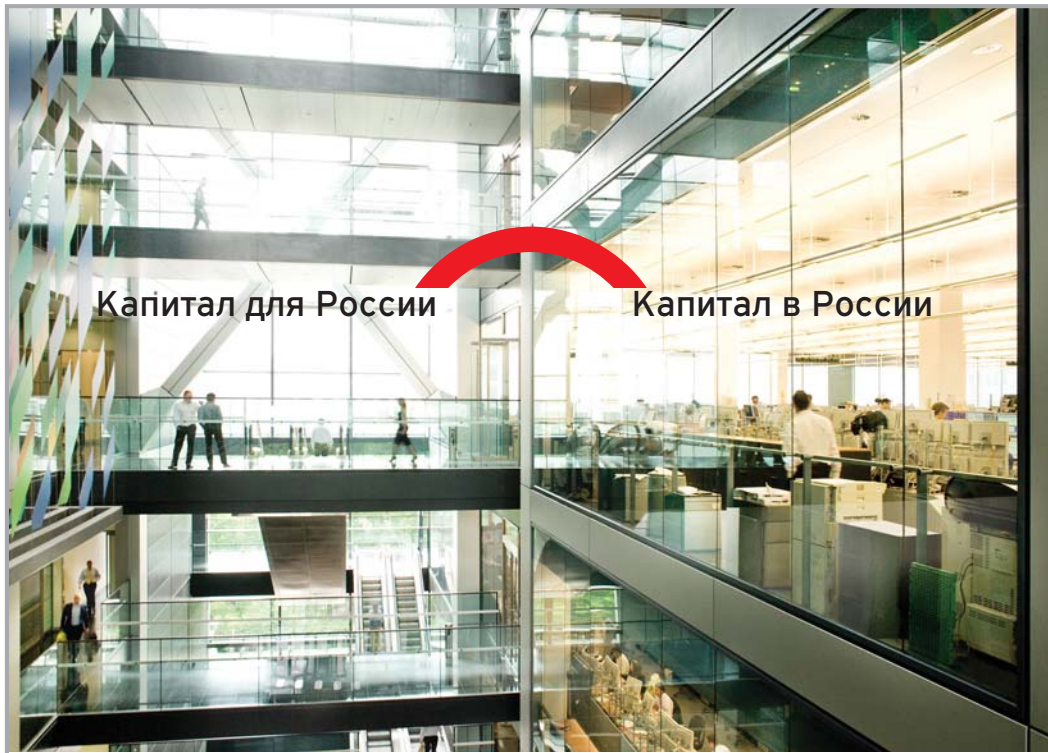



Citi оказывает широкий спектр услуг по привлечению долгового финансирования на локальном и международном рынках и играет ключевую роль в организации выпусков долговых инструментов для российских и зарубежных эмитентов.

В рамках стратегии размещения выпусков мы стремимся к достижению наиболее привлекательных условий размещения для эмитента и максимально возможной дистрибуции займа среди широкого круга как локальных, так и международных инвесторов, а также оказываем услуги по маркет-мейкингу для поддержания ликвидности ценных бумаг на вторичном рынке.

Citi является глобальным лидером в области рейтингового консультирования и оказывает содействие эмитентам по вопросам получения и поддержания кредитных рейтингов. В качестве консультанта по вопросам рейтингов Citi имея высокую репутацию как среди эмитентов, так и среди рейтинговых агентств, основанную на успешной реализации многочисленных проектов для эмитентов различных отраслевых групп.

**Долговые рынки капитала Citi Россия:**

Никита Гусаков (495) 643-15-17
Лилия Панова (495) 643-15-56
Дмитрий Кононов (495) 643-15-10

www.citibank.ru

citi®

на правах рекламы

# Секьюритизация: жизнь после кризиса

**Лилия ПАНОВА,**
аналитик по долговым рынкам капитала,
Citi Россия

Работает в отделе по привлечению долгового финансирования Citi, координируя проекты по организации и размещению выпусков ценных бумаг на российском и международном рынках долгового капитала. Участвовала в размещении многочисленных выпусков облигаций и еврооблигаций для таких компаний, как АИЖК, «Газпром», «Северсталь», Внешэкономбанк, Россельхозбанк, ЕБРР и других крупнейших компаний и финансовых институтов.

