Андрей СУЧКОВ,
начальник управления секьюритизации, ВТБ Капитал

В Группе ВТБ работает с 2002 года. Под его руководством в банке было создано и получило развитие новое направление — жилищное ипотечное кредитование.

В 1993–1996 годах занимал должность руководителя проекта жилищного финансирования в российском представительстве Института экономики города (США) в рамках программы по реформе жилищного сектора.

Один из учредителей, член совета фонда «Институт экономики города», российской некоммерческой организации, ведущего центра разработки жилищной реформы в РФ. С 1996-го по 1997 год работал исполнительным директором фонда. Один из разработчиков концепции развития ипотеки в России и создателей Агентства по ипотечному жилищному кредитованию. С 1997-го по 2000 год — заместитель генерального директора агентства. На протяжении почти 20 лет активно участвует в создании законодательной базы и в практической реализации программ ипотечного кредитования и секьюритизации в России.

Окончил экономический факультет МГУ. Кандидат экономических наук.

Ипотечные ценные бумаги: международный контекст и российская перспектива

Кризис subprime и последующий глобальный финансовый кризис вызвали активную дискуссию о жизнеспособности сложившейся системы жилищного кредитования, построенной на секьюритизации ипотечных активов. На то были серьезные причины, связанные не только с практикой использования инструмента секьюритизации, которая и привела, по мнению многих, к катастрофическим последствиям, но и с самой сутью этого инструмента. Получив бурное развитие в девяностые и нулевые годы, секьюритизация, как это порой происходит, оказалась вне рамок детального регулирования и надзора: скорость мысли финансовых инженеров была выше скорости осмысления регуляторами возможных проблем.

Позволяя убирать риски со своих балансов и зарабатывать на регулятивном арбитраже, секьюритизация в целом эти риски не устранила, в результате капитала на весь накопленный кредитный риск в системе не хватило. Усложнение структуры сделок резко повысило риск, связанный с асимметрией информации. Инвестору, приобретающему ценную бумагу, обеспеченную активами (ABS), которые прошли целый ряд посреднических структур и преобразований, было трудно оценить ее реальное кредитное качество, а при наличии официальных рейтингов часто не было желания тратиться на дорогостоящий анализ первичной информации, которая, вопреки распространенному мнению, и тогда была, в принципе, доступна. Серьезно вырос moral hazard — риск, связанный с падением ответственности первичных кредиторов, которые в погоне за объемами могли продать любой subprime, упакованный в сложноструктурированные инструменты.

Дискуссия о будущем секьюритизации проходила параллельно с массирован-

ными мерами по государственной поддержке рынков ипотечных ценных бумаг (MBS). И в США, и в Западной Европе государство практически заменило ушедших с рынка MBS частных инвесторов, без господдержки рынок бы просто умер.

В Соединенных Штатах частный рынок MBS до сих пор не подает видимых признаков восстановления и ограничен агентскими бумагами Fannie Mae и Freddy Mac. При этом только за два посткризисных года в рамках программы поддержки ФРС купила агентских бумаг на сумму более $1 трлн. В Европе, помимо национальных программ поддержки, центральную роль в обеспечении фондирования ипотеки через MBS взял на себя ЕЦБ, предоставляющий ресурсы по операциям РЕПО. В расчете на деньги ЕЦБ европейскими банками было выпущено порядка 1 трлн евро ABS, а кризисный 2008 год стал рекордным по объему выпуска бумаг, обеспеченных активами. По словам участников европейского рынка, на смену классической модели секьюритизации originate to distribute пришла модель originate to repo.

Итогом дискуссии, в которую были вовлечены как профессиональные организации участников рынка, так и представители национальных и межнациональных регуляторов, стало фактическое признание того, что альтернативы финансированию ипотеки с помощью рынков капитала нет, секьюритизация является важным и в основе своей жизнеспособным механизмом фондирования, но нуждается в серьезном надзоре и регулировании; меры прямой поддержки государства не могут надолго заменить рынок, поскольку уменьшают инициативу его частных участников и должны последовательно свертываться.

