Секьюритизация ипотечных активов с участием российских оригинаторов: сильные и слабые стороны сделок

Игорь ЖИГУНОВ,

заместитель председателя правления, Городской Ипотечный Банк

Игорь Жигунов работает в сфере ипотечного кредитования 9 лет. Свою профессиональную деятельность начинал с кредитной дирекции «Промышленно-строительного банка». Далее возглавлял Северо-Западный филиал АИЖК, затем два года являлся главой представительства банка «ДельтаКредит» в Санкт-Петербурге. В «Городском Ипотечном Банке» Игорь Жигунов работает со дня открытия офиса в Санкт-Петербурге, возглавив его в 2004 году. С июля 2005 г. является также начальником департамента продаж банка, а с ноября 2005 года — членом правления банка. С августа 2007 г. назначен на должность заместителя председателя правления банка. Помимо этого Игорь Жигунов руководит рабочей группой по ипотечному кредитованию и жилищному финансированию Ассоциации банков Северо-Запада. Кандидат экономических наук, имеет высшее экономическое и юридическое образование.

Одним из основополагающих факторов успеха той или иной программы ипотечного кредитования и вообще возможности ее эффективной реализации является оптимальное фондирование кредитором, то есть привлечение долгосрочных ресурсов. Таковыми источниками могут быть как собственные средства банков и материнских компаний, средства, привлекаемые путем институциональных заимствований, средства от реализации механизмов паевых ипотечных инвестфондов, сделки рефинансирования, секьюритизации ипотечных активов.

Ресурсное обеспечение — действительно один из основных вопросов развития рынка ипотеки, причем ресурсы нужны доступные и долгосрочные. Ипотека имеет смысл при кредитовании на срок от 10–15 лет. У большинства банков таких возможностей сейчас нет. В настоящее время ресурсы сроком свыше трех лет составляют не более 8–10% банковских пассивов.

До недавнего времени (с учетом ситуации на мировых финансовых рынках) финансирование ипотеки банками происходило в основном за счет таких источников, как собственные средства банков (причем их далеко не достаточно для финансирования даже жилищного рынка, не говоря уже о коммерческой ипотеке), средства от продажи кредитных портфелей (сделки рефинансирования), то есть вторичный рынок ипотеки и целевые займы — средства институциональных инвесторов. Кроме того, в 2006–2007 гг. было реализовано несколько секьюритизационных сделок ипотечных активов.

Среди основных инструментов привлечения финансовых ресурсов для ипотечного кредитования и используемых на вторичном рынке ипотеки можно выделить:

- кредитные линии (долгосрочные и револьверные);
- продажу банками ипотечных пулов;
- рефинансирование через кондуиты;
- ипотечные ценные бумаги (балансовые, забалансовые);
- структурированные ипотечные ценные бумаги (RMBS, REMIC).

Таким образом, мировая практика работы с ценными бумагами в целях финансирования ипотеки предусматривает:

- продажу пулов кредитов (не ипотечные ценные бумаги, однако реальная возможность рефинансирования);
- облигации (обеспеченные/необеспеченные), выпускаемые участниками вторичного рынка ипотечных ценных бумаг;
- обеспеченные облигации, выпускаемые участниками первичного рынка ипотечных ценных бумаг — эмитентами могут быть ипотечные банки (Дания, Германия, Швеция), универсальные банки (Чехия, Чили, Испания) или централизованный эмитент (Франция, Швейцария);
- ипотечные ценные бумаги, подходящие по денежным потокам единому заложенному пулу закладных; эмитируются банками-кредиторами или кондуитами (например, Fannie Mae);
- различные ипотечные ценные бумаги, выпущенные против единого пула закладных; модифицируют денежные потоки между заемщиками и инвесторами в соответствии с требованиями последних.

