ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

2008

Секьюритизация ипотечных кредитов

Партнер рубрики:

АИЖК
АГЕНТСТВО ПО ИПОТЕЧНОМУ ЖИЛИЩНОМУ КРЕДИТОВАНИЮ

Секьюритизация представляет собой один из наиболее эффективных механизмов привлечения финансирования, открывающий предприятиям и организациям доступ к практически неограниченным ресурсам внутреннего и международного финансовых рынков. Для инвесторов секьюритизация — это создание новых классов инструментов, принципиально иные возможности управления рисками, выход на новый, более качественный уровень рыночных отношений.

Секьюритизация заключает в себе огромный потенциал развития не только финансового рынка, но и экономики в целом. Особую значимость это приобретает в свете задач по ускорению темпов роста ВВП и реализации приоритетных национальных проектов в России.

В настоящее время ипотечные ценные бумаги играют важнейшую роль на зарубежных финансовых рынках. Они, наряду с государственными ценными бумагами, составляют основу портфелей крупнейших консервативных инвесторов и являются одним из краеугольных камней рынка капитала.

Именно эффективные механизмы секьюритизации дали возможность большинству государств достигнуть впечатляющего прогресса в ипотечном кредитовании и жилищном строительстве. Неслучайно развитие рынка ипотечных ценных бумаг в России названо ключевым направлением реализации приоритетного национального проекта «Доступное и комфортное жилье — гражданам России».

Наталия КОЛЬЦОВА,
директор департамента
структурированных продуктов АИЖК

Структурирование облигаций с ипотечным покрытием в соответствии с законодательством РФ

Наталия КОЛЬЦОВА,

директор департамента структурированных продуктов АИЖК

Наталья Кольцова закончила Московский университет экономики и статистики в 1991 году, имеет ученую степень в области экономической кибернетики. Профессиональный опыт в сфере финансовых услуг свыше десяти лет, включая более четырех лет работы в компании «Газпром» в управлении ценных бумаг и управлении долгосрочных кредитных ресурсов и более пяти лет в АИЖК. Достижения в период работы в АИЖК: выпущены первые эмиссии корпоративных облигаций, обеспеченные государственными гарантиями, впервые в России проведена эмиссия облигаций с ипотечным покрытием. Прошла обучение по программе Housing Finance & Securitization в Wharton Real Estate Center, Университет Пенсильвании, США, в 2004 году.

ПОДГОТОВКА ВЫПУСКА

Начиная с середины 2005 года ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» вплотную приступило к реализации проекта дебютного для российского финансового рынка выпуска облигаций с ипотечным покрытием на сумму 3 млрд руб. в соответствии с Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах».

Во второй половине 2005 года Федеральной службой по финансовым рынкам были приняты нормативные акты, регламентирующие деятельность участников рынка и непосредственно выпуск ипотечных ценных бумаг, активное участие в подготовке которых принимало Агентство.

К концу 2005 года был завершен первый этап подготовки выпуска облигаций с ипотечным покрытием, определивший основные условия, структуру и предварительные ценовые параметры предстоящей сделки. Был проведен анализ юридических, инвестиционных, налоговых и регулирующих аспектов, а также аудит документов, связанных с залогом ипотечного покрытия.

В ходе подготовки дебютного выпуска ипотечных ценных бумаг была выявлена необходимость внесения изменений в ряд положений закона «Об ипотечных ценных бумагах» в целях обеспечения условий для эффективного выпуска указанных финансовых инструментов. Изменения в закон были внесены в середине 2006 года. В частности, они конкретизировали положения об очередности исполнения обязательств, порядок расчета размера ипотечного покрытия, нормативы достаточности ипотечного покрытия для исполнения обязательств и очередность обращения взыскания в случае эмиссии облигаций с одним ипотечным покрытием двух или более выпусков, что в полной мере отвечает потребностям структурирования выпуска облигаций с ипотечным покрытием. Важной новеллой являлось

предоставление права эмитенту на погашение (частичное) облигаций до истечения срока их обращения. Кроме того, были устранены препятствия, связанные со страхованием рисков при ипотечной сделке.

