется примерно 1–2% задолженности МСБ перед банками. В то же время в Бельгии и Италии соотношение облигаций, выпущенных под залог кредитов МСБ, и общего объема соответствующей задолженности составляет около 20%, что сопоставимо с полученной нами максимальной оценкой емкости российского рынка.

⁸ Отчет «Financing SMEs and Entrepreneurs» за 2021 год.

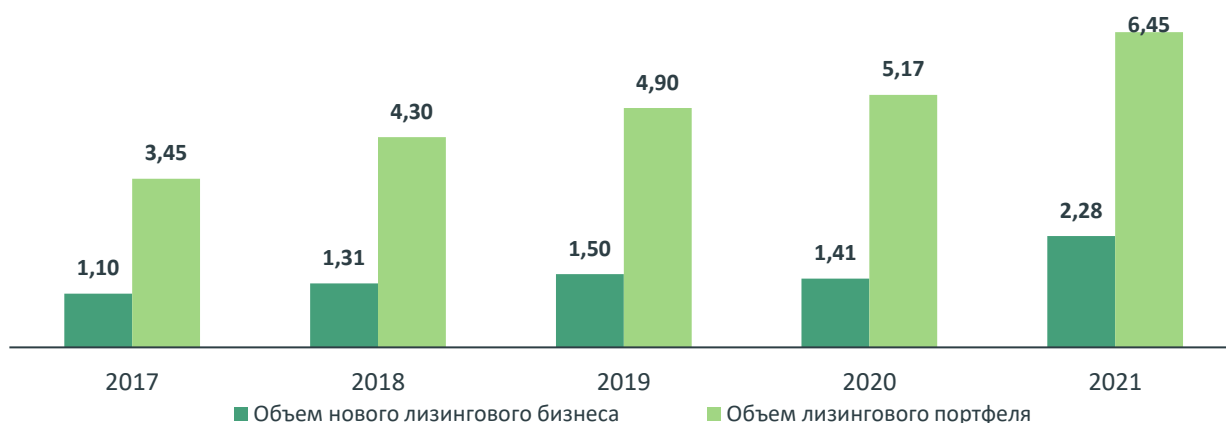
АНАЛИЗ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЛИЗИНГА И ОЦЕНКА ПОТЕНЦИАЛА ЕГО СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

2021 год ознаменовался бурным ростом российского рынка лизинга. По итогам года объем нового бизнеса (новых заключенных контрактов) вырос на 62% и составил 2,3 трлн руб. Лизинговый портфель⁹ за 2021 год увеличился на 25%, с 5,2 до 6,5 трлн руб.

Основной прирост показал сегмент лизинга транспортных средств (+69% к 2020 году), в который входят направления лизинга легкового и грузового автотранспорта, а также автобусов, троллейбусов и трамваев (ликвидное обеспечение до 15–20 млн руб.). Частично росту способствовало повышение стоимости объектов лизинга, однако ключевым драйвером стало увеличение спроса со стороны МСБ (таксопарки, каршеринговые компании, грузоперевозчики). В целом доля МСБ в общем объеме новых заключенных контрактов по всем направлениям лизингового бизнеса увеличилась за прошлый год с 58 до 65%.

Вторым направлением, продемонстрировавшим значительное увеличение объемов в абсолютном выражении, стал лизинг строительной техники (+91% к 2020 году). Основная часть строительной техники характеризуется достаточной ликвидностью и в большинстве случаев не очень высокой стоимостью (ценовые диапазоны примерно сопоставимы с автотехникой). Рост данного сегмента был преимущественно обусловлен реализацией инфраструктурных проектов в жилищном строительстве, а также в строительстве автодорог и других объектов инфраструктуры. Доли указанных выше сегментов в объеме нового бизнеса и в лизинговом портфеле российских компаний и банков примерно одинаковы и в совокупности составляют около 59%. Следует отметить, что получателями автотранспорта и строительной техники по лизинговым договорам преимущественно являются именно субъекты МСБ.

Рисунок 4. Динамика объемов нового бизнеса и лизингового портфеля в 2017–2021 годах, трлн руб.



Источник: совместное исследование Объединенной Лизинговой Ассоциации и рейтингового агентства «Эксперт РА» за 2021 год¹⁰

⁹ Общая сумма лизинговых платежей к получению, в том числе НДС, по действующим договорам лизинга.

