ЭНЦИКЛОПЕДИЯ
РОССИЙСКОЙ
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

2008

Инфраструктура рынка

Партнер рубрики:

АТТА
ИПОТЕКА

Сейчас уже можно с уверенностью сказать, что рынок ипотеки в России есть! Пройдя сложный путь развития от самого своего зарождения на российской почве до почти полного становления всей основной инфраструктуры рынка, теперь ипотека — почти окончательно оформившийся сектор экономики, имеющий все предпосылки для своего дальнейшего динамичного развития.

Жилищный фонд нашей страны имеет большой износ, многие граждане хотят и готовы приобретать новое жилье, а значит, спрос на ипотечное кредитование обязательно будет расти, несмотря на какие бы то ни было экономические проблемы.

Доля жилья, приобретаемого с помощью ипотеки, пока еще очень мала, но это говорит не о низком уровне развития ипотеки в стране, а о том, что в ближайшие годы можно ожидать нового витка развития рынка и дальнейшего увеличения доли ипотеки в общем количестве сделок с недвижимостью по всей территории России. Это связано в первую очередь и с развитием в России секьюритизации как наиболее эффективного средства привлечения финансирования на ипотечный рынок.

Актуальность ипотеки как инструмента решения жилищной проблемы в России ни у кого не вызывает сомнений. Главное, что можно пожелать крупнейшим игрокам рынка, не забывать, что будущее ипотеки в России во многом зависит и от нас с вами.

Александр ЧЕРНЯК,
генеральный директор
ООО «АТТА Ипотека»

Использование кондуитов при секьюритизации ипотечных активов: уроки и перспективы

Александр ЧЕРНЯК,

генеральный директор ООО «АТТА Ипотека»

Александр Черняк занимает должность генерального директора ООО «АТТА Ипотека» с октября 2005 г. С 2000 по 2005 год работал в ОАО «АИЖК» заместителем генерального директора. С 1992 по 2000 гг. занимал различные должности в российских банках.

С 1997 г. по настоящее время является членом ряда Экспертных советов по проблемам жилья и ипотеки Государственной Думы, Совета Федерации, Правительства Москвы. Является одним из основателей Международной Академии Ипотеки и Недвижимости (МАИН), а также ее Вице-Президентом. Доктор экономических наук, профессор. Автор 15 книг по проблемам экономики, инвестиций, ипотеки, недвижимости, строительства. Г-н Черняк окончил Московский институт управления, стажировался в банках США, Канады и Германии, школе Уортон (университет Пенсильвании, США).

Использование кондуитов при секьюритизации ипотечных кредитов было широко распространено в США и европейских странах до ипотечного кризиса 2007 года. В России также имеется большое количество оригинаторов, заинтересованных в создании таких механизмов. В частности, банки ВТБ, Unicredit и Deutsche Bank подписали соглашение о совместной программе рефинансирования российских ипотечных кредитов, выданных средними по величине банками. Для этого партнеры собирались создать в Люксембурге специальную компанию-кондуит, которая будет выкупать кредиты, выданные российскими банками, а затем, накопив достаточное число кредитов от каждого банка, выпустит на их основе ценные бумаги. Специфика данного проекта была в том, что выпуск ценных бумаг должен был происходить от имени банка-кредитора, как только в кондуите накопится достаточное количество проданных им кредитов, что позволило бы средним банкам получить опыт работы на рынках капитала и привлечь более дешевые ресурсы, а также получать оборотные средства в течение всего процесса накопления кредитов для выпуска ценных бумаг. К сожалению, в настоящее время из-за кризиса данная программа отложена.

За рубежом были приняты специальные законодательные акты о порядке создания кондуитов, имеющих право приобретать обеспеченные недвижимостью закладные и выпускать под них ценные бумаги (Real Estate Mortgage Investments Conduits, REMIC).

Последние годы американские и европейские банки активно занимались организацией кондуитов, которые покупали разного рода структурированные продукты (например, транши CDO

класса С), как правило, с высокими рейтингами. Деньги кондуиты получали, в том числе и выпуская CP — commercial paper (высокорейтинговые краткосрочные облигации со сроком погашения от нескольких дней до нескольких месяцев). Поскольку эти бумаги, по сути, обеспечиваются активами, они также называются ABCP — asset-backed commercial paper. До кризиса объем рынка ABCP составлял $1.2 трлн.

ABCP являются краткосрочными бумагами, а активы у кондуитов длинные. Поэтому кондуиты расплачиваются с покупателями ABCP, выпуская новые бумаги. При этом в отличие от банков кондуиты никем не регулируются и не имеют продолжительной истории, поэтому подвержены риску потери источника финансирования (без чего они существовать не могут).