В результате проделанной работы первая серия структурированных выпусков облигаций с ипотечным покрытием, инициатором выпуска которых выступило ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию», была зарегистрирована Федеральной службой по финансовым рынкам 19 апреля 2007 года и успешно размещена 23 мая 2007 года.

В рамках данной серии были выпущены три субординированных по отношению друг к другу выпуска ипотечных ценных бумаг в форме жилищных облигаций с ипотечным покрытием классов А, Б и В со следующими параметрами.

1. Неконвертируемые документарные процентные жилищные облигации с ипотечным покрытием на предъявителя класса А размещены в количестве 2 900 000 штук номиналом 1000 руб. каждая по открытой подписке широкому кругу инвесторов.

2. Неконвертируемые документарные процентные жилищные облигации с ипотечным покрытием на предъявителя класса Б размещены в количестве 264 000 штук номиналом 1000 руб. каждая по закрытой подписке Европейскому банку реконструкции и развития.

3. Неконвертируемые документарные процентные жилищные облигации с ипотечным покрытием на предъявителя класса В размещены в количестве 130 794 штук номиналом 1000 руб. каждая по закрытой подписке ОАО «АИЖК».

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Облигации классов А, Б и В обеспечиваются одним ипотечным покрытием. Ипотечное покрытие составляют обеспеченные ипотекой требования, номинированные в российских рублях, удостоверенные закладными и выданные в соответствии со стандартами АИЖК в 55 регионах России. Широкая географическая диверсификация, а также достаточно жесткие требования закона к ипотечным кредитам, входящим в состав ипотечного покрытия (LTV меньше 70%, требования к обязательному страхованию, исключение из расчета размера ипотечного покрытия кредитов с просрочками платежей по кредиту или страхованию и т.д.), позволяют говорить о высоком качестве обеспечения по таким бумагам. Статистика поведения обращающихся на рынке сделок показывает существенно более низкий и предсказуемый уровень просрочек и дефолтов по сравнению с другими кредитами.

Выпуск облигаций с использованием специально созданного ипотечного агента позволяет исключить для инвесторов риски, связанные с деятельностью инициатора выпуска и самого эмитента. Таким образом, надежность облигаций определяется в первую очередь качеством ипотечного покрытия, что выгодно отличает облигации с ипотечным покрытием от других долговых инструментов и позволяет использовать их для рефинансирования ипотечных кредитов не только крупным, но и средним и мелким банкам.

Эмитентом облигаций является ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» — акционерное

Основные параметры первого выпуска ипотечных ценных бумаг

Класс облигаций	Валюта	Номинальная стоимость, млн руб.	% от общей суммы эмиссии	Рейтинг (Moody's)	Кредитное усиление %*	WAL (лет)	Ставка купона	Юр. срок погашения
А	RUR	2 900.0	88%	A3	19%	1.5	6.94%	15.02.2039
Б	RUR	264.0	8%	Ba1	11%	7.0	9.50%	15.02.2039
В	RUR	130.8	4%	NR	7%	—		15.02.2039

* Кредитное усиление считается как номинальная стоимость субординированных выпусков плюс резерв ликвидности.

общество, специально созданное в соответствии с Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах». Акционерами ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» являются два фонда, созданные в соответствии с законодательством Нидерландов.

В соответствии с требованиями Закона об ИЦБ и решениями о выпуске облигаций с ипотечным покрытием ЗАО «ПИА АИЖК» было создано исключительно для осуществления трех выпусков ипотечных ценных бумаг и не может заниматься иными видами деятельности, кроме покупки пула закладных и выпуска и обслуживания облигаций с ипотечным покрытием. ЗАО «ПИА АИЖК» не имеет штата сотрудников. Единоличным исполнительным органом эмитента назначено ООО «ТМФ РУС», дочерняя компания голландского холдинга — одного из крупнейших в мире по созданию и доверительному управлению компаниями специального назначения (SPV). Бухгалтерский учет эмитента осуществляет ООО «РМА Сервис».