Имеет трехлетний опыт работы в инвестиционно-банковском бизнесе Ситибанка. До прихода в отдел по привлечению долгового капитала работала аналитиком в банковском департаменте Citi, а также в международном банковском департаменте Societe Generale в Париже.

Окончила Государственный университет управления в Москве, а также прошла обучение в Высшей школе бизнеса ESC-Rouen во Франции.

**Дмитрий КОНОНОВ,**
аналитик по долговым рынкам капитала,
Citi Россия

Присоединился к команде Citi в 2010 году. В период с 2010 по 2011 год принял участие в десяти выпусках рублевых облигаций, среди которых размещения облигаций ОТП Банка, Россельхозбанка, ЕБРР, АИЖК, Кредит Европа Банка и других. В настоящее время работает над несколькими проектами по секьюритизации.

С отличием окончил МГТУ имени Н.Э. Баумана по специальности «Менеджмент высоких технологий».

**Секьюритизация представляет собой один из наиболее эффективных механизмов привлечения долгосрочного финансирования, позволяющий участникам ипотечного рынка расширять свою деятельность на первичном рынке ипотечных кредитов, опираясь на рыночные источники финансирования.**

Статистические данные по объемам ипотечного кредитования демонстрируют признаки восстановления рынка: в первой половине 2011 года было выдано 231 241 кредитов в рублях (в 1.6 раза больше, чем в первой половине 2010 года) на общую сумму 285 747 млн руб. (почти в два раза больше, чем в первой половине 2010 года). Однако объемы выдачи кредитов уступают докризисным уровням: в 2010 году были выданы кредиты на сумму 418 209 млн руб., что в 1.25 и 1.56 раза меньше объемов выдачи в 2007 и 2008 годах соответственно. С учетом активного развития программ ипотечного кредитования в будущем ипотечное кредитование постепенно станет основным источником финансирования сделок по приобретению жилья в собственность.

В 2011 году продолжается стабилизация уровня просроченной задолженности для кредитов, выданных в рублях. Сейчас ее доля составляет 2.35%. Продолжился и рост просроченной задолженности по валютным кредитам, объясняющийся тем, что большой объем выданных ссуд приходился на докризисный период. На текущий момент темпы выдачи новых ипотечных кредитов в иностранной валюте постепенно уменьшаются.

Среднемесячная процентная ставка по кредитам как в рублях, так и в иностранной валюте достигла новых минимумов и держится значительно ниже

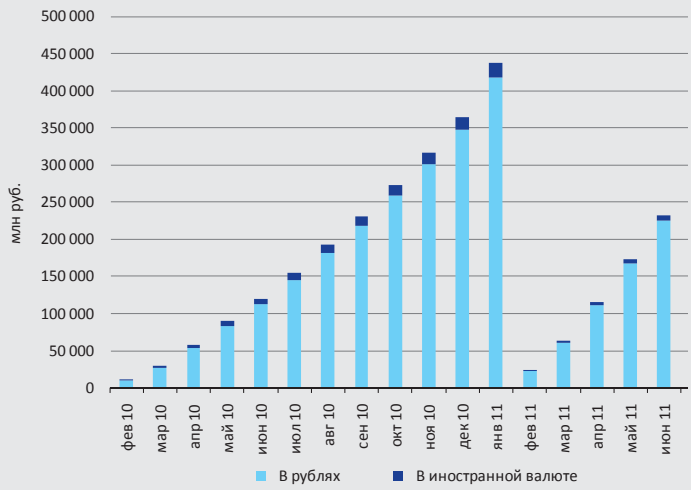



Рисунок 1

**Объем предоставленных кредитов нарастающим итогом**

Источник: ЦБ

минимальных значений 2008 года (12.2% годовых в рублях и 9.9% в иностранной валюте соответственно).

