Распродажа ипотеки

Константин Васильев

В мае появился второй пример секьюритизации ипотеки на внутреннем рынке. 23 мая 2007 года на ММВБ состоялось размещение неконвертируемых амортизационных жилищных облигаций ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» с обеспечением в виде портфеля закладных, включающего ипотечные кредиты с фиксированной ставкой в рублях — средняя ставка составляет 14.3%. Выпуск состоит из трех траншей: публичный старший транш А на 2.9 млрд рублей и два транша Б и В на общую сумму около 400 млн рублей, приобретенные АИЖК и ЕБРР.

Эти выпуски имеют различную очередность по выплатам процентного дохода и погашению номинальной стоимости облигаций, приоритетность которых снижается от старшего к более младшим выпускам. Дополнительную защиту инвесторам обеспечивает наличие денежного резерва, размер которого составляет 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. По ипотечным облигациям предусмотрено «сквозное» погашение (pass-through): средства, получаемые при досрочном погашении кредитов, направляются в первую очередь на амортизацию облигаций класса А.

Это первый структурированный выпуск ипотечных облигаций, так как дебютные ипотечные ценные бумаги ИСО «ГПБ-Ипотека» были размещены одним траншем со сроком погашения в декабре 2036 г. и частичным досрочным погашением облигаций за счет средств, получаемых при погашении тех закладных, что входят в состав ипотечного покрытия. Кроме бумаг «ГПБ-Ипотека» к данному сегменту иногда относят облигации Банка Жилищного Финансирования, выпущенные в декабре 2005 г. под залог прав требований по жилищным кредитам.

Тем не менее, возможность размещения бумаг по более устоявшемуся западному законодательству привлекло гораздо большее число желающих секьюритизировать ипотечные кредиты. ВТБ, Городской Ипотечный Банк, «ДельтаКредит», «Совфинтрейд» уже провели четыре внешних секьюритизации на общую сумму $600 млн. По одной сделке есть в Украине и Казахстане — у «ПриватБанка» и «БТА Ипотеки» соответственно. Но больше впечатляют заявленные планы по RMBS — более десяти банков из стран СНГ в 2007 году планируют секьюритизировать ипотечные кредиты на общую сумму около $2.5 млрд.

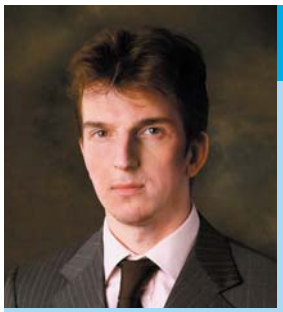
Организатором сделки АИЖК выступил ЗАО КБ «Ситибанк», который также выступит маркет-мейкером по облигациям и будет предоставлять РЕПО по облигациям. В синдикат вошли: «Голдман Сакс», «Морган Стэнли банк», «Ренессанс Капитал», «Уралсиб» в качестве соорганизаторов; HSBC Bank (RR), «АК БАРС Финанс», Райффайзенбанк, «Стандарт Банк» — в качестве соандеррайтеров. В ходе размещения облигаций класса А инвесторы выставили свыше 50 заявок, спрос превысил предложение в 2.8 раза, но по другой информации, циркулирующей на рынке, весь выпуск достался трем инвесторам — причем большую часть выпуска купил крупный иностранный банк, что вместе с низкой доходностью выпуска предопределяет его низкую ликвидность на вторичном рынке.

По мнению одного из участников синдиката — начальника отдела трейдинга «Стандарт Банка» Сергея Федорова, бумаги, скорее всего, ушли западным инвесторам — разнообразным консервативным фондам, которые достаточно комфортно чувствуют себя в рамках предложенного соотношения риск-доходность. И такой результат размещения может негативно сказаться на темпах развития в России перспективного и популярного во всем мире рынка секьюритизации ипотеки, так как фонды слабо заинтересованы в поддержании ликвидности данной бумаги, а без вторичного рынка про эту бумагу могут просто забыть.

