Секьюритизация в Центральной и Восточной Европе и СНГ

Андреас ШМИДТ,

глава департамента секьюритизации на мировых рынках, Raiffeisen Zentralbank Osterreich

Опыт работы:

Raiffeisen Research — секьюритизация и кредитный анализ финансовых институтов — с 1 июля 2007 года.

Tatra banka, RZB Group — инвестиционный анализ, управление крупными частными инвестициями — с 1 июня 2002 года по 30 июня 2007 года.

Deloitte — банковский аудит — с 17 сентября 2001 года по 30 апреля 2002 года.

Образование:

Экономический Университет Братиславы, магистр банковского дела, год выпуска — 2002.

КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ СТАТЬИ

Обзор сделок секьюритизации в Центральной и Восточной Европе и СНГ: 2003 год — первые признаки рыночной активности; 2006 год — рост эмиссионной активности, лидирующие позиции занимают деноминированные в долларах США сделки секьюритизации диверсифицированных платежных прав (DPR); 2007 год — рост объема эмиссий ценных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой (RMBS), и снижение активности на первичном рынке на 44% в по сравнению с предыдущим годом.

Сравнение структурных характеристик сделок секьюритизации в странах Центральной и Восточной Европы и СНГ.

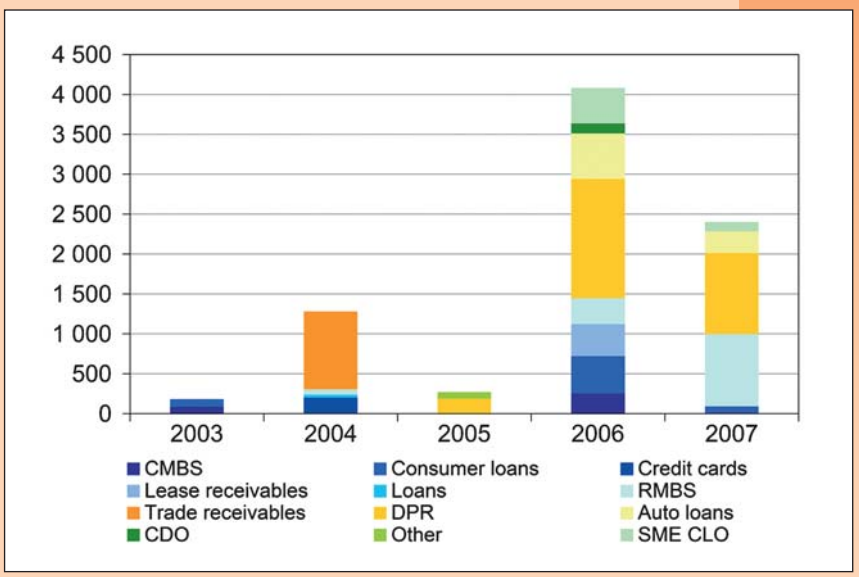
Рынок секьюритизации в странах Центральной и Восточной Европы и СНГ в свете кредитного кризиса: понижение рейтингов банков и специализированных страховых компаний приводит к рейтинговым действиям относительно ряда структур, настроения на рынке ухудшаются, сделки warehouse и частные размещения преобладают над публичными предложениями, качество пула активов в основном остается неизменным.

Прогноз: в 2008 году мы ожидаем уменьшение объема эмиссий на 40% по сравнению с 2007 годом и оживление рыночной активности в странах Центральной и Восточной Европы и СНГ во второй половине 2008 года при расширении спредов. Несмотря на это, мы считаем рынок секьюритизации в странах Центральной и Восточной Европы и СНГ привлекательным в среднесрочной перспективе.

КРАТКИЙ ОБЗОР РЫНКА

Рынок секьюритизации в странах Центральной и Восточной Европы и СНГ можно назвать относительно молодым, появление довольно значительных по объему эмиссий приходится на 2006 год. Однако первая сделка секьюритизации состоялась уже 24 сентября 2003 года и представляла

Объем эмиссий по классам активов в миллионах евро



Источник: Dealogic, Moody's, Raiffeisen RESEARCH

собой чешскую сделку по секьюритизации потребительских кредитов HCF Funding No.1 B.V. (рейтинг старшего класса (senior class) — A2), оригинатором в которой выступила Home Credit Finance a.s., объем эмиссии составил 2.847 млрд чешских крон (почти 90 млн евро).