## РЫНОК ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Рынок ипотечных облигаций начал свое развитие после утверждения Федерального закона от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах». Ситибанк участвовал в разработке проекта законодательства по ипотечному кредитованию, совместно с АИЖК стоял у истоков создания рынка ипотечных ценных бумаг (далее — ИЦБ) в России и на сегодняшний день является ведущим экспертом по выпуску ИЦБ на российском долговом рынке. В 2007 году Ситибанк выступал единственным организатором дебютного выпуска ипотечных ценных бумаг АИЖК на российском рынке, позднее — организатором второй сделки, а в сентябре 2010 года провел публичное размещение четвертого выпуска АИЖК, в котором впервые была использована инновационная структура размещения с разбивкой на два старших транша.

В настоящее время объем рынка ипотечных ценных бумаг составляет почти 100 млрд руб. и включает в себя выпуски 11 эмитентов. Крупнейшим игроком на рынке ИЦБ является АИЖК, на которое приходится более 50% объема всех размещений облигаций с ипотечным покрытием. В 2007–2011 годах АИЖК выступило инициатором пяти выпусков облигаций с ипотечным покрытием. Эмитентами данных выпусков ценных бумаг выступили специально созданные в соответствии с законодательством РФ ипотечные агенты: ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК», ЗАО «Второй ипотечный агент АИЖК», «Ипотечный агент АИЖК 2008-1», «Ипотечный агент АИЖК 2010-1», а также ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2011-2».

Таблица 1

**Сравнительная характеристика ипотечных портфелей АИЖК**

Источники: АИЖК, Ситибанк

| Параметр | ПИА | ВИА | 2008-1 | 2010-1 |
|---|---|---|---|---|
| Остаток основного долга на дату размещения*, руб. | 3 294 794 549 | 10 727 617 399 | 8 217 659 252 | 13 546 706 935 |
| Максимальный остаток основного долга по закладной, руб. | 3 203 648 | 6 144 964 | 7 836 579 | 11 759 343 |
| Средний остаток основного долга по закладной, руб. | 403 378 | 568 773 | 617 405 | 809 871 |
| Общее количество закладных, шт. | 8 168 | 18 861 | 13 652 | 16 727 |
| Средневзвешенный срок жизни закладных с момента выдачи, мес. | 24.00 | 13.62 | 24.3 | 24.3 |
| Средневзвешенный срок до погашения, мес. | 182.0 | 184.0 | 157.7 | 157.7 |
| Средневзвешенный LTV на дату размещения | 53.40% | 51.34% | 42.87% | 48.12% |
| Средневзвешенная годовая процентная ставка | 14.33% | 12.36% | 11.70% | 12.57% |

На данный момент АИЖК совместно с Ситибанком готовит пятую рыночную сделку АИЖК, которая запланирована на третий квартал 2011 года.

Средние уровни CPR (ожидаемые темпы досрочного погашения) составляют 16.6%, 12.1%, 10.5%, 12.4% и 10.6% для выпусков ПИА, ВИА, «ИА АИЖК 2008-1», «ИА АИЖК 2010-1» и «ИА АИЖК 2011-2» соответственно.

Кредитные усиления для старших выпусков ипотечных агентов АИЖК составляют 16%, 20%, 37% и 22% на момент размещения облигаций. Для выпусков «ИА АИЖК 2008-1» и «ИА АИЖК 2010-1» кредитное усиление включает в себя максимально возможные денежный резерв и финансовую помощь АИЖК.

Государственная стратегия предполагает, что привлечение долгосрочных ресурсов на рынок ипотеки будет осуществляться банками как самостоятельно путем аккумуляции долгосрочных пассивов, так и через рынок капитала с помощью выпуска ипотечных ценных бумаг и иных долговых обязательств, обеспеченных ипотекой, с балансов банков и через специальных ипотечных агентов, а также за счет перепродажи пулов закладных рефинансирующим организациям.

В соответствии с государственной стратегией, доля ипотеки, финансируемой за счет выпуска ипотечных ценных бумаг, в общем объеме ипотеки должна вырасти до 45% в 2012 году, 50% в 2015 году, 55% в 2020 году и достичь 66% в 2030 году.