¹⁰ Исследование «Рынок лизинга по итогам 2021 года: новый рубеж», опубликованное в марте 2022 года рейтинговым агентством «Эксперт РА». Исследование проводилось при поддержке Объединенной Лизинговой Ассоциации.

В структуре финансирования лизинговой деятельности по-прежнему преобладают банковские кредиты, доля которых составляет около 64%. Отметим, что доля банковского финансирования довольно стабильна и в течение последних лет находится в пределах 60–65%. Доля облигационного (рыночного) финансирования относительно невелика — 6%. Сложившаяся ситуация, учитывая взаимосвязанность крупнейших лизинговых компаний и банков и действующие ограничения по размеру риска на одного заемщика, не может длиться вечно. Теоретически в долгосрочной перспективе доля рыночного финансирования лизинговой деятельности должна расти.

Лизинговый рынок является достаточно концентрированным: в 2021 году на долю 20 крупнейших компаний (по величине лизингового портфеля) приходилось около 74% нового бизнеса и 82% портфеля. При этом рынок довольно жестко сегментирован по направлениям деятельности. Часть компаний (среди которых следует отметить АО «ГТЛК», ПАО «ТрансФин-М», ООО «ПСБ Лизинг», ООО ЛК «Сименс Финанс») фокусируется на работе с крупным бизнесом. В структуре передаваемого клиентам имущества преобладают железнодорожные вагоны, речные и морские суда, авиатехника и оборудование для добычи и переработки сырья. В секторе обслуживания МСБ заметное место занимают небольшие компании, включая региональные. Лидером этого сегмента является ПАО «ЛК Европлан», занимающее пятое место по объему нового бизнеса и шестое место по величине лизингового портфеля (свыше 200 млрд руб.). Дочерние лизинговые компании крупнейших банков (ПАО Сбербанк, Банк ВТБ (ПАО), Банк ГПБ (АО), АО «АЛЬФА-БАНК») активно работают с обоими сегментами и стараются диверсифицировать свой портфель.

Клиентская специализация сильно влияет и на срочность договоров. Если по сделкам с МСБ, где предметами лизинга являются в основном транспорт и строительная техника, срочность договоров составляет три–четыре года, то для договоров по лизингу вагонов, судов и авиатехники, где основными получателями выступают крупные транспортные компании, данный показатель равен пяти–десяти годам и более. Ликвидность передаваемого имущества также неодинакова: она намного выше в сегменте транспорта и строительной техники, где несложно найти лизингополучателя или покупателя имущества. Именно указанный выше сегмент лизинга в силу преобладания МСБ среди клиентов, а также относительно небольшой стоимости и ликвидности объектов лизинга является идеальным объектом для секьюритизации лизингового портфеля компаний и банков.

Оценка потенциала рынка секьюритизации лизинговых сделок представляет еще более сложную задачу, чем оценка емкости рынка секьюритизации кредитов МСБ. Это связано прежде всего с тем, что в отличие от банков к лизинговым компаниям не предъявляется требование об обязательном составлении и публикации отчетности по МСФО со стороны регулятора, поэтому даже крупнейшие компании зачастую этим пренебрегают. В результате проведение сегментного анализа и анализа качества портфеля лидеров рынка для оценки доли лизингового портфеля, которая могла бы служить обеспечением для секьюритизации, не представляется возможным. Нам удалось найти только десять компаний¹¹, имеющих необходимую отчетность по качеству и сегментации портфеля.

Совокупные чистые инвестиции в лизинг (до вычета резервов) по рассматриваемой группе компаний составили около 800 млрд руб. (см. табл. 1). Сравнение этого показателя (портфель задолженности на балансе компании)

¹¹ АО ВТБ Лизинг, ПАО «ЛК «Европлан», ООО «Альфа-Лизинг», АО «Балтийский лизинг», ПАО «ТрансФин-М», АО «Росагролизинг», ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Эксперт-Лизинг», ООО «Элемент Лизинг», ООО «ПР-Лизинг».

с лизинговым портфелем показывает, что в силу учета НДС и неполученных финансовых доходов только 60–65% лизингового портфеля может быть секьюритизировано. Качество портфеля в выборке оказалось довольно высоким: средневзвешенная доля просроченной свыше 30 дней задолженности составила 4,1%. Совокупная доля автотранспорта и строительной техники в портфеле компаний была равна примерно 50% — ниже, чем в целом по рынку, что связано с характеристиками выборки.