Чем больше развит ипотечный рынок, тем больше доля участия на вторичном рынке институциональных инвесторов. Для информации: доля ипотечных ценных бумаг в объеме рынка долговых бумаг ЕС составляет порядка 19%, США — порядка 30%. В США объем рынка ипотечных бумаг вырос за последние 4 года в 1.5 раза и составлял несколько триллионов долларов США.

2007 год поделился для российских участников на две части (до кризиса и после) и, как следствие, определил различия в возможностях фондирования. Если говорить об основных инструментах, использованных российскими участниками рынка до лета 2007 года, то это:

- собственные и средства «материнских» компаний;
- целевые займы (средства институциональных инвесторов);
- ЗПИФ (закрытый ипотечный ПИФ);
- продажа пулов ипотечных кредитов;
- сделки секьюритизации.

С учетом же текущей ситуации сложности привлечения ресурса на мировых рынках и пока нецелесообразности сделок секьюритизации ввиду дороговизны ресурса и сложности размещения ипотечных ценных бумаг вообще (ранее возможная стоимость привлечения ресурса составляла LIBOR + 120 / 160 б.п., а к осени 2007 г. рыночная стоимость привлечения могла достигать до 9–11% в валюте), одним из наиболее возможных сегодня инструментов для кредиторов являются средства материнских компаний и сделки рефинансирования пулов кредитов или просто продажа закладных с определенным набором параметров.

ЗАЧЕМ НУЖНО РЕФИНАНСИРОВАНИЕ?

Банк, выдавая кредиты по определенным стандартам, формирует так называемые пулы. При этом этот пул может быть предложен на рынок потенциальному покупателю — банку, готовому купить сформированный доходный актив, или банк может изначально выдавать кредиты под конкретного покупателя пулов таких закладных (разумеется, по его стандартам). Для банка-кредитора (первичного) плюс в том, что он получает доход от выдачи кредита, его оформления, маржу, процентный доход до момента продажи актива, таким образом развивает свою розницу. Для банка — покупателя таких кредитов это возможность без отвлечения на работу фронт-офиса (первичный отбор клиента) формировать доходный актив (долгосрочный), а в последующем, возможно, и перспектива организации выпуска ипотечных ценных бумаг. Клиент при передаче прав по закладной не пострадает: условия кредитного договора (закладной) остаются без изменений. Это регулируется действующим законодательством, а также указывается в договорах. При такой схеме меняется кредитор, прини-

мающий в итоге платеж заемщика по кредиту. О проведении рефинансирования банк уведомляет клиента, при этом в ряде случаев клиент вполне может оставаться на обслуживании в том же банке. Важным условием оптимального рефинансирования является стандартизация кредитного портфеля (это показатели кредитных сделок, ставок, условия соотношения кредита и стоимости обеспечения и т.д.), также важен вопрос организации обслуживания такого кредитного пула.

Однако развитие рынка требует более системного решения вопроса с привлечением ресурсов, а значит, реализуемые меры (доработка нормативной базы, организация инфраструктуры вторичного рынка, создание условий для должной мотивации и вообще наличия инвесторов) должны будут учитывать уже те проведенные сделки, мировой опыт, текущее состояние экономики и динамику изменений, правовое поле.

Таким образом, важно проанализировать сильные и слабые стороны проведенных ранее секьюритизационных сделок с участием российских оригинаторов, поскольку реализация масштабного развития рынка ипотечного кредитования и связанного с ним жилищного финансирования возможна только при развитии рынка секьюритизации, ведь именно она дает возможность трансформации активов в ликвидные ценные бумаги.

Рынок секьюритизационных ценных бумаг в последние годы получил бурное развитие на Западе, особенно в США, ведь по своей сути это рынок инструментов, обеспеченных активами. Сделки секьюритизации по ипотеке позволяют привлечь более дешевые долгосрочные ресурсы, чем, например, целевые займы. Ведь рейтинг таких бумаг (а они довольно ликвидны) может быть даже выше рейтинга эмитента (основа — недвижимое имущество, и ничего общего с финансовой состоятельностью кредитора). Поскольку нормативно-правовая база России не предусматривала достаточных условий для создания и функционирования сложных секьюритизационных структур, в основном все первые российские секьюритизационные сделки оформлялись за рубежом. Передача же активов в рамках договора купли-продажи ипотечных кредитов регулируется законодательством РФ.