Присутствие на локальном рынке международных банков и юридических консультантов способствует повышению эффективности организации сделок по ипотечному кредитованию. Ситибанк, являясь активным игроком на рынке ипотечного кредитования международного масштаба, активно реализует полученные в результате многолетней практики знания и опыт в рамках сделок по секьюритизации ипотечных кредитов и оказывает широкий спектр консультационных услуг по организации выпусков ипотечных ценных бумаг и их размещению на локальном рынке. В работе над сделками по секьюритизации принимают участие более десяти специалистов московского и лондонского офиса, что позволяет максимально эффективно использовать опыт международной команды Citi в работе над сделками и на сегодняшний день является уникальной практикой для российского рынка.

Для инвесторов ипотечные ценные бумаги на российском рынке — это возможность инвестирования в новый класс надежных инструментов, обеспеченных ипотекой. При этом ставка налога на

Рисунок 2

**Просроченная задолженность по ипотечным кредитам нарастающим итогом**

Источник: ЦБ

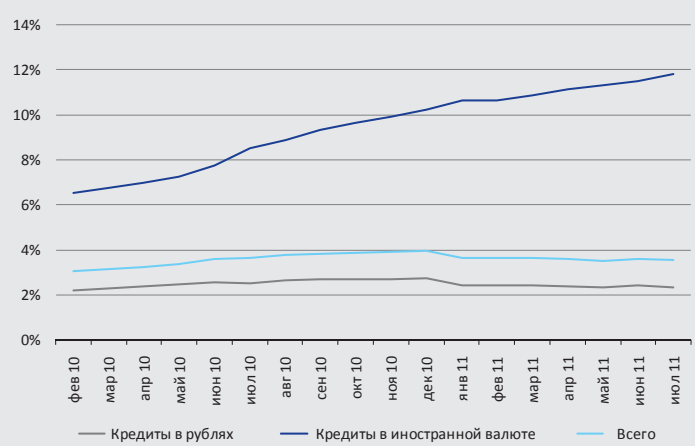


Таблица 2

**Сравнительные характеристики выпусков ипотечных ценных бумаг**

Источник: Cbonds

| Серия/ класс | Первоначальная номинальная стоимость выпуска, руб. | Рейтинг (Moody's) | Купон | Дата погашения | Торговая площадка |
|---|---|---|---|---|---|
| **ИСО ГПБ-Ипотека** | | | | | |
| 1 | 3 000 000 000 | Baa2 | 8.00% | 29.12.2036 | ФБ ММВБ |
| **Первый ипотечный агент АИЖК (ПИА АИЖК)** | | | | | |
| Класс А | 2 900 000 000 | A3 | 6.94% | 15.02.2039 | ФБ ММВБ |
| Класс Б | 264 000 000 | Ba1 | 9.50% | 15.02.2039 | - |
| Класс В | 130 794 000 | - | - | 15.02.2039 | - |
| КБ МИА | | | | | |
| 4 | 2 000 000 | Ba2 | 7.35% | 01.10.2015 | ФБ ММВБ |
| **Второй ипотечный агент АИЖК (ВИА АИЖК)** | | | | | |
| Класс А | 9 440 000 000 | Baa1 | 8.50% | 15.03.2040 | ФБ ММВБ |
| Класс Б | 590 300 000 | Ba3 | 9.50% | 15.03.2040 | ФБ ММВБ |
| Класс В | 697 317 000 | - | - | 15.03.2040 | - |
| **Ипотечный агент АИЖК 2008-1 (ИА АИЖК 2008-1)** | | | | | |
| Класс А | 7 930 000 000 | Baa1 | 10.5% | 20.02.2041 | ФБ ММВБ |
| Класс Б | 3 401 828 000 | - | - | 20.02.2041 | - |
| **НИА ВТБ 001** | | | | | |
| Класс 1А | 9 990 697 000 | A3 | 10.50% | 26.02.2039 | ФБ ММВБ |
| Класс 1Б | 2 027 098 000 | Ba1 | 11.00% | 26.02.2039 | ФБ ММВБ |
| Класс 1В | 2 461 476 000 | - | - | 26.02.2039 | - |
| **Ипотечный агент МБРР** | | | | | |
| Класс 1А | 1 906 872 000 | Baa1 | 8.00% | 20.12.2038 | ФБ ММВБ |
| Класс 2Б | 310 421 000 | - | - | 20.12.2038 | - |
| **ВТБ 24** | | | | | |
| 5 (1-ИП) | 15 000 000 000 | Baa1 | 9.70% | 10.12.2014 | ФБ ММВБ |
| **Ипотечный агент АИЖК 2010-1 (ИА АИЖК 2010-1)** | | | | | |
| Класс А1 | 6 096 000 000 | Baa1 | 9.00% | 20.11.2042 | ФБ ММВБ |
| Класс А2 | 6 096 000 000 | Baa3 | 6.50/9.00% | 20.11.2042 | - |
| Класс Б | 1 354 706 000 | - | - | 20.11.2042 | - |
| **ИСО ГПБ-Ипотека Два** | | | | | |
| Класс А | 5 506 800 000 | Baa2 | 7.50% | 25.06.2041 | ФБ ММВБ |
| Класс Б | 1 553 200 000 | - | - | 25.06.2041 | - |
| **Ипотечный агент АИЖК 2011-2 (ИА АИЖК 2011-2)** | | | | | |
| Класс А1 | 7 457 000 000 | Не присвоен | 9.00% | 15.09.2043 | - |
| Класс А2 | 7 457 000 000 | Не присвоен | 6.00/9.00% | 15.09.2043 | - |
| Класс Б | 1 657 195 000 | - | - | 15.09.2043 | - |