По результатам конкурса ставка фиксированного купона по облигациям класса А была установлена в размере 6.94%, по классу Б — 9.5%. Доходность облигаций класса А к погашению составила 7.12% годовых. Ожидаемая организатором дюрация составляет 3.5 года (15% CPR — исторически сложившийся уровень ожидаемого темпа досрочного погашения портфеля закладных АИЖК). По оценке Кити Панцхава, аналитика ФК «Уралсиб», на момент размещения спред к ОФЗ составил около 110 б.п., и для текущего кредитного рейтинга выпуска по версии Moody's A3 потенциал снижения доходности оценивается в 40 б.п. Более осторожно оценивают потенциал бумаг эксперты компании «Ренессанс Капитал» — по их мнению, доходность может снизиться лишь на 10–20 б.п. Премия к отстающим на две ступени кредитного рейтинга бумагам «ГПБ-Ипотеки» составила на момент размещения около 30 пунктов, так что определенное снижение доходности, возможно, покажут и первопроходцы рынка ИЦБ. Дальнейший рост цен ИЦБ АИЖК, по мнению Кити Панцхава, также будет зависеть от оценки инвесторами юридических рисков структуры в российском правовом поле и динамики характеристик пула закладных.

Размещение облигаций АИЖК станет важным элементом цепочки последующих размещений. Так, о своих планах по внутренней секьюритизации уже объявляли Московское ипотечное агентство, Московское областное ипотечное агентство и другие игроки ипотечного рынка. КБ «Московское ипотечное агентство» в марте 2007 года принял решение о выпуске восьмилетних облигаций на 2 млрд рублей при помощи ОАО «Банк Москвы» с ипотечным покрытием и обеспечением, а также с возможностью досрочного погашения. АИЖК планирует выйти со вторым выпуском ИЦБ, но уже на более значительную сумму — 10 млрд рублей. Также большинство банков — участников рынка ипотечного кредитования уже с начала 2006 года готовится к выпуску ипотечных облигаций для реализации собственных программ кредитования без сотрудничества с ипотечными агентствами.

Мнение



Никита Гусаков,

вице-президент, начальник отдела по организации рублевых облигаций Ситибанка

Сергей Пирогов,

вице-президент, заместитель начальника управления корпоративных финансов Ситибанка

Ситибанк разместил для АИЖК рублевые облигации с ипотечным покрытием. Каковы итоги размещения, географическое и институциональное распределение инвесторов?

Мы считаем данное размещение крайне успешным. Заявки выставили около 20 инвесторов, общий объем книги превысил 8 млрд руб. Итоговая ставка купона оказалась существенно ниже заявленного коридора и соответствует доходности, представляющей дисконт к корпоративным облигациям АИЖК около 30 базисных пунктов.

Созданный синдикат по размещению отражал наше стремление к максимально широкой дистрибуции выпуска и диверсификации базы инвесторов. В него вошли как российские, так и иностранные банки.

Книга была достаточно диверсифицированной для подобного дебютного выпуска с непривычной для рынка структурой и низкой доходностью. В размещении приняли участие несколько российских банков — как крупных, так и средних, — российские дочки иностранных банков, российские инвестиционные банки, управляющие компании, иностранные институциональные инвесторы. Достаточно сложно говорить о географической структуре книги, так как большую часть заявок выставили российские дочки иностранных банков, которые могли как инвестировать свои средства, так и представлять интересы иностранных клиентов. С определенной долей условности распределение между российскими и иностранными инвесторами можно оценить как 40 на 60.

Несколько разочаровало, что выпуск ушел всего трем инвесторам. К сожалению, подобные ситуации являются следствием не всегда эффективной аукционной системы. Если бы у организатора была возможность построения книги и распределения бумаг, как при выпуске еврооблигаций, мы бы могли обеспечить гораздо более широкую дистрибуцию и большую ликвидность на вторичном рынке. Пока аукционная система не будет изменена, единственный способ борьбы с подобным распределением — размещение более крупных выпусков, что АИЖК и планирует сделать осенью.

