Анализ развития рынка секьюритизации автокредитов в России

Александр ИВАНОВ,

вице-президент,
отдел секьюритизации
развивающихся рынков,
ABN AMRO

Александр начал работу в ABN AMRO в январе 2006 года и работает с клиентами из стран СНГ и Балтии. До работы в ABN AMRO Александр на протяжении 4.5 лет занимался секьюритизацией автокредитов и кредитных карт в Capital One Bank в США. Александр имеет степени магистра администрации бизнеса (MBA) и магистра наук в области финансов Университета штата Мэрилэнд и степень бакалавра Университета им. Джоржа Вашингтона в округе Колумбия (США).

С момента первой сделки секьюритизации автокредитов в России в 2005 году секьюритизация прочно зарекомендовала себя как один из наиболее стабильных и выгодных видов финансирования банков и финансовых компаний на рынке российского автокредитования. Несмотря на сегодняшние трудности на фондовых рынках, трудно сомневаться в том, что секьюритизация автокредитов в России в будущем займет еще более превалирующее место в разбивке фондирования российских финансовых институтов. Уже сегодня сложился ряд причин, которые позволят российской секьюритизации не только пережить те временные трудности, которые сегодня присутствуют на мировых рынках капитала, но и многократно увеличить будущий спрос на ценные бумаги, обеспеченные денежными потоками российских активов среди локальных и международных инвесторов.

Чтобы понять, почему секьюритизация привлекает как способ финансирования и как инструмент для инвестиций, необходимо не только знать фундаментальные основы и цели секьюритизации, но и понимать ее преимущества и недостатки как с точки зрения банков-оригинаторов, так и с точки зрения инвесторов.

Секьюритизация есть не что иное, как создание и выпуск долговых бумаг, где выплата процентов и основного долга происходит из денежных потоков, генерированных определенным пулом финансовых активов, таких как, например, автокредиты. Как правило, секьюритизировать можно любой более или менее стабильный и предсказуемый поток платежей. Поскольку по своей природе обыкновенные розничные кредиты обладают такими характеристиками, то неудивительно, что подавляющее большинство из более чем $12 трлн обеспеченных бумаг, не погашенных на конец 2007 года, приходилось на обеспечение ипотекой и другой розницей.

Основная цель секьюритизации заключается в том, чтобы разграничить и изолировать финансовый актив, производящий денежные потоки для выплат по обеспеченным бумагам, от риска банка-оригинатора. В большинстве случаев это достигается путем действительной продажи (true sale) когда пул активов продается в специально созданное предприятие (SPV, или СПВ). В России, несмотря на наличие действущего законодательства, позволяющего создание СПВ на територрии Российской Федерации и заключение договора купли-продажи по российскому праву, чаще используется структура, где активы продаются в СПВ, основанное в оффшорной юрисдикции, например, в Нидерландах, а договор купли-продажи заключается в соответствии с английским и российским правом. Это делается в первую очередь в целях привлечения иностранных инвесторов, которые чувствуют себя намного комфортней, если документация оформлена по праву, знакомому для них и хоть в какой-то степени опробованному на практике. Помимо того, если речь идет о структурах-накопителях, где финансирование предоставляет западный банк-организатор, оформление сделки по западному законодательству будет попросту являться требованием кредитного департамента этого банка.

Следует отметить, что несмотря на то что действительная продажа отвечает всем требованиям юридического и регуляторного анализа, по международным стандартам, особенно по второму Базелу, все сделки по секьюритизации, где основная доля кредитного риска портфеля остается с банком-оригинатором, — а это абсолютно все сделки в СНГ до сегодняшнего дня — будут консолидированы на баланс банка-оригинатора.

ПРЕИМУЩЕСТВА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Главные преимущества секьюритизации для банка-оригинатора можно сгруппировать в пять основных категорий.

1) Более низкая стоимость фондирования. За счет изоляции финансирующих активов от риска банка-оригинатора и при наличии повышения кредитного качества можно достичь более высокого рейтинга обеспеченных бумаг. Это, в свою очередь, должно отразиться в более дешевом финансировании. Однако до недавнего времени для российских банков это далеко не всегда было так. До кредитного кризиса спрос на необеспеченные бумаги российских банков был так велик, что зачастую было проще и дешевле привлечься на рынке евробондов, нежели тратить время, силы и деньги на стуктурирование сделки по секьюритизации. Сегодня уже ясно, что этот феномен вряд ли повторится в послекризисной действительности, в первую очередь потому что произошла жесткая переоценка рисков, и подход инвесторов будет более рациональным, по крайней мере, в обозримом будущем.