В результате в посткризисный период по обеим сторонам Атлантики был разработан и принят к внедрению целый набор практически схожих регулятивных и нормативных мер, призванных уменьшить свойственные секьюритизации риски и восстановить доверие инвесторов. Среди наиболее значимых предложений, реализация которых уже началась, можно выделить следующие: обязательство оригинаторов брать на свой баланс не менее 5% риска по секьюритизированным активам; требования к повышению прозрачности сделок и раскрытию информации в разрезе отдельных кредитных обязательств, лежащих в обеспечении структурированных ценных бумаг; меры по уменьшению зависимости от рейтинговых агентств (РА), включая предложения по взаимодействию с РА и обязанность инвесторов самостоятельно оценивать свои риски на базе анализа имеющейся открытой информации; новые требования по ликвидности и достаточности капитала в отношении ABS/MBS, сформированные в рамках Basel III.

В США, где центральное, а сегодня практически монопольное положение на рынке ипотечной секьюритизации занимают спонсируемые государством агентства, был поднят вопрос о кардинальной реформе всей системы жилищного финансирования, сложившейся во второй половине прошлого века. В докладе конгрессу, подготовленном Федеральным казначейством и Министерством жилья и городского развития, отмечалось, что господдержка обеспечила несправедливые преимущества, а ориентация на прибыль подорвала общественную миссию агентств. Реформа, конкретные параметры которой окончательно не определены, предполагает сворачивание деятельности Fannie Mae и Freddy Mac, на поддержку которых в кризис ушло более $150 млрд бюджетных средств и которые сегодня полностью заместили частный рынок MBS.

Конечной целью многочисленных инициатив является возвращение доверия инвесторов, восстановление частного рынка и снятие с государства той громадной нагрузки, которую оно вынуждено было на себя взять в секторе жилищного кредитования, хотя сами участники рынка и выражали опасения, что секьюритизацию могут «залечить до смерти».

Посткризисная стабилизация, наряду с мощной государственной поддержкой, содействовала постепенному восстановлению рынка, росту спроса со стороны инвесторов, хотя объемы рыночных сделок до сих пор очень далеки от докризисных.

При этом если на американском рынке секьюритизации частных жилищных

ипотечных бумаг до сих пор почти нет, а рынок представлен ABS, обеспеченными автокредитами, кредитными картами, студенческими займами, то в Европе и после кризиса основным классом активов в сделках секьюритизации осталась жилищная ипотека.

Европейский рынок секьюритизации продемонстрировал свою жизнеспособность даже в крайне нестабильных условиях кризиса еврозоны. Речь, конечно, не идет о бумагах периферийных стран, а касается главным образом высококачественных ABS из Великобритании, Нидерландов и Германии. При этом в течение года спрос на эти бумаги превышал предложение. Поскольку секьюритизация предусматривает отделение риска актива от риска оригинатора, то в нестабильных условиях бумаги рассматривались инвесторами как альтернатива, порой более предпочтительная, чем корпоративные облигации кредитных организаций. В результате доходность по этим инструментам существенно снизилась, а по бумагам, обеспеченным автомобильными кредитами, даже упала к докризисному уровню. Однако если в кризисные годы объемы публичных размещений европейских бумаг превышали 400 млрд евро, то в 2012 году объем публичных размещений ABS/MBS лишь немногим превысил 66 млрд евро, что составляет порядка 30% от общего объема годовой эмиссии. Это значит, что большая часть выпусков по-прежнему остается на балансах оригинаторов и используется в целях РЕПО.

Не вполне оправившись от американского subprime, инвесторы медленно возвращаются на европейский рынок секьюритизации, хотя ситуация на нем даже в кризисный период не была столь же драматичной, как в США.