С учетом поправок на порядок отражения задолженности по лизинговым операциям, структуру рынка (доля 50 крупнейших компаний с достаточным для секьюритизации объемом портфеля составляет 90%), долю сегментов автотранспорта и строительной техники в структуре лизингового портфеля, а также на показатели качества портфеля общий объем лизингового портфеля, доступного для секьюритизации, можно оценить в 2 трлн руб., или примерно 30,5% лизингового портфеля по состоянию на конец 2021 года.

Определенный интерес представляет сравнение российского рынка с европейским. По данным ассоциации Leaseurope¹², объем задолженности лизингополучателей стран ЕС и Великобритании по договорам лизинга транспорта и оборудования составлял 648 и 637 млрд евро в 2019 и 2020 годах соответственно. По информации AFME, в указанные годы объем задолженности по облигациям, обеспеченным доходами по договорам лизинга, был равен 18,1 и 16,5 млрд евро соответственно. Путем деления вторых показателей на первые получаем цифры в диапазоне 2,6–2,8% — примерно такой объем задолженности по лизинговым договорам секьюритизировался в странах ЕС и Великобритании. Применительно к российским данным это позволяет оценить потенциал рынка примерно в 170–180 млрд руб. Стоит отметить, что данные по разным странам ЕС неоднородны: например, в Нидерландах, Бельгии, Франции лизинговые контракты вообще не секьюритизируются, а в Италии и Греции отношение задолженности по облигациям под залог доходов по лизинговым контрактам к общему номиналу данных контрактов превышает 30%. Данный показатель сопоставим с верхним уровнем в рамках нашей оценки, базирующейся на финансовой отчетности российских лизинговых компаний.

Таблица 1. Отдельные показатели деятельности лизинговых компаний РФ

НАЗВАНИЕ КОМПАНИИ	ПОРТФЕЛЬ НА 01.01.2021, МЛРД РУБ.	ДОЛЯ АВТО- И СТРОИТЕЛЬНОЙ ТЕХНИКИ В ПОРТФЕЛЕ, %	ДОЛЯ ОБЕСЦЕНЕННОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ, %	РЕЙТИНГ АКРА	РЕЙТИНГ «ЭКСПЕРТ РА»
АО ВТБ Лизинг	388 487	22%	3,7%		ruAA-
ООО «Альфа-Лизинг»	104 086	66%	5,5%	AA-(RU)	
ПАО «ЛК «Европлан»	90 217	100%	1,2%	A+(RU)	
АО «Росагролизинг»	62 643	0%	9,4%	AA-(RU)	
ООО «РЕСО-Лизинг»	56 084	95%	2,0%		ruA+
АО «Балтийский лизинг»	51 578	79%	3,2%		ruA+
ПАО «ТрансФин-М»	16 804	0%	1,8%	BBB+(RU)	ruBBB+
ООО «Эксперт-Лизинг»	12 787	83%	1,1%		ruA-
ООО «Элемент Лизинг»	9 547	79%	1,7%	A-(RU)	
ООО «ПР-Лизинг»	2 648	59%	2,8%	BBB+(RU)	
	794 881	49%	4,1%		

Источник: финансовая отчетность лизинговых компаний по МСФО на 01.01.2022, сайты кредитных рейтинговых агентств

¹² Annual Statistical Enquiry, 2020.

ПОЧЕМУ ПОТЕНЦИАЛ РОССИЙСКОГО РЫНКА НЕ РЕАЛИЗУЕТСЯ?

Анализ российского рынка секьюритизации задолженности по кредитам МСБ и лизинговым договорам с субъектами МСБ свидетельствует о его значительном потенциале, который, однако, очень слабо коррелирует с реальным количеством эмиссий и их объемами. Сложившаяся ситуация, безусловно, связана с наличием ряда макроэкономических и институциональных факторов, таких как высокая волатильность процентных ставок, недостаточная прозрачность деятельности эмитентов, стремление инвесторов работать с более знакомыми и понятными инструментами, однако основной причиной является настороженное отношение государства к структурированным финансовым инструментам.

Регуляторные факторы, препятствующие развитию рынка, присутствуют как со стороны спроса, так и со стороны предложения. В первую очередь проанализируем факторы, мешающие банкам более активно заимствовать средства на рынке путем секьюритизации активов.