Кондуиты создаются по разным причинам: банки могут временно размещать в них активы до момента поиска долгосрочного финансирования, иногда целью является арбитраж — стоимость заимствований через ABCP ниже доходности активов в кондуитах. Тем самым кондуиты позволяют банкам не держать активы у себя на балансе, а соответственно, экономить на выполнении требований по резервированию капитала.

На случай если кондуит не находит покупателей на ABCP, у него обычно существует соглашение с банком (который чаще всего и является организатором кондуита) о предоставлении ликвидности. В тех случаях когда кондуит прибегает к помощи liquidity-провайдера, все, что находилось в кондуите, оказывается на балансе банка. Иногда кондуиты покупают дополнительную защиту (страховку) от дефолта активов (тоже, как правило, у инвестиционных и коммерческих банков).

Однако если кондуит не сможет получить необходимое финансирование, обычно следует распродажа активов по бросовым ценам и неизбежные потери.

Во второй половине 2007 года рынок ABCP был приостановлен кризисом. Банки, понимая, что им придется кредитовать кондуиты, стали аккумулировать средства для этого, что частично спровоцировало кризис ликвидности для банков.

Однако если даже банкам придется взять активы кондуитов на баланс, как показывают отчеты разнообразных агентств, банки не нарушат требований регулятора по достаточности собственного капитала.

Крупнейшие провайдеры ликвидности для кондуитов — ABN AMRO, Citigroup, Bank of America и JP Morgan Chase имеют перед ними обязательства по предоставлению кредитов на $70–100 млрд каждый.

В кондуитах доля активов, обеспеченных ипотекой subprime, составляет не более 20–25%. Тем не менее, рынок ABCP был временно парализован, стоимость заимствований для корпораций выросла, а у очень многих участников рынка, изначально не имевших никакого отношения ни к ипотеке, ни к кондуитам, возникли проблемы с финансированием своих позиций.

В 2008 году ситуация начала стабилизироваться, и высококачественные ABCP-программы, у которых в качестве провайдеров ликвидности выступают крупные банки, не испытывают особых проблем в размещении.

Секьюритизация с использованием кондуита имеет специфическую структуру. В отличие от обычных сделок, в такой секьюритизации наряду с SPV, созданным для выпуска облигаций, могут появиться еще два специальных юридических лица: SPV, накапливающее ипотечные кредиты (SPV-аккумулятор), и непосредственно кондуит, занимающийся привлечением финансирования для накопления пула на балансе SPV-аккумулятора. Иногда одно и то же юридическое лицо может совмещать эти функции.

SPV-аккумулятор также иногда определяется как кондуит. Однако в действительности кондуитная деятельность является бизнесом по привлечению финансирования путем выпуска краткосрочных ценных бумаг, а также оказанию услуг по привлечению финансирования с денежного рынка другим участникам ипотечного рынка.

Такое краткосрочное финансирование использует возможности, предоставляемые уже не рынком капитала, а денежным рынком, который во многих странах не уступает по объему рынку облигаций.

Кондуит может собирать пул ипотечных активов нескольких оригинаторов, используя их

активы в качестве обеспечения краткосрочных коммерческих ценных бумаг, организуя для них финансирование на револьверной основе.

При этом кондуит не является дочерней или аффилированной компанией оригинаторов. Он контролируется и управляется специализированной управляющей компанией, обеспечивающей такие услуги на постоянной основе. Таким образом, цель кондуита — выпуск краткосрочных ценных бумаг для последующего приобретения финансовых активов.

Кондуитная программа может инициироваться любым банком или небанковской организацией, имеющими портфели кредитов. Использование кондуитов в России может быть целесообразно по ряду причин:

- осуществление рефинансирования с меньшими издержками;
- обеспечение кредитования по низким ставкам для клиентов банка;
- управление капиталом, позволяющее банку убирать с баланса кредиты;
- гонорарный доход от организации кондуитной программы для конкретного клиента.

Вместе с тем, в мире распространено использование уже существующих кондуитов, учрежденных крупными банками. На зарубежных рынках кондуитная деятельность превратилась в специфический банковский бизнес по оказанию услуг по привлечению «коротких» денег другим участникам рынка.

Основная проблема функционирования кондуита — риск несовпадения периодов выплат денег инвесторам с периодами получения денег от должников. Данный риск минимизируется различными механизмами поддержки ликвидности. Другие риски инвесторов в краткосрочные финансовые инструменты не отличаются от обычной секьюритизации и связаны с ухудшением качества активов, входящих в кондуит, а также с проблемами сервисного обслуживания сделки.