Исследование всех сделок структурного финансирования за период с 2000-го по 2011 год, проведенное Fitch, показало, что уровень реализованных потерь по всем сделкам ипотечной секьюритизации в Европе составил лишь 0.004% от объема эмиссии в $2.3 трлн, а в США — 3.5% от $2.68 трлн. Ожидаемые потери по европейской ипотечной секьюритизации оцениваются в 0.2%, а по американской — 9.9%, то есть различаются в 50 раз! Даже потери по MBS в наиболее проблемной европейской юрисдикции, Испании, составили только 0.1% от объема, что несравнимо с уже реализованными потерями по американским MBS, не говоря уже о subprime, где они составили 13.1%.

Среди причин столь явного разрыва эксперты отмечают в том числе различия в качестве первичных инструментов кредитования. В частности, распространение в Европе кредитов с плавающим процентом, что в условиях низких ставок снижает нагрузку на заемщика, а также существующую в Европе практику обеспечения, когда, в отличие от США, заемщик не может обнулить свой долг перед банком, отдав ему заложенное по ипотеке жилье. Особенно важно, что американская модель секьюритизации на практике выражалась в продаже риска в полном объеме, тогда как европейские оригинаторы, несмотря на отсутствие формальных требований, как правило, удерживали часть риска на собственном балансе.

По мнению участников рынка, ужесточение регулятивных и нормативных требований к секьюритизации стало не столько ответом на европейскую ситуацию, сколько непропорциональной реакцией на американский кризис и заслуживает адекватной корректировки.

В начале 2013 года Базельский комитет по банковскому надзору расширил перечень активов, которые входят в буфер ликвидности при расчете норматива покрытия ликвидности (LCR), включив туда высокорейтингованные жилищные ипотечные ценные бумаги, что должно повысить аппетит банков как основных инвесторов в европейские MBS. Однако чуть ранее, в декабре 2012 года, тот же комитет опубликовал проект изменений к требованиям по капиталу по сделкам секьюритизации, где фактически повысил эти требования к обеспеченным активами ценным бумагам. Предлагаемые изменения перевесят преимущества от включения ипотечных бумаг в LCR. Комментарии к изменениям принимаются, дискуссия участников рынка и регуляторов по вопросам секьюритизации будет продолжаться.

Следует отметить консолидацию профессионального сообщества в этой дис-

куссии, которая носит вполне конструктивный характер. В ноябре 2012 года после всестороннего обсуждения, в том числе с европейскими финансовыми органами, участниками рынка была принята инициатива Первоклассных обеспеченных ценных бумаг (PCS — Prime Collateralized Securities). Лейбл PCS присваивается советом, состоящим из видных участников рынка и бывших высоких чинов европейской финансовой бюрократии. Своеобразный «знак качества» гарантирует надежность, прозрачность, простоту и стандартизацию предлагаемой бумаги. По замыслу инициаторов, PCS должен будет использоваться европейскими регуляторами как показатель лучшей рыночной практики и найдет отражение в регулятивных требованиях к капиталу, ликвидности, скажется на дисконтах по операциям РЕПО с ЕЦБ и, главное, будет содействовать возвращению доверия к инструменту со стороны инвесторов.

В России сегодня следует говорить скорее не о «возвращении доверия», а о создании нового и перспективного для инвесторов сегмента финансового рынка.

Стремительное развитие российского рынка жилищного ипотечного кредитования в докризисный период и мощный восстановительный спурт последних двух лет во многом обусловлены высоким уровнем конкуренции в отрасли. Анализ динамики рыночного развития последнего десятилетия дает очевидные свидетельства, что рост объемов и повышение доступности кредитов тесно связаны с расширением состава участников рынка и ростом его конкурентной составляющей. При этом ключевым моментом в определении конкурентной позиции банков на рынке остается вопрос долгосрочного фондирования ипотечных операций.

Поддержание стабильного поступательного развития рынка требует создания устойчивой системы доступа его участников к долгосрочным и относительно недорогим финансовым ресурсам. Основой такой системы должен стать национальный