В соответствии с Федеральным законом № 39-ФЗ¹³, Банк России устанавливает для originаторов требования к формам и способам принятия рисков на уровне не менее 20% от общего размера обязательств по облигациям с залоговым обеспечением. В то же время согласно применяемым в США и ЕС подходам, соответствующим Базельским стандартам, достаточным является сохранение за originатором 5% риска. С учетом этого можно уменьшить требования к доле удержания кредитного риска originатором в сделках неипотечной секьюритизации с 20 до 5% и для российских банков. Параллельно будет необходимо внести изменения в Указание Банка России № 3309-У¹⁴ в части пересмотра требований к формам и способам принятия рисков.

Вместе с этим можно изменить и порядок удержания риска originатором. В частности, в европейских сделках секьюритизации originатор имеет право приобрести равные доли облигаций с залоговым обеспечением во всех траншах выпуска, что дает большую свободу банкам с точки зрения управления рисками выпусков. Такая мера также потребует внесения изменений в Указание Банка России №3309-У.

Помимо этого, существуют возможности снижения стоимости выпусков структурированных инструментов путем упрощения процедур регистрации и налогового администрирования СФО, а также многократного использования СФО за счет создания так называемых компартов, каждый из которых включает имущественные требования, обеспечивающие конкретную сделку секьюритизации.

На втором этапе рассмотрим факторы, препятствующие инвестированию средств в анализируемые инструменты.

На развитых рынках крупнейшими инвесторами в подобный класс инструментов являются пенсионные фонды. В российских условиях возможности вложения средств негосударственными пенсионными фондами (НПФ) в инструменты неипотечной секьюритизации существенно ограничены.

¹³ Пункт 26 статьи 42 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

¹⁴ Указание 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».

Так, в соответствии с Положением Банка России от 01.03.2017 № 580-П¹⁵, недопустимо включение старших траншей неипотечной секьюритизации даже в общий рисковый 10%-ный лимит пенсионных накоплений НПФ в связи с отсутствием указания на возможность применения кредитных рейтингов с постфиксом «.sf» от национальных рейтинговых агентств. При этом существует отдельный 5%-ный лимит в инвестиционном портфеле для ипотечных ценных бумаг с кредитным рейтингом AAA(ru.sf). В соответствии с Указанием Банка России от 05.12.2019 № 5343-У¹⁶, включение старших траншей неипотечной секьюритизации возможно только в общий рисковый 10%-ный лимит вложения средств пенсионных резервов НПФ.

Очевидной является необходимость отдельного лимита на вложения в облигации СФО / СОПФ, выпускаемые в рамках сделок неипотечной секьюритизации. Для этого необходимо внести изменения в Положение Банка России от 01.03.2017 № 580-П и в Постановление Правительства Российской Федерации от 30.06.2003 № 379¹⁷.

Банк России устанавливает повышенные коэффициенты риска по вложениям в структурированные финансовые инструменты, не имеющие кредитного рейтинга по международной шкале со стороны международных рейтинговых агентств. В соответствии с Положением Банка России № 511-П¹⁸, сделки секьюритизации, по которым был присвоен рейтинг аккредитованным национальным рейтинговым агентством, приравниваются к сделкам без рейтинга для целей расчета коэффициента взвешивания риска по облигациям, входящим в торговый портфель или портфель активов, оцениваемых по справедливой стоимости. Однако после принятия Федерального закона № 222-ФЗ¹⁹ кредитные рейтинги международных рейтинговых агентств де-факто не использовались участниками российского рынка секьюритизации и были вытеснены рейтингами российских агентств.

В связи с этим представляется целесообразным рассмотреть возможность или дополнительного включения, или прямой замены международных рейтингов на национальные рейтинги с обозначением (.sf), уровень которых эквивалентен указанным в Положении Банка России № 511-П уровням международных рейтингов (с учетом оценки кредитоспособности Российской Федерации). Эти изменения позволили бы существенно повысить привлекательность секьюритизируемых ценных бумаг для российских банков, что привело бы к росту ликвидности таких инструментов и способствовало бы более активному развитию сектора.

¹⁵ Положение Банка России от 01.03.2017 № 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, случаев, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений, вправе заключать договоры РЕПО, требований, направленных на ограничение рисков, при условии соблюдения которых такая управляющая компания вправе заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительного требования, которое управляющая компания обязана соблюдать в период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений для финансирования накопительной пенсии».

¹⁶ Указание Банка России от 05.12.2019 № 5343-У «О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов».