Говоря о проведенных сделках секьюритизации с участием российских оригинаторов, важно отметить их сильные и слабые стороны.

Сильные стороны:

- хорошее качество кредитов в портфелях;
- умеренный средневзвешенный LTV;
- наличие закладных по кредитам;
- высокие стандарты выдачи и обслуживания кредитов;
- наличие резервов на непредвиденные юридические расходы (пример, $750 тыс. по Городскому Ипотечному Банку);
- наличие финансово стабильных участников сделок (например, гарантии IFC по международному платежному механизму сделки ВТБ).

Слабые стороны:

- неопределенность ценовой ситуации на недвижимость в РФ;
- высокая географическая концентрация портфеля;
- ограниченные исторические данные по поведению российских ипотечных кредитов;
- несовершенство правового регулирования секьюритизации в РФ;
- как правило, долларовая номинация кредитов при доходе заемщика в рублях;
- отсутствие кредитного рейтинга оригинатора либо, наоборот, волатильность рейтинга старшего транша.

Одними из основных факторов влияния на секьюритизационные сделки являются тестирование на возможность бездефолтного существования в рамках экономического стресса, страновой риск и возможные ограничения на конвертируемость национальной валюты, риск досрочного погашения. Риск досрочного погашения заслуживает отдельного внимания, и здесь можно отметить такие применяемые инструменты снижения риска досрочного погашения участниками, как выпуск ИЦБ со сроком обращения меньше срока погашения обязательств в основе секьюритизации, выпуск нескольких траншей ИЦБ с одним ипотечным покрытием, дестимулирование — мораторий и дополнительные комиссии при досрочном погашении, минимальные суммы (от 3–6 мес. до 3–5 лет).

Как ранее отмечалось, с учетом текущей ситуации на мировых финансовых рынках для большинства российских участников теперь актуальными источниками остаются собственные средства и средства материнских компаний, сделки по продаже пулов ипотечных кредитов (условия по которым также усложняются), осуществление целевых заимствований (средства институциональных инвесторов) или синдицированные займы.

Секьюритизировать можно все: банки посредством секьюритизации рефинансируют обязательства по кредитам предприятий, авто- и ипотечным кредитам и так далее. Инструмент очень популярен в мире, например, за 2005 г. в мире посредством данного инструмента было выпущено бумаг на сумму более $700 млрд (за 2004 г. — около $530 млрд).

Пул, обеспеченный закладными по ипотечным кредитам, оформленными по мировым стандартам — прозрачная и интересная форма для инвесторов. Ведь закладная — это ценная бумага, что позволяет проще и законодательно обеспеченно совершать с ней операции. Таким образом, интерес к таким активам очень высок. Причем, как показал практический результат подобной сделки секьюритизации Городского Ипотечного Банка, это существенно более выгодно, чем привлечение долгового финансирования как минимум на 200 б.п. Таким образом получаются и более низкие ставки для конечных заемщиков.

При этом банк снимает с себя кредитные риски, которые передаются потенциальным инвесторам, покупающим эти ценные бумаги.

Важный вопрос — четкость, доскональность и время подготовки к таким сделкам. На это уходит около года, привлекается целый ряд компаний. Далее идут вопросы выстраивания верной структуры сделки, получение рейтинга, разрешений, оформление договорной документации. Обращая внимание на размещение на американских рынках, еще один критерий — соответствие требованиям Правил 144А. Правило Комиссии по ценным бумагам и биржам США разрешает институциональным покупателям, отвечающим определенным требованиям, торговать ценными бумагами, размещенными по закрытой подписке, без соблюдения обычных в таких случаях требований владения ценными бумагами в течение определенного периода времени, что повышает ликвидность ценных бумаг.