Сервисное обслуживание закладных, входящих в ипотечное покрытие, осуществляет ОАО «АИЖК», являющееся мастер-сервисером. В обязанности мастер-сервисера входит обслуживание портфеля ипотечных кредитов, сбор платежей, представление интересов эмитента в отношениях с другими сторонами, обращение взыскания на заложенное имущество в случае дефолта по закладным, подготовка отчетности, раскрытие информации и т.д. В случае несвоевременного поступления платежей от субсервисеров АИЖК гарантирует перечисление платежей за счет собственных средств. Таким образом удалось снизить риски смешения денежных средств, поступающих по пулу, с иными активами организаций, являющихся промежуточными звеньями в цепочке сбора платежей в различных регионах России. Владельцы облигаций с ипотечным покрытием никак не взаимодействуют с заемщиками по ипотечным кредитам, а получают платежи по облигациям от эмитента аналогично классическим корпоративным облигациям.

Существенным отличием от международных сделок по секьюритизации является отсутствие в российском законодательстве концепции доверительного управляющего активами в интересах облигационеров. Частично эти функции возложены в сделке на специализированный депозитарий ипотечного покрытия. Специализированный депозитарий является хранителем закладных и осуществляет функции контроля и учета ипотечного покрытия в соответствии с Законом об ИЦБ. Любые действия с имуществом и денежными средствами, входящими в ипотечное покрытие, могут осуществляться только с согласия специализированного депозитария.

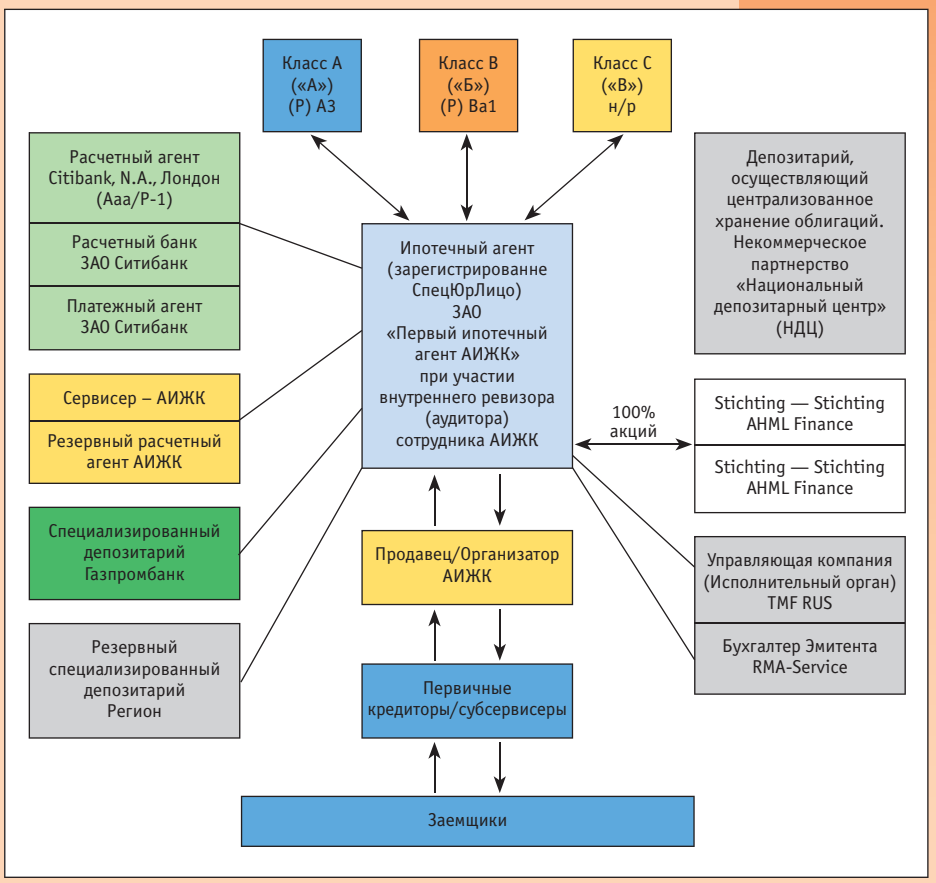
Вся договорная база по сделке, за исключением одного договора, регулируется российским законодательством, и в частности — Законом об ИЦБ.

ОРГАНИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА СДЕЛКИ

Данная сделка по выпуску ипотечных ценных бумаг является первой на российском рынке, предусматривающей эмиссию трех выпусков облигаций, обеспеченных одним ипотечным покрытием. Эти выпуски имеют различную очередность по выплатам процентного дохода и погашению номинальной стоимости облигаций, приоритетность которых снижается от старшего к более младшим выпускам. Так, погашение более младших выпусков допускается только после полного погашения старшего выпуска. Выплата процентного дохода по облигациям субординированных выпусков также может производиться лишь при условии полного удовлетворения текущих обязательств по облигациям более старшего выпуска. Для исполнения обязательств по облигациям установлена следующая очередность: облигации класса А — первая очередь, облигации класса Б — вторая очередь, облигации класса В — третья очередь.

Срок погашения облигаций всех выпусков — не позднее 15 февраля 2039 года. Предусмотрена возможность частичного погашения облигаций в соответствии с установленной очередностью, размер которого зависит от поступлений в счет погашения основного долга по закладным, входящим в состав ипотечного покрытия. Исходя из имеющейся статистики

Структурная диаграмма



по досрочному погашению ипотечных кредитов, ожидаемая дюрация облигаций класса А составляет всего 1.5 года.

В структуре выпусков предусмотрен опцион эмитента на досрочное погашение выпусков классов Б и В не ранее даты полного погашения облигаций класса А. Затем данный механизм был усовершенствован, и при второй серии выпусков опцион на полное досрочное погашение предусмотрен одновременно для облигаций класса А, облигаций класса Б (только одновременно с полным погашением облигаций класса А) и облигаций класса В (не ранее полного погашения облигаций класса А и класса Б). Досрочное погашение эмитент вправе объявить в дату окончания 28 купонного периода (примерно через 7 лет) или после того, как совокупный остаток непогашенной номинальной стоимости облигаций классов А, Б и В составит менее 13% от совокупной номинальной стоимости указанных классов облигаций по состоянию на дату окончания размещения каждого из соответствующих выпусков, в зависимости от того, какое событие произойдет ранее. При этом чтобы обеспечить дополнительный комфорт владельцам облигаций, предусмотрено, что если эмитент таким правом не воспользуется, то процентная ставка по купонам увеличивается автоматически на 1% годовых.

Облигации класса А имеют фиксированную процентную ставку. Доход по облигациям класса Б определяется исходя из фиксированной расчетной процентной ставки, при этом его размер обусловлен объемом поступлений по ипотечному покрытию. То есть при недостаточности поступлений купон по классу Б может быть выплачен не в полном объеме и перенестись на следующую дату выплаты с начислением на такую невыплаченную часть процентов по той же расчетной процентной ставке. Доход по облигациям класса В представляет собой остаток денежных поступлений по ипотечному покрытию после оплаты всех расходов эмитента, осуществления частичного погашения облигаций класса А и Б и выплаты процентного дохода по ним, пополнения резервного фонда и других выплат, предусмотренных решением о выпуске.