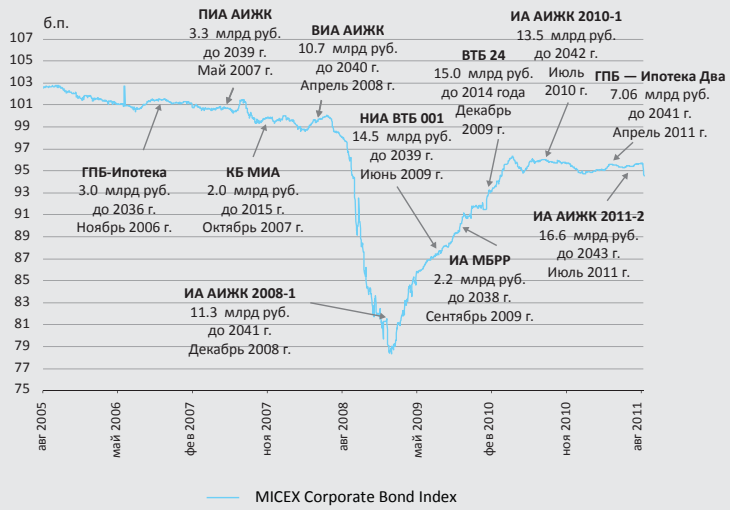
прибыль по купонному доходу инвесторов в ипотечные ценные бумаги составляет 15% вместо 20% при инвестициях в прочие виды облигаций.

Согласно планам правительства, привлечение средств на рынок ипотечного кредитования будет осуществляться за счет российского и зарубежного капитала. На локальном рынке основную долю инвесторов будут составлять консервативные институциональные инвесторы, готовые привлекать средства на длительные сроки под низкие процентные ставки. На сегодняшний день мы видим некоторый интерес к рынку ипотечных российских ценных бумаг со стороны иностранных инвесторов, однако в большинстве случаев они считают подобные инструменты высокорискованными и относятся к ним крайне осторожно. В целом российский рынок остается привлекательным для международных инвесторов, так как дает им возможность получить более высокую доходность по ипотечным бумагам по сравнению с доходностью других стран. Главным фактором при выборе инвестиций для инвесторов остается процентная ставка по ценным бумагам и кредитное качество ипотечного портфеля. Дальнейшее развитие ипотечного рынка в России будет способствовать росту интереса и инве-

Рисунок 3

**Размещения ипотечных облигаций на российском рынке**

Источники: Cbonds, АИЖК




стиционного спроса на российские ипотечные ценные бумаги.

Дополнительные стимулы должно обеспечить расширение инвестирования средств в ипотечные ценные бумаги физическими лицами вследствие снижения ставок по депозитам, что, в свою очередь, будет способствовать росту российского рынка ипотечных ценных бумаг.