2) Расширение базы инвесторов. Поскольку обеспеченные долговые бумаги несут в себе кредитные риски активов, а не банков-оригинаторов, эти бумаги привлекают совершенно другой круг инвесторов по сравнению с необеспеченным финансированием. Однако следует заметить, что поскольку российский рынок секьюритизации еще очень молод, он не успел зарекомендовать себя среди традиционных инвесторов на рынке обеспеченных бумаг, таких как международные пенсионные и инвестицонные фонды. Инвесторы, которые до сих пор покупали бумаги, обеспеченные российскими активами, хорошо знакомы с развивающимися рынками, так как являются их постоянными участниками. Эта ситуация изменится по мере развития российского рынка и ознакомления международных инвесторов с российскими активами.

3) Диверсификация фондирования. Глобальный рынок секьюритизации чрезвычайно глубок: на конец 2007 года он насчитывал более $12 трлн. Более того, поскольку рынок обеспеченных бумаг менее подвержен рискам банков и экономическим факторам, он, как правило, более стабилен и доступен, чем рынок необеспеченных бумаг.

4) Освобождение капитала. Центральный банк России в своем анализе секьюритизации следует юридическому анализу действительной продажи. Это позволяет банкам-оригинаторам убирать активы с баланса после того, как они были проданы в СПВ, что позволяет освободить капитал.

5) Менеджмент активов и пассивов. Поскольку секьюритизация несет характеристики финансирующих активов, а обеспеченные бу-

маги выплачиваются этими потоками, то период погашения бумаг будет в большой степени отражать срочность самих активов. Это поможет банку-оригинатору уменьшить различие в сроках погашения между активами и пассивами.

Для инвесторов преимущества секьюритизации во многом те же, что и для банков-оригинаторов. Более высокие рейтинги бумаг позволяют инвесторам более агрессивно покупать эти бумаги, а отсутствие кредитных рисков банков-оригинаторов делает эти инвестиции более предсказуемыми.

ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ РЫНКА

Секьюритизация как способ фондирования возникла в 70-х годах в США, когда банкиры Salomon Smith Barney впервые выпустили ценные бумаги, обеспеченные потоками ипотечных кредитов. Достаточно быстро бумаги, обеспеченные потоками от ипотеки, стали излюбленными инструментами для фондирования среди различных американских финансовых структур и для вложения среди пенсионных и инвестиционных фондов. Следует отметить, что своим появлением секьюритизация во многом обязана американскому правительству, которое в то время агрессивно продвигало идею секьюритизации в финансовых кругах с целью развития ипотеки и вторичного рынка жилья в стране. Ведь не зря именно правительственная национальная ипотечная ассоциация GNMA выпустила первые ипотечные обеспеченные бумаги в феврале 1970 года.

Первая сделка секьюритизации неипотечных активов была структурирована в 1985 году, когда лизинговая компания Sperry Lease Finance выпустила бумаги, обеспеченные потоками от лизинга компьютерного оборудования. За этой первой сделкой секьюритизации лизинга довольно быстро последовали сделки по секьюритизации других неипотечных активов, таких как автокредиты, кредитные карты, розничные кредиты, студенческие кредиты и многое другое.

Довольно быстро инвесторы научились разделять риски различных активов, и это тут же стало отражаться на ценообразовании обеспеченных бумаг. Бумаги, обеспеченные ипотекой, воспринимались инвесторами как наименее рисковые вложения из-за отработанной системы залога недвижимости, более низкого риска, связанного с финансированием жилья, и высокой ликвидности недвижимости. Более того, бумаги, выпущенные через такие агентства, как Fannie Mae и Freddie Mac, где существует так называемая «подразумеваемая» гарантия американского правительства, расценивались инвесторами чуть ли не такими же безрисковыми, как treasury bills. Следует отметить, что данная позиция инвесторов оставалась практически неизменной на протяжении всего этого времени по отношению к ипотечным бумагам во всем мире, пока в середине прошлого года повальный дефолт на американском рынке ипотеки не заставил инвесторов произвести переоценку рисков, связанных, в первую очередь, именно с бумагами, обеспеченными недвижимостью.

Вслед за разделением рисков по активам последовало разделение кредитных рисков внутри самих активов. По мере развития секьюритизации банки и финансовые компании, чтобы оставаться конкурентоспособными, были вынуждены искать возможности расширения бизнеса в менее традиционных и более рисковых сегментах рынка. Это, в свою очередь, повышало риск бумаг, которые обеспечивали эти активы после секьюритизации. Несмотря на то что рейтинговые агентства при наличии достаточного повышения кредитного качества могли присвоить бумагам, обеспеченным более рисковыми активами, такой же рейтинг, как и бумагам, обеспеченным менее рисковыми активами, инвесторы стали требовать дополнительной компенсации по бумагам, где активы несут в себе большую степень риска. Именно поэтому сегодня на рынках существуют бумаги с одинаковым рейтингом, обеспеченные, например, автокредитами, выданными одним и тем же банком, доходность по которым может значительно отличаться в соотвествии с риском обеспечивающих активов.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АВТОКРЕДИТОВ В РОССИИ