Пик эмиссионной активности пришелся на 2006 год, когда было закрыто 25 сделок общим объемом около 4.15 млрд евро. Первая половина 2007 года ознаменовалась бурной рыночной активностью, однако в целом за год суммарный объем эмиссий уменьшился почти на 42% по сравнению с предыдущим годом и составил 2.4 млрд евро (14 сделок). В 2007 году наблюдалось уменьшение сделок секьюритизации диверсицированных платежных прав и рост секьюритизации жилищных ипотечных кредитов по сравнению с 2006 годом.

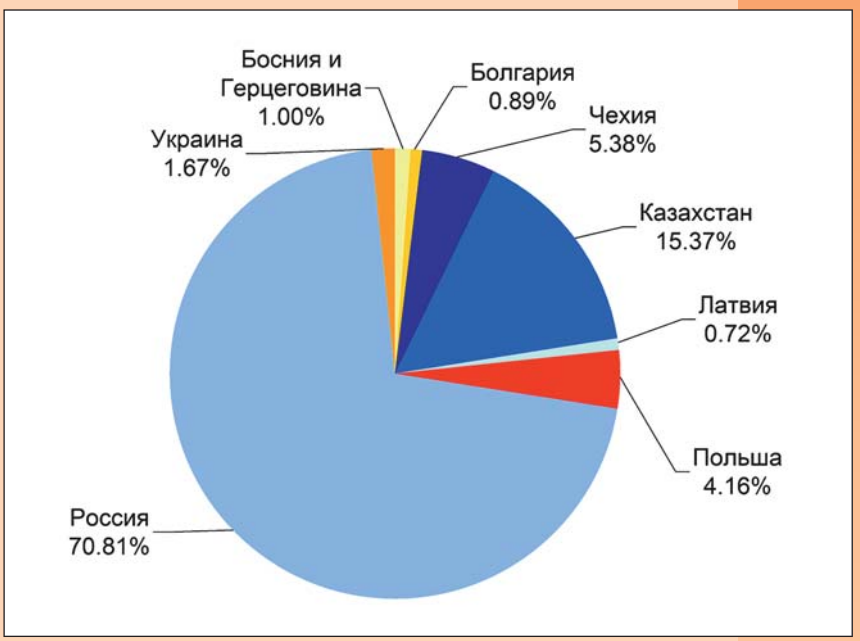
Что касается географии сделок, на Россию приходится более 70% совокупного объема эмиссий начиная с 2003 года, далее следуют Казахстан (15.4%), Чехия (5.4%) и Польша (4.2%).

Относительно классов активов явное предпочтение отдается секьюритизации диверсифицированных платежных прав (32.7% от общего объема эмиссий), затем следуют жилищные ипотечные кредиты (16.05%), секьюритизация поступлений по торговым контрактам (англ. trade receivables, 12.6%) и автокредиты (10.45%). В будущем мы видим потенциал роста доли секьюритизации существующих активов, а не секьюритизации будущих поступлений (диверсифицированных платежных прав), что связано с накоплением на рынке опыта проведения сделок, улучшением законодательной базы и правовой среды, а также потребностью в долгосрочном финансировании.

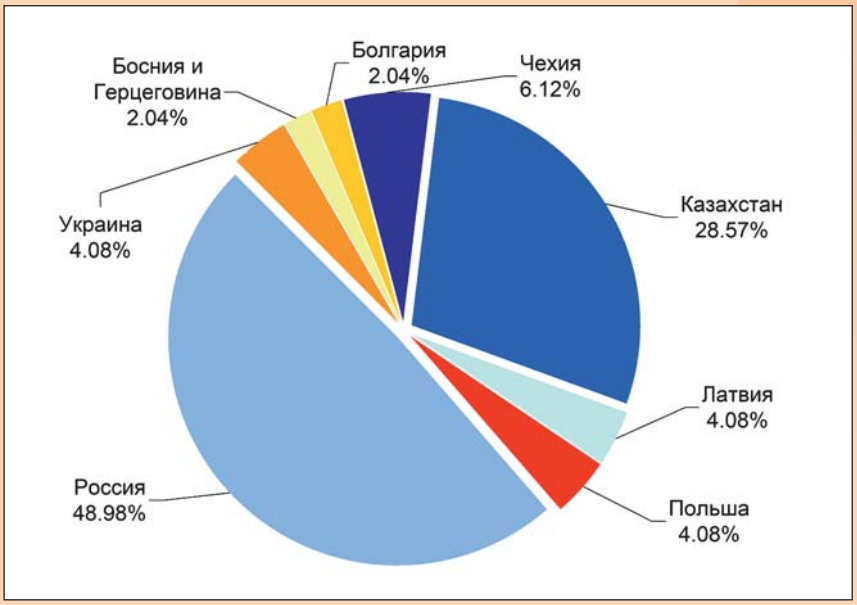
Что касается выбора валюты, наибольшей популярностью пользуется доллар (55.5%), за ним следуют евро (28.4%) и рубль (9.4%). По количеству сделок третье место после доллара и евро занял казахский тенге.

Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе в России должна увеличиться доля рублевых ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, что связано с ростом числа российских инвесторов и более активной деятельностью «Агентства по ипотечному жилищному кредитованию»

Объем эмиссий по региону (2003–2007 гг.)

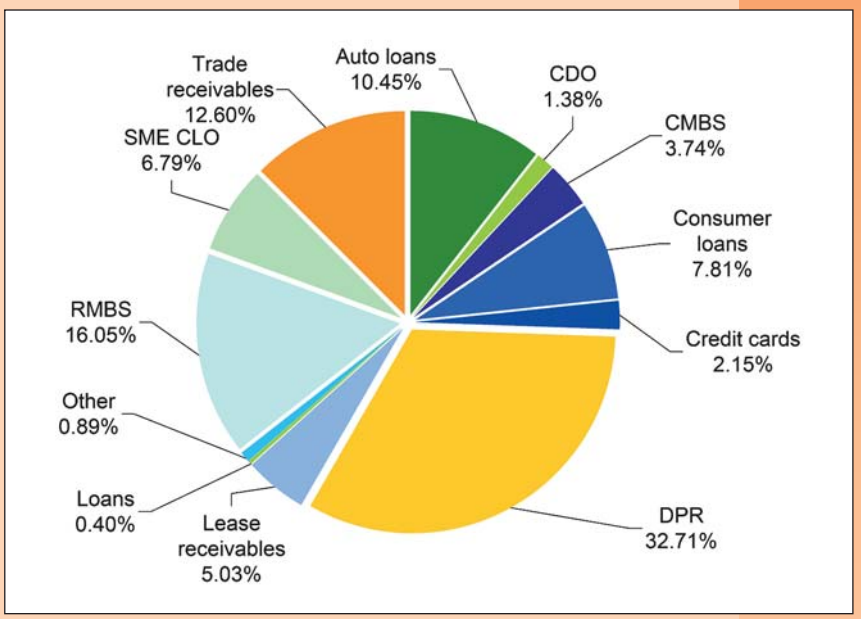


Количество эмиссий по региону (2003–2007 гг.)

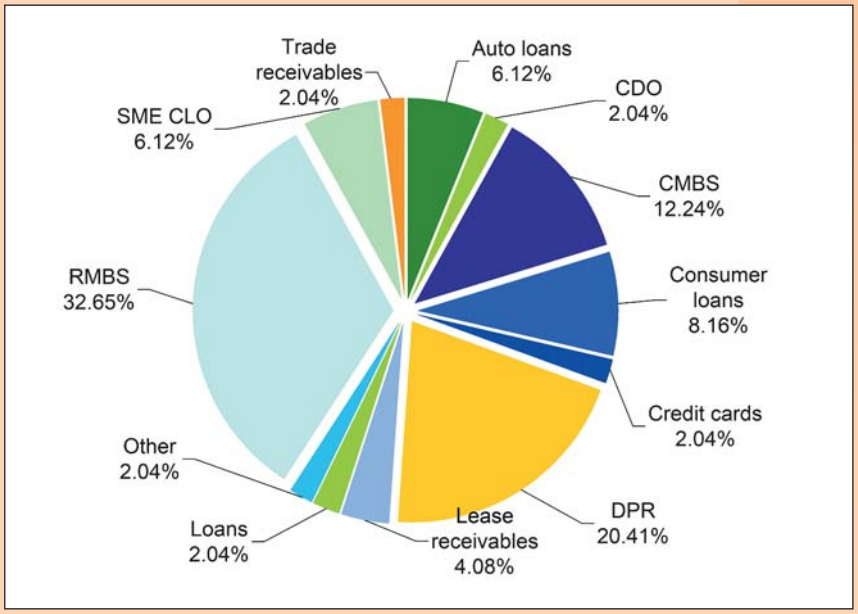


Источник: Dealogic, Moody's, Raiffeisen RESEARCH

Объем эмиссий по типам сделок (2003–2007 гг.)