Ситибанк уделяет большое внимание работе с потенциальными и существующими инвесторами в ипотечные бумаги, информируя инвесторов о развитии рынка и открытых возможностях для эмитентов ипотечных ценных бумаг, прикладывая все усилия для дальнейшего развития рынка ипотечных ценных бумаг в России. Банк является основным организатором и маркет-мейкером ипотечных ценных бумаг на российском рынке, а также предоставляет клиентам возможность РЕПО по облигациям ПИА, ВИА и «ИА АИЖК 2010-1».

Общий объем эмиссии облигаций с ипотечным покрытием составляет всего 2.9% от совокупного объема выпуска ценных бумаг, находящихся в обращении. В 2010 году ВЭБ и АИЖК с целью развития российского рынка ипотечного жилищного кредитования и рынка ипотечных ценных бумаг разработали программы по

Таблица 3

**Сравнение характеристик программ ВЭБа и АИЖК по выкупу ИЦБ**

Источники: ВЭБ, АИЖК

| Параметр | ВЭБ | АИЖК |
|---|---|---|
| Объем программы | 150 млрд руб. | 20 млрд руб. |
| Кредитный рейтинг выпуска | Не ниже Baa3/BBB- | Не ниже Baa3/BBB- |
| Объем младшего транша | Не менее 10% объема ипотечного покрытия при размещении | Не менее 10% объема ипотечного покрытия при размещении |
| Состав ипотечного покрытия | Ипотечные кредиты, выданные после 1 июля 2009 г. | - |
| Процентная ставка, указанная в кредитном договоре | Не превышает 11% | - |
| Валюта кредитов, входящих в состав ипотечного покрытия | Российские рубли | Российские рубли, доллары США или евро |
| Сумма ипотечного кредита | Не может превышать 8 млн руб. для г. Москвы и Санкт-Петербурга и 3 млн руб. для всех остальных субъектов РФ | - |
| Текущий LTV | Не более 80% | Не более 70% |

выкупу ИЦБ. Государственная программа инвестирования средств в ипотечные ценные бумаги через ВЭБ и АИЖК (которые уже имеют опыт подобных проектов) отвечает потребностям многих участников рынка ипотечного кредитования.

На сегодняшний день мы видим ряд банков, готовых секьюритизировать ипотечные портфели в рамах программы господдержки ипотечного рынка, учрежденной ВЭБом. Также наблюдается интерес к программам ВЭБа и АИЖК со стороны дочерних структур иностранных банков, заинтересованных в секьюритизации ипотечных активов. Однако говорить об их полноценном выходе на рынок секьюритизации пока рано, так как риски для подобных игроков рынка остаются слишком высокими.

Для более эффективного развития рынка секьюритизации в России необходимы улучшение и проработка нормативной базы для данного типа ценных бумаг, основанные на опыте западных стран.

Основными направлениями развития являются:

1) разработка дополнительных регулятивных норм, касающихся включения в ипотечное покрытие кредитов уже после размещения выпусков облигаций;

2) развитие программ промежуточного финансирования для мелких и средних банков, которые не могут быстро накапливать ипотечные портфели за счет высокой стоимости капитала, привлекаемого для выдачи ипотечных кредитов;

3) возможность защиты прав инвесторов в ипотечные бумаги, регулирование трасти, уполномоченных представлять интересы инвесторов в сделках секьюритизации;

4) развитие обслуживания платежей по ипотечным кредитам, что позволит размещать ипотечные ценные бумаги, обеспеченные пулом ипотечных кредитов различных банков.

До кризиса 2008 года АИЖК и некоторые банки делали единичные попытки создания вторичного рынка ипотечных ценных бумаг, однако рынок не развивался быстрыми темпами, и первые выпуски ипотечных облигаций не сильно сказались на росте первичного рынка ипотеки и повышении доступности жилья. После кризиса рынок начал развиваться более активно, в том числе и за счет размещений ипотечных агентов АИЖК, а также стимулирования с помощью программ по покупке ипотечных ценных бумаг. Развитие подобных программ и разработка дополнительных регулятивных норм и требований на основе опыта различных западных стран позволит повысить эффективность правового регулирования рынка ИЦБ. Разработка нормативной базы повысит степень защиты прав инвесторов в ипотечные бумаги, что будет способствовать притоку инвестиций на локальный рынок и благоприятно отразится на развитии российского фондового рынка и Москвы как нового международного финансового центра.