В зависимости от способа поддержки ликвидности кондуиты могут быть либо с полной, либо с частичной поддержкой.

При полной поддержке существует обязательство третьего лица оплатить всю сумму выпуска ценных бумаг. Особенность таких кондуитов заключается в том, что рейтинг выпускаемых ими ценных бумаг зависит не от характеристик пула кредитов, а от рейтинга организации, обеспечивающей ликвидность.

При частичной поддержке банки не берут на себя кредитный риск пула денежных требований, входящих в кондуит. В связи с этим в кондуитах с частичной поддержкой обычно используются дополнительные механизмы, например, сверхобеспечение.

Также при использовании кондуитных схем возможны одноуровневые или двухуровневые структуры.

При одноуровневой структуре оригинаторы напрямую продают активы непосредственно кондуиту. Активы включаются в кондуитную программу, затем используются для погашения процентов по коммерческим бумагам, а когда активы перестают удовлетворять утвержденным критериям, они продаются. Механизмом защиты инвесторов является определение случаев, наступление которых обязывает кондуит прекратить скупку активов и выпуск новых коммерческих бумаг.

Схема работы одноуровневой структуры состоит в следующем:

- кондуит аккумулирует активы оригинатора;
- приобретение активов финансируется за счет выпуска краткосрочных коммерческих бумаг кондуитом;
- провайдер ликвидности обеспечивает надежность;
- после того как активы перестают удовлетворять критериям, они продаются на рынке (возможно, с премией) либо секьюритизируются в обычном порядке.

Двухуровневая структура использует краткосрочное финансирование для накопления значительного пула активов на балансе SPV-аккумулятора в целях проведения обычной секьюритизации.

Схема работы двухуровневой структуры состоит в следующем:

- создание оригинатором SPV-аккумулятора;
- приобретение активов финансируется за счет займа кондуита, который использует права по нему в качестве обеспечения для выпуска своих коммерческих бумаг;

• после накопления пула активов необходимого объема SPV-аккумулятор продает его другому SPV, которое будет делать обычную секьюритизацию.

SPV, накапливающее активы, получает доход в виде разницы между размером денежного потока от аккумулированного пула активов и более низкой процентной ставкой по займу, выданному ему кондуитом. Также SPV-аккумулятор может получить доход от продажи с премией аккумулированного пула в пользу другого SPV, выступающего в качестве эмитента облигаций в процессе обычной секьюритизации.

Основными участниками кондуитных программ являются

Провайдер ликвидности, значение которого гораздо больше, чем при обычной секьюритизации, так как он необходим для минимизации риска неразмещения очередного выпуска коммерческих бумаг, процентного риска и ценового риска. Чаще всего его роль играет Учредитель программы.

Учредитель программы — финансовый институт, обеспечивающий кондуит активами или привлекающий активы других компаний.

Административный агент осуществляет текущую деятельность кондуита, в частности, выпуск, продажу и погашение коммерческих бумаг, а также контактирует с потенциальными продавцами активов, потенциальными заемщиками кондуита и заключает с ними соответствующие договоры.

Управляющая компания, независимое юридическое лицо, не аффилированное с учредителем программы.

Выпускающий и платежный агент, депозитарий. Чаще всего одно и то же юридическое лицо.

Агент обеспечения предназначен для осуществления контроля над активами кондуита, обеспечивающими выпуск коммерческих бумаг и обеспечения интересов инвесторов.

Структура сделки секьюритизации ипотечных кредитов с использованием кондуита может выглядеть следующим образом:

• учредитель программы инициирует создание SPV, накапливающего ипотечные кредиты;

• первая часть пула ипотечных кредитов финансируется за счет кредита самого банка-оригинатора, иного банка либо кондуита;

• последующее приобретение ипотечных кредитов финансируется за счет выпуска ценных бумаг;

• после накопления пула кредитов необходимого объема SPV-аккумулятор продает его другому SPV, которое будет осуществлять выпуск ипотечных облигаций.

В развитии кондуитных программ могут быть заинтересованы как российские банки, имеющие небольшие портфели активов, поскольку они минимизируют издержки, которые возникли бы при обычной секьюритизации, так и банки, готовые стать учредителями кондуитных программ с предоставлением ликвидности и кредитной поддержки как части своего бизнеса.

Таким образом, не имея в российских условиях правовых ограничений, секьюритизация с использованием кондуитных программ достаточно актуальна в современных экономических условиях.