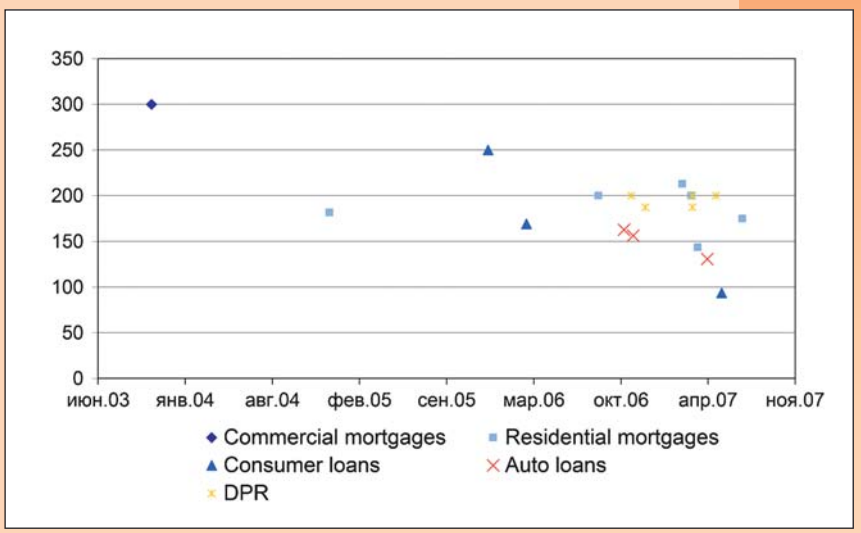


Количество эмиссий по типам сделок (2003–2007 гг.)



Источник: Dealogic, Moody's, Raiffeisen RESEARCH

Спреды по странам Центральной и Восточной Европы и СНГ на первичных рынках (рейтинг BBB)



Источник: Dealogic, Moody's, Raiffeisen RESEARCH

(АИЖК) (например, с намерениями агентства удвоить объем выкупа ипотечных кредитов в 2008 году по сравнению с 2007 годом), а также с диверсификацией источников финансирования (с большим акцентом на выпуск ценных бумаг, обеспеченных ипотекой (MBS). В Казахстане и Украине мы ожидаем в обозримом будущем преобладание долларовых сделок, что объясняется значительной долларизацией этих стран. В странах Центральной и Восточной Европы в среднесрочной перспективе мы видим потенциал преобладания выпусков, деноминированных в евро, что соответствует общей тенденции к постепенному переходу на евро.

В классах с рейтингом BBB наблюдалось незначительное сужение спредов в течение двух последних лет, которое закончилось осенью 2007 года. Это в значительной степени может быть объяснено избытком дешевой ликвидности, поиском инвестиционных возможностей, приносящих более высокую доходность на развивающихся рынках, и нестандартными классами активов, а также растущим числом инвесторов на фоне лучшего понимания рынков стран Центральной и Восточной Европы и СНГ.

СТРУКТУРНЫЕ ЧЕРТЫ

Подавляющее большинство сделок представляет собой сделки секьюритизации, структурированные как «истинная продажа» (англ. true-sale deals). Единственная синтетическая сделка была организована RZB AG и Dresdner Kleinwort в марте 2006 года. Это сделка известна под названием ROOF CEE 2006-1 и представляет собой синтетическую секьюритизацию кредитов от нескольких оригинаторов в виде балансовой сделки CLO. В ходе сделки было секьюритизировано 1 256 польских (59.41% изначального баланса) и чешских (40.49%) кредитов, предоставляемых малым и средним предприятиям (SME loans).

Обычно в основе такой сделки лежат два отдельных платежных приоритета (основа для выплаты процентов и основная сумма долга). Другой характерной чертой является наличие реестров учета недостаточности суммы основного долга, реестров учета перераспределения суммы основного долга и так далее, что объясняет недостаточность в выплате дохода, когда имеет место перераспределение типа «основной долг против дохода» (текущий дефицит дохода покрывается текущими выплатами по основной сумме долга).

В связи с низким рейтингом сервисных агентов, работающих в странах Центральной и Восточной Европы и СНГ, для ряда сделок характерна более высокая степень рисков, связанных с банкротством банка-оригинатора (в случае банкротства банка-оригинатора лица, взявшие у него кредит, могут выступить с контрпретензией к оригинатору). Более того, существует также риск смешения, возникающий, когда обслуживание переходит к резервному сервисному агенту, а должники, выплачивающие кредит, могут продолжать переводить платежи на счета первоначального сервисного агента (до тех пор пока им не разъяснили ситуацию или в силу иных причин). Для уменьшения этих и прочих рисков в структуре сделки присутствуют механизмы повышения кредитного качества и триггеры.