Чем отличается сделка АИЖК от сделки «ГПБ-Ипотеки»? Какой результат был достигнут разбивкой секьюритизации на транши?

Работая над данной сделкой, мы преследовали цель создания платформы для привлечения долговых ресурсов по ставкам ниже существующих для АИЖК без использования гарантий федерального правительства. При этом мы стремились полностью задействовать потенциал существующего российского законодательства.

Использование единого портфеля закладных для нескольких выпусков (траншей) позволило нам разделить денежные потоки и уровни кредитного риска, в том числе создать транш с кредитным рейтингом выше суверенного уровня. Структурирование выпусков характерно для международной практики секьюритизации и позволяет влиять на стоимость заимствования того или иного транша, круг привлекаемых инвесторов для младших траншей, а также на уровень создаваемого денежного резерва.

При разработке структуры и конкретных механизмов данного проекта мы использовали значительный мировой опыт Ситибанка по проведению сделок секьюритизации для создания надежной и сбалансированной структуры как с юридической, так и с экономической точек зрения, что, судя по результатам размещения, нам удалось.

С какими сложностями вы столкнулись при подготовке сделки? Как удалось их решить? Сколько времени у вас заняли структурирование и реализация секьюритизации?

Основной проблемой, с которой нам пришлось столкнуться в процессе работы над данной сделкой, является недостаточная проработанность законодательства по отношению к ипотечным ценным бумагам, что в одних случаях ограничивает возможности по структурированию сделок секьюритизации, а в других оставляет слишком широкое пространство для трактования норм закона в условиях отсутствия наработанной практики. В частности, следует отметить отсутствие возможности абсолютно ограничить ипотечного агента (специально созданную компанию — эмитента ипотечных облигаций) от рисков банкротства, присущих обычным компаниям. Кроме того, существуют нормативные положения общего порядка, ограничивающие структурное развитие рынка ипотеки, такие как невозможность размещения на нем средств государственного пенсионного фонда, а также формальные требования к определенным видам листинга, неприменимые к данному типу эмитентов.

Касательно срока реализации проекта следует отметить, что в связи с масштабностью задач, стоявших перед Ситибанком, первоначально был проведен предварительный анализ объема работ. Непосредственно реализация данной дебютной сделки с учетом разработки и тестирования новой структуры заняла примерно 10 месяцев. Мы ожидаем, что использование данной структуры в дальнейшем в качестве базовой намного ускорит время реализации сделок.

Как вы оцениваете перспективы секьюритизации ипотеки на российском рынке?

Мы ожидаем активного роста рынка секьюритизации в России. АИЖК уже заявило, что планирует еще один выпуск существенно большего объема до конца года и в дальнейшем хочет наращивать объемы выпуска на внутреннем рынке. Мы ожидаем, что на внутренний рынок выйдут и другие крупные операторы ипотечного рынка — возможно, Газпромбанк, ВТБ, банк «ДельтаКредит» и другие.

Перед АИЖК и Ситибанком стояла задача не только разместить данный выпуск, но и создать универсальную структуру, которая послужит ориентиром для рынка и которую в дальнейшем смогут использовать и другие операторы. Примеру АИЖК наверняка последуют крупные региональные операторы, которые уже активно используют облигационный рынок. Выпуск АИЖК убедительно продемонстрировал, что со стороны инвесторов есть большой интерес к подобным инструментам.

Впереди еще большая работа по развитию этого рынка. В первую очередь, необходимо изменить законодательство, чтобы позволить инвестировать деньги Пенсионного фонда РФ в ипотечные облигации. Это окажет позитивное влияние как на рынок, так и на доходность пенсионных вложений.