В России развитие секьюритизации во многом напоминает чрезвычайно ускоренное развитие этого вида фондирования на Западе. Несмотря на то что с момента первой сделки существующих активов в 2005 году до сегодняшнего дня было размещено всего 14 публичных выпусков (из которых 4 были обеспечены автокредитами),

уже можно увидеть отличия в ценообразовании, основанные на кредитном качестве портфеля в одном и том же активе. Инвесторы также продолжают обращать особое внимание на рейтинг банка-оригинатора, хотя это не означает, что совсем молодые банки не могут получить финансирование путем секьюритизации, как, например, это сделала Компания Розничного Кредитования через структуру-накопитель с ABN AMRO.

Первая публичная сделка по секьюритизации автокредитов была размещена в июле 2005 года банком «СОЮЗ». Сделка была относительно небольшая, около $50 млн, и она получила международный рейтинг Baa3 от агентства Moody's. Несмотря на вовлечение только одного агентства, недолгую срочность бумаг (около 1 года) и высокое качество обеспечивающих активов, структуре потребовалось более 12% повышения кредитного качества, чтобы достичь Baa3 от Moody's. Сделка разместилась на LIBOR + 175 б.п., что, несмотря на короткую срочность бумаг, является весьма респектабельным уровнем для первой сделки из новой юрисдикции даже по рыночным меркам того времени, особенно если учесть, что на тот момент у банка «СОЮЗ» не было никакого рейтинга. На момент размещения этой сделки рейтинговый потолок России был Baa3, и чтобы достичь более высокого рейтинга, потребовалось бы привлечение политической страховки, что значительно усложняет структурирование сделки.

Вторая публичная сделка секьюритизации автокредитов, оригинированных МДМ–Банком, была выпущена в октябре 2006 года. По сравнению со сделкой банка «СОЮЗ», эта сделка была чуть ли не в 10 раз больше ($430 млн) со срочностью 1 год, но получила гораздо более высокий международный рейтинг от Moody's (Baa1) и от агентства Standard & Poor's (A-). Уровень повышения кредитного качества на уровне 37% был сравнительно невысок по отношению к достигнутому рейтингу, что отражает высокое качество секьюритизируемого портфеля и стабильность структуры сделки. Сделка разместилась на LIBOR + 100 б.п., что, учитывая параметры сделки, было значительным шагом вперед для секьюритизации российских автокредитов.

Практически сразу за сделкой МДМ-Банка последовала трехлетняя сделка секьюритизации автокредитов банка «Русский Стандарт». Основным отличием этой сделки было присутствие двухлетнего «револьвера», когда платежи по основному долгу идут не на погашение обеспеченных бумаг, а на дополнение пула активов новыми кредитами, что позволяет удлинить срочность сделки от одного года до двух-трех лет. Поскольку любая сделка секьюритизации требует довольно значительных первоначальных расходов, удлинение срочности сделки может значительно уменьшить общую годовую стоимость привлечения. Однако «револьвер» несет в себе дополнительные риски для инвесторов, и такие структуры, как правило, требуют дополнительного повышения кредитного качества за счет субкредита и размещаются на более высоком уровне. Сделка «Русского Стандарта» разместилась на LIBOR + 115 б.п. и потребовала повышения кредитного качества на 46.5% для достижения международного рейтинга Baa1 от Moody's и A- от Standard & Poor's.

В сделках секьюритизации автокредитов инвесторы и рейтинговые агентства уделяют очень большое внимание кредитному качеству секьюритизируемого портфеля. Это особенно четко было видно в сделке секьюритизации автокредитов Раффайзенбанка. Сделка была выпущена в апреле 2007 года и во многом была знаковой для российской секьюритизации. Несмотря на то что в сделке присутствовал «револьвер» и срочность бумаг составляла 3 года, структуре потребовалось всего 10.71%, чтобы достичь рейтинга A3 от Moody's и A- от агентства Fitch и разместиться на LIBOR + 95 б.п. Такой невысокий уровень повышения кредитного качества отчасти может быть объяснен присутствием накопителя в структуре, но все-таки в основном это результат высокого кредитного качества портфеля обеспечивающих автокредитов.

Помимо публичных сделок, в России также было структурировано несколько накопителей, которые будут перефинансированы на международных рынках в скором будущем. Поскольку такие сделки осуществляются на частной основе, многие их детали публично не разглашаются.