ВНУТРЕННИЕ МЕХАНИЗМЫ ПОВЫШЕНИЯ КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА

Стандартный набор внутренних механизмов повышения кредитного качества включает субординацию, резервный фонд, механизм повышения ликвидности и избыточный спред (англ. excess spread). В отдельных случаях в структуре сделки появляется избыточное обеспечение (англ. over-collateralisation — механизм, предполагающий, что баланс находящихся в обращении бумаг ниже баланса пула), как в случае с Baltic-American Mortgage Trust.

Резервный фонд может иметь разную форму: фонд без амортизации, где первоначальный баланс остается на том же уровне, что и при закрытии сделки (как в случае с Citymortgage MBS Finance, B.V.); возможно также постепенное построение баланса резервного фонда для достижения запланированного объема (примером здесь может служить казахстанская сделка секьюритизации ипотечных кредитов Kazakh Mortgage Backed Securities 2007-1 B.V.); возможна амортизация резервного фонда с помощью баланса облигаций и/или условная амортизация при условии наличия определенных триггеров в зависимости от степени просрочки, нижней границы ставки и так далее (например, в случае обеспеченных ипотекой облигаций Газпромбанка и Moscow Stars B.V. 2007-1). Механизмы повышения ликвидности обладают такими же особенностями, как и резервные фонды.

ВНЕШНИЕ МЕХАНИЗМЫ ПОВЫШЕНИЯ КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА

К традиционным механизмам повышения кредитного качества относятся страхование от политических рисков и гарантии банков. Первое покрывает определенные риски, связанные с экспроприацией и невозможностью конвертировать платеж в национальной валюте в валюту, в которой выпущены облигации, а также риск невозможности перевода денежных сумм из страны вне зависимости от того, в какой валюте они деноминированы.

Страхованием политических рисков занимаются такие компании, как MIGA (Multilateral Investment Guarantee Agency — агентство, созданное в 1988, часть Всемирного Банка), Financial Guarantee Insurance Company, MBIA Insurance Corporation, Ambac Assurance Corporation и IFC. Примерами включения страхования политических рисков в структуру сделки могут служить следующие сделки: Baltic-American Mortgage Trust (страхование политических рисков было предоставлено MIGA, ликвидность по политическим рискам обеспечивал Latvijas Unibanka на основе гарантии Skandinaviska Enskilda Banken AB), BTA DPR Finance Company (страховщиками политических рисков выступили Financial Guarantee Insurance Company, MBIA Insurance Corporation, Ambac Assurance Corporation), Russian Mortgage Backed Securities 2006-1 S.A. (международный платежный механизм предоставлен VTB и гарантирован IFC).

ТРИГГЕРЫ

Триггеры (англ. triggers) — условия, при нарушении которых происходит смена сервисного агента, амортизация резервного фонда или механизма повышения ликвидности, а также изменения в характере амортизации (равномерная, последовательная), обычно представляют собой ряд условий относительно банкротства или понижения рейтинга сервисного агента или оригинатора либо относительно ухудшения качества пула, изменений в налоговом законодательстве, смены собственника и т.д.

Последовательная амортизация облигаций обеспечивает дополнительную кредитную поддержку старшего долга с помощью повышения уровня субординации с течением времени.

Принимая во внимание то, что большинство облигаций старшего класса (поддерживаемые в значительной степени механизмами повышения кредитного качества) предполагает низкий уровень доходности, последовательная амортизация противоречит стремлению эмитента в первую очередь погасить наиболее дорогостоящие инструменты рефинансирования. Поэтому обычно в начале сделки прибегают к последовательной амортизации, а затем переходят на равномерную амортизацию после достижения значительной субординации облигаций старшего класса (как, например, в случае со сделкой Russian Mortgage Backed Securities 2006-1). В первой для Центральной и Восточной Европы сделке RMBS был применен противоположный подход (Baltic-American Mortgage Trust). В этом случае начали с равномерной амортизации, которая была заменена последовательной только после вступления в силу определенных триггеров (например, когда избыточный спред опустился ниже 0.5%).

ОПЦИОНЫ

Структура сделок секьюритизации, как правило, включает колл-опционы, пут-опционы и степап-опционы. Направленный на получение большей прибыли колл-опцион присутствует в подавляющем большинстве структур, он обеспечивает погашение облигаций при уменьшении объема эмиссии в обращении менее чем до 10% от общего количества бумаг (как в случае с эмиссией обеспеченных ипотекой нот Газпромбанка, серия 2006-1) и (реже) для большего процента бумаг в обращении (например, менее 25% для эмиссии обеспеченных ипотекой нот Газпромбанка, серия 2007-1). Еще одной заложенной в структуре сделок формой колл- и пут-опционов, связанных с непредвиденными обстоятельствами, является обязательство оригинатора выкупить облигации, не отвечающие критериям займа, либо облигации с просроченными выплатами или подвергшиеся дефолту на дату выпуска или впоследствии (примером здесь может служить сделка Moscow Stars B.V.).

Степап-опцион обеспечивает более высокую доходность облигаций (добавляется маржа по степап-опциону) по прошествии определенного времени. Он сопровождается рядом условий (эмиссия не может быть погашена досрочно, оговаривается определенный уровень просрочки и т.п.). Примером такого опциона могут служить дополнительные 100 б.п. к купону по прошествии 5 лет с даты выпуска обеспеченных ипотекой нот Газпромбанка серии 2007-1, а также дополнительные 125 б.п. к купону через 7 лет после выпуска Kazakh Mortgage Backed Securities 2007-1 B.V. Важно отметить, что изначальная ожидаемая средняя продолжительность жизни финансовых активов (англ. Weighted_Average Life — WAL) для большинства классов активов и в обоих приведенных выше примерах составляет менее пяти и семи лет, что означает низкую вероятность исполнения степап-опциона. Таким образом, степап-опцион представляет собой своего рода возмещение убытков для инвесторов в случае, если ожидания по досрочному погашению не оправдались.

РЫНОК В СВЕТЕ КРЕДИТНОГО КРИЗИСА

Тенденция к снижению активности на рынке секьюритизации, которая является прямым следствием проблем с субстандартными кредитами, также распространилась и на Восток. Негативное влияние иссякшего источника ликвидности на Западе также ощутили и в отделах по секьюритизации, занимающихся рисками стран Восточной и Центральной Европы и СНГ. Мы перечислим лишь несколько факторов, иллюстрирующих вышесказанное: снижение количества размещений путем открытой подписки, сдвиг в сторону сделок warehouse и частных размещений, расширение спредов в ходе вторичных торгов и обоснованные опасения по поводу «эффекта домино» относительно понижения рейтингов банков-оригинаторов и сервисных агентов в Восточной Европе.

ПОНИЖЕНИЕ РЕЙТИНГОВ БАНКОВ ПРИВОДИТ К РЕЙТИНГОВЫМ ДЕЙСТВИЯМ ПО СДЕЛКАМ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Триггер понижения рейтинга оригинатора или сервисного агента, как правило, включен в структуру сделки и предполагает дополнительные механизмы уменьшения риска путем изоляции кредитного риска сервисного агента. Однако, принимая во внимание текущую рыночную ситуацию, такая взаимная зависимость

приводит к еще большей обеспокоенности на рынках, которые и без того находятся под сильным влиянием кризиса ликвидности. Наиболее ярко такая ситуация проявляется в случае банковской системы Казахстана, которая в большой степени зависит от международного финансирования, необходимого для проведения текущих банковских операций. По оценке рейтингового агентства Moody's, текущий объем иностранных заимствований в банковской системе Казахстана составляет около $40 млрд, более половины долгового финансирования банков.

Из недавних примеров такого негативного влияния можно привести понижение агентством S&P долгосрочных кредитных рейтингов контрагента по обязательствам в иностранной и национальной валюте оригинатора (Казкоммерцбанка) до уровня BB с негативным прогнозом с BB+ со стабильным прогнозом и последовавшее за этим понижение оценки финансовой надежности банка до BBB- с BBB (11 декабря 2007 года). Оценка финансовой надежности банка является ключевым компонентом рейтингов S&P для сделок секьюритизации диверсифицированных платежных прав. Оценка финансовой надежности отражает способность банка генерировать активы, необходимые для обслуживания и погашения долговых обязательств по данной сделке даже в случае дефолта или иного серьезного ухудшения его финансового состояния в период действия сделки. Вышеупомянутые рейтинговые действия по отношению к сервисному агенту вызвали понижение рейтингов по некоторым нотам DPR эмитента — Kazkommerts DPR Co.

ПОНИЖЕНИЕ РЕЙТИНГОВ СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫХ СТРАХОВЫХ КОМПАНИЙ ПОВЫСИЛО УРОВЕНЬ БЕСПОКОЙСТВА НА РЫНКЕ

Сделки, имеющие гарантии или страховое покрытие специализированных страховых компаний, оказались в более сложной ситуации в связи с уже объявленными или ожидающимися рейтинговыми действиями по данным компаниям. Помещение рейтинговым агентством S&P рейтинга корпорации Ambac Assurance Corp. на пересмотр с возможностью понижения (18 января 2008 года) повлияло на облигации класса B казахстанского эмитента BTA DPR Finance Co., а также на эмиссии 2005A и 2006B компании Kazkommerts DPR Co. (они тоже были поставлены на пересмотр с возможностью понижения). Рейтинговое агентство Fitch также понизило рейтинги Ambac Assurance Corp. в тот же день.

Проблемы специализированных страховых компаний оказали дополнительное давление на рынок, когда S&P понизило рейтинги механизма повышения финансовой устойчивости FGIC (с AAA на пересмотре с возможностью понижения до AA на пересмотре с развивающимся прогнозом), а также поставило рейтинги компании MBIA и XLCA на пересмотр с возможностью понижения 1 февраля. Эти рейтинговые действия затронули следующие сделки: BTA DPR Finance 2007-A и Kazkommerts DPR 2006-A и 2007-A (рейтинг каждой из эмиссий был понижен с AAA до AA), а также сделки BTA DPR Finance 2007-B и Kazkommerts DPR 2007-B (поставлены на пересмотр с возможностью понижения).

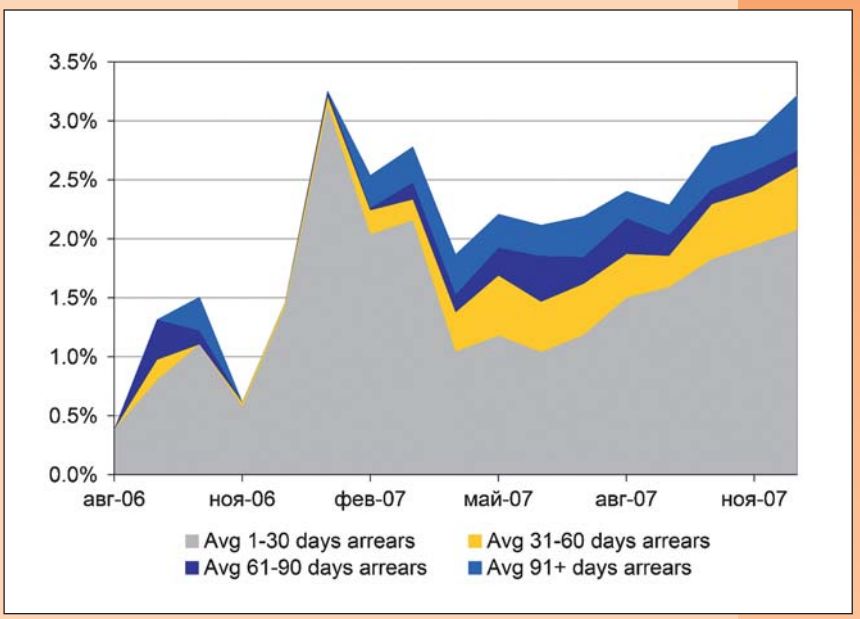
ПРОБЛЕМНАЯ СТОРОНА РЫНКА — СПРОС, А НЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Создается впечатление, что преобладающие в последнее время на рынке настроения удерживают инвесторов от покупки рискованных активов, предлагаемых развивающимися рынками. Невозможность размещения эмиссий по открытой подписке вызвала необходимость выбора других вариантов. Согласно текущему положению дел на рынке, отмечается временный рост количества сделок warehouse и частных размещений, рассматриваемых как способ избежать более проблематичной открытой подписки. Положительным моментом здесь является наличие активности со стороны предложения и постепенное накопление готовых к проведению сделок в ожидании улучшения конъюнктуры рынка во второй половине 2008 года.

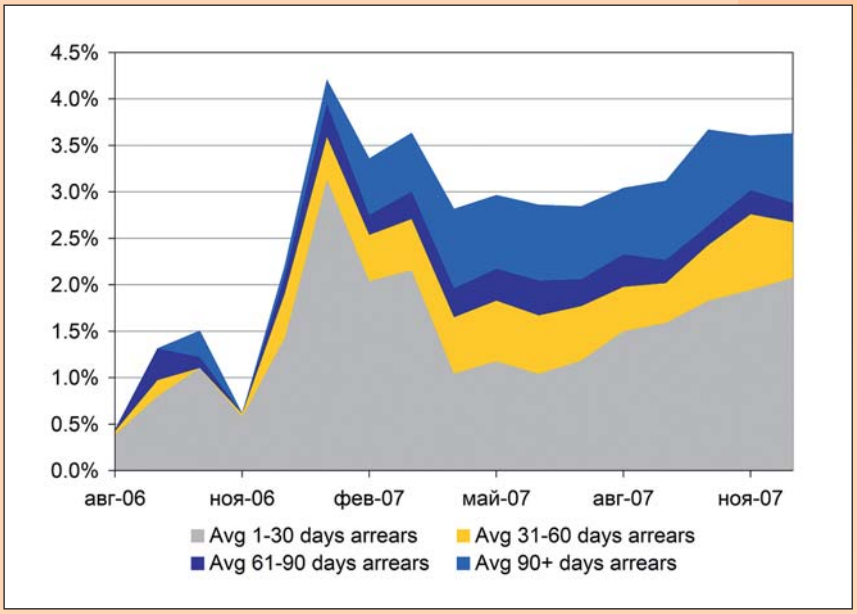
КАЧЕСТВО ПУЛА ПО БОЛЬШЕЙ ЧАСТИ НЕ ИЗМЕНИЛОСЬ

Вторичный рынок сделок RMBS в странах Центральной и Восточной Европы и СНГ демонстрирует достаточно стабильное развитие качества активов, которое, как нам представляется, не ухудшилось на фоне проблем с субстандартными

Просрочки по сделкам RMBS в СНГ



Просрочки по всем активам в СНГ



Источник: отчеты инвесторов (Bank of New York), Raiffeisen RESEARCH

активами (subprime). Хотя в последнее время наблюдается рост сделок, просроченных на 1–30 дней, просрочки дольше 30 дней по восьми официально освещаемым сделкам остались практически на одном и том же уровне с июня 2007 года.

Что касается секьюритизации автокредитов, здесь наблюдается явное увеличение количества сделок, просроченных более чем на 90 дней — примером может служить сделка секьюритизации автокредитов МДМ-Банка «Таганка» (Taganka Car Loans Finance), где объем просроченных кредитов вырос с показателя в 2.09% (от текущего баланса пула кредитов) в мае 2007 года до 4.1% по данным на октябрь 2007 года.

Коэффициенты обслуживания долга (англ. debt service coverage ratios — DSCR), определяемые применительно к секьюритизации будущих поступлений (DPR) и часто являющиеся частью триггера, не понижались. По данным имеющихся на данный момент отчетов, нарушения триггеров DSCR не наблюдалось.

ПРОГНОЗ

Мы считаем, что в странах Центральной и Восточной Европы и СНГ существуют хорошие предпосылки для стабильной деятельности в области секьюритизации в долгосрочной перспективе. Данное мнение основано на ожидающемся в ближайшем будущем процессе конвергенции развивающихся рынков путем наращивания объемов и улучшения качества банковских активов. Тем не менее, мы полагаем, что процесс конвергенции в значительной степени определен системным подходом и перспективами мировой экономики. В связи с этим мы отмечаем наличие рисков, связанных с ухудшением рыночных настроений и текущей тупиковой ситуацией на мировых кредитных рынках, что также оказывает негативное влияние на развивающиеся рынки, где высока зависимость от внешнего финансирования.

Мы рассматриваем прогнозируемое снижение темпов роста кредитного рынка в 2008 году в России и Казахстане как достаточно негативный фактор, который помешает росту рынка секьюритизации в 2008 году. Мы считаем, что продолжающиеся проблемы данного рынка вызваны по большей части ухудшением настроений на мировых рынках и проблемами с ликвидностью. Таким образом, по нашему мнению, препятствия для реализации потенциала рынка секьюритизации существуют даже в странах со стабильным экономическим ростом и низкой зависимостью от внешнего финансирования.

Что касается положительных моментов, мы отмечаем, что до настоящего времени качество секьюритизированных активов остается довольно привлекательным (не наблюдается ухудшения DSCR и ситуации с просрочками и дефолтами). Более того, объем продаж свидетельствует о размере предложения, что отражено в активном проведении сделок warehouse и частных размещениях.

Принимая во внимание все эти факторы, мы прогнозируем недостаток значительной активности на первичном рынке в первой половине 2008 года и постепенный возврат к более активной эмиссионной деятельности только после ослабления тенденции перехода инвесторов в активы более высокого качества на развитых рынках ко второй половине 2008 года. На фоне этого мы ожидаем в 2008 году падения объема первичных эмиссий в странах Центральной и Восточной Европы и СНГ на 40%. Более того, в контексте растущих рисков и премий за ликвидность мы ожидаем, что размещение на первичном рынке будет происходить в условиях растущих спредов.