¹⁷ Постановление Правительства Российской Федерации от 30.06.2003 № 379 «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов в инвестиционном портфеле в соответствии со статьями 26 и 28 Федерального закона "Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации"».

¹⁸ Положение Банка России от 03.12.2015 № 511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска».

¹⁹ Федеральный закон от 13.07.2015 № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации».

Отдельным важным вопросом является возможность использования рейтингов структурированного финансирования с обозначением (.sf) наравне с фундаментальными рейтингами российских кредитных рейтинговых агентств при включении инструментов структурированного финансирования в Ломбардный список и допуске к операциям РЕПО с Банком России. Следует отметить, что используемое дополнительное обозначение (.sf) служит исключительно индикатором специфики рейтингуемых финансовых обязательств, заключающейся в том, что источником погашения обязательств по облигации является гранулированный портфель активов, обособленный на балансе СФО. Несмотря на некоторые отличительные особенности финансовых инструментов секьюритизации, по мнению АКРА, рейтинги с обозначением (.sf) сопоставимы с фундаментальными рейтингами в долгосрочной перспективе. Фактическое кредитное качество инструментов секьюритизации, которым присвоен кредитный рейтинг наивысшего уровня, абсолютно сопоставимо с кредитным качеством корпоративных и муниципальных облигаций с соответствующим рейтингом.

Ограниченная ликвидность и невозможность проведения операций РЕПО с инструментами секьюритизации являются весомыми сдерживающими факторами при принятии банками инвестиционных решений. Требования к ценным бумагам, которые могут использоваться в операциях рефинансирования, установлены в Указании Банка России № 2861-У²⁰. Облигации СФО, как правило, отвечают всем требованиям для включения в Ломбардный список и до 2015 года даже периодически включались в него. В настоящий момент облигации, выпускаемые СФО в рамках неипотечной секьюритизации, не принимаются в качестве обеспечения по сделкам РЕПО с центральным контрагентом (им присвоено значение дисконта, равное 100%). Это, по словам регулятора, обусловлено отсутствием методологии оценки риска по инструментам секьюритизации. Однако для ипотечных облигаций АО «ДОМ.РФ» сделано исключение, поскольку их включение в Ломбардный список способствует развитию ипотечного рынка.

Росту заинтересованности банков в инвестировании средств в инструменты неипотечной секьюритизации способствовало бы отнесение облигаций СФО к категории высоколиквидных активов, что в настоящее время возможно только для инструментов с рейтингом от международных кредитных рейтинговых агентств.

Национальная ассоциация негосударственных пенсионных фондов (НАПФ), Национальная финансовая ассоциация (НФА) и банковские ассоциации неоднократно обращались к Банку России с просьбой отказаться от дискриминации неипотечных структурированных финансовых инструментов. До определенного момента регулятор отмечал, что его основная задача заключается в обеспечении сохранности пенсионных накоплений и безопасности других сегментов финансового рынка, а в отсутствие достаточного количества инструментов на рынке ему сложно оценить риски подобных инструментов. Таким образом, существовал замкнутый круг: Банк России не видел готовых продуктов, а банки не были готовы их выпускать без уверенности в том, что эти инструменты будут выкуплены в должном объеме.

Однако ситуация начала постепенно меняться. Банк России положительно отреагировал на многие предложения, прозвучавшие в совместном докладе НФА и Ассоциации банков России «Перезагрузка рынка неипотечной секьюритизации» в декабре 2021 года. Частично это начало транслироваться

²⁰ Указание Банка России от 10.08.2012 № 2861-У «О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России».

в реальные действия со стороны регулятора. Так, 22.07.2022 совет директоров Банка России принял в некотором смысле историческое решение, разрешив включение в состав пенсионных резервов облигаций, обеспеченных обязательствами МСБ и имеющих максимальный рейтинг АКРА или рейтингового агентства «Эксперт РА» (AAA(ru.sf) / ruAAA.sf).

Надеемся, что это только начало. Разумеется, предстоит длительная работа по трансформации инструментов неипотечной секьюритизации в действительно интересный как для originаторов, так и для инвесторов рыночный инструмент. Однако готовность Банка России работать совместно с рейтинговыми агентствами и финансовыми ассоциациями над решением этого вопроса внушает определенный оптимизм.

(С) 2022

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Садовническая набережная, д. 75
www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом. Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть». Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью. АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.