Сделки по секьюритизации автокредитов в России

Сделка по секьюритизации	Объем эмиссии, млн	Валюта	Дата ок. размещ.	Ставка купона	Рейтинги сделки (M/S&P/F)	SPV
Банк «СОЮЗ», 2010-A (ABS, FRN)	43.8	USD	27.07.2005	1m Libor + 175 bp	Baa3/-/-	Russian Auto Loan Finance
Банк «СОЮЗ», 2010-BC (ABS, FRN)	6.0	USD	27.07.2005	8.750%	B2/-/-	Russian Auto Loan Finance
МДМ-Банк, 2013-A (ABS, FRN)	270.9	USD	17.10.2006	1m Libor + 100 bp	Baa1/A-/-	Taganka Car Loans Finance plc
МДМ-Банк, 2013-BC (ABS, FRN)	159.1	USD	17.10.2006	1m Libor + 160 bp	Baa2/BBB, BB/-	Taganka Car Loans Finance plc
Банк «Русский Стандарт», 2017-A (ABS, FRN)	133.8	EURO	08.11.2006	1m Euribor + 115 bp	Baa1/A-/-	Russian Car Loans No.1 S.A.
Банк «Русский Стандарт», 2017-B (ABS, FRN)	35.0	EURO	08.11.2006	1m Euribor + 155 bp	-/BBB/-	Russian Car Loans No.1 S.A.
Банк «Русский Стандарт», 2017-CSL (ABS, FRN)	78.2	EURO	08.11.2006	1m Euribor + 300 bp	-/BB/-	Russian Car Loans No.1 S.A.
Райффайзенбанк, 2017-A (ABS, FRN)	130.0	USD	26.04.2007	1m Libor + 95 bp	A3/-/A-	Roof Russia S.A.
Райффайзенбанк, 2017-BCD (ABS, FRN)	42.8	USD	26.04.2007	1m Libor + 135 bp	Baa2/-/BBB, BB, B	Roof Russia S.A.
Райффайзенбанк, 2017, SVFC (ABS, FRN)	227.2	USD	26.04.2007		-/-/-	Roof Russia S.A.
Автомобильный Банкирский Дом, 2008 (Warehouse)	2 975.0	RUR	03.09.2007		-/BBB, BB/-	LADA Car Loan Finance No. 1 Ltd.
МБРР, 2009 (Warehouse)	1 449.0	RUR	01.02.2008		-/BBB+/BBB+, BBB	Russian Securitisation Platform S.A.
Итого	1 371.0	USD				

Источник: www.cbonds.info

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА

Что же все-таки ждет мировой рынок автосекьюритизации в целом и российский рынок в частности в эти смутные времена кредитного кризиса и нехватки ликвидности? До сих пор основные дефолты были ограничены американской ипотекой, и весь остальной мир испытывает последствия потерь инвесторами триллионов долларов, связанных именно с этим активом. Поскольку многие экономисты ожидают глобальный экономический спад в этом году, то инвесторы с большим опасением относятся к ипотеке из любого региона. На прошлой неделе ABN AMRO разместило первую ипотечную сделку Европы в этом году, которая оценилась в 4–6 раз выше, чем в предкризисное время. Сегодня не остается сомнений в том, что на мировых рынках произошла широкая переоценка рисков, и уже никто и нигде не сможет привлекаться по предкризисным уровням.

Однако разные активы будут по-разному подвержены этой переоценке. Ипотека, помимо негативной стигмы, ассоциированной с этим активом из-за дефолтов в США, еще и очень долгий актив по своей природе. Для инвесторов это является значительным минусом, поскольку в случае проблем со сделкой инвесторы потенциально могут быть завязаны на несколько лет и понести большие потери по сравнению со сделкой, обеспеченной более короткими активами, такими как автокредиты. В России ипотека также является социально важным продуктом, что во многом определяет ее доходность. В периоды повышенных процентных ставок на фондирование поднять проценты на ипотеку будет не так просто, как, скажем, на автокредиты или кредитные карты, так как это может повлечь за собой социальное напряжение. Автокредиты — более гибкий продукт в плане доходности, а следовательно, они более импонируют инвесторам, особенно в нынешних рыночных условиях.

Секьюритизация автокредитов в России может развиваться более бурно, чем секьюритизация ипотеки в ближайшем будущем. Краткосрочность автокредитов, присутствие залога, повышенная доходность и гибкость механизма изменения этой доходности будут привлекать инвесторов куда больше, чем долгосрочность ипотеки. Большое внимание будет уделяться кредитному качеству секьюритизируемого портфеля, наличию в сделке «револьвера» и его условий, прочности структуры сделки, доходности портфеля, правильно оформленной документации как самой сделки, так и секьюритизируемых кредитов — все это и многое другое будет определять успешность сделки и цену финансирования. Из-за трудных рыночных условий сегодня как никогда важно выбрать опытного организатора с хорошо сформированной командой и широкой платформой размещения не только в Европе, но и Азии и США — и этим критериям соответствует объединенный банк ABN AMRO и Royal Bank of Scotland.