Закон об ИЦБ предусматривает выплату процентов по облигациям с ипотечным покрытием как минимум один раз в год. Это положение не содержит никаких исключений в отношении субординированных облигаций. Чтобы соблюсти это требование, в структуре предусматривается выплата минимального символического купона по субординированным выпускам в случае, когда три последовательные выплаты купона по ним были нулевые.

Все указанные выше особенности выплаты дохода по облигациям субординированных классов были внедрены для того, чтобы минимизировать риск возникновения ситуации, когда владельцы субординированных классов получают право требовать досрочного погашения от эмитента до того момента, пока такое право не возникло у облигационеров старшего выпуска.

МЕХАНИЗМЫ ПОВЫШЕНИЯ КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА

Ипотечные ценные бумаги с прямым распределением платежей, в состав обеспечения по которым входят только ипотечные кредиты и денежные средства, относятся к наиболее консервативным финансовым инструментам с весьма низкими кредитными рисками. За счет механизма субординации риски дефолтов по ипотечным кредитам и иные риски ипотечного покрытия принимает на себя сначала младший выпуск и только потом, последовательно, более старшие выпуски.

Как это работает? В случае присвоения ипотечному кредиту статуса дефолта в соответствии с критериями, определенными решением о выпуске, на сумму долга по такому кредиту дополнительно происходит амортизация старшего выпуска за счет использования денежных поступлений в счет процентных платежей заемщиков до распределения их остатка в пользу дохода владельцев облигаций младшего выпуска. Таким образом, против обязательств по облигациям всегда находится пул только качественных «недефолтных» кредитов. В качестве альтернативного механизма защиты от кредитных рисков АИЖК рассматривало также принятие на себя обязательств по обратному выкупу дефолтных закладных, но этот вариант не нашел своего развития, поскольку мог оказать негативное воздействие на результаты анализа «действительной продажи» (true sale).

Дополнительную защиту инвесторам обеспечивает наличие денежного резерва на покрытие недостающей ликвидности для выплат владельцам облигаций старших выпусков. Размер такого резерва для первой сделки АИЖК составлял 4% от общей номинальной стоимости облигаций всех выпусков на дату начала размещения с последующим увеличением до 7% за счет поступлений в счет процентов по входящим в ипотечное покрытие кредитам. Для второй сделки размер такого резерва был сразу установлен на уровне 8% в связи с меньшим избыточным спредом в структуре сделки. Размер резерва не амортизируется и остается на установленном уровне до наступления окончательного срока погашения облигаций. Таким образом, по мере амортизации облигаций кредитная поддержка постепенно увеличивается, давая дополнительный комфорт инвесторам в облигации. Для повышения надежности сумма денежных средств в составе резерва ликвидности сразу включается в состав ипотечного покрытия, и ее использование контролируется специализированным депозитарием.

Если суммы платежей, полученных по ипотечному покрытию, окажется недостаточно для осуществления выплат по облигациям в полном объеме на очередную дату выплаты процентов, ипотечный агент может воспользоваться резервом для совершения таких выплат. В дальнейшем резерв пополняется до установленного максимального уровня за счет избыточного спреда.

Таким образом, совокупный уровень кредитной поддержки в первой сделке для облигаций класса А составляет 19%, то есть даже при дефолте и невозможности обратить взыскание по каждому пятому кредиту владельцы облигаций класса А будут получать выплаты своевременно и в полном объеме.

Перечисленные выше механизмы повышения кредитного качества позволяют облигациям с ипотечным покрытием получать рейтинги на уровне странового и выше. Так старший выпуск ипотечных облигаций ЗАО «ПИА АИЖК» получил международный рейтинг А3 (на две ступени выше суверенного) по классификации рейтингового агентства Moody's Investors Service. Получение рейтинга выше суверенного означает признание рейтинговым агентством высокого кредитного качества данных облигаций, а также того, что структура и ключевые параметры облигаций с ипотечным покрытием максимально приближены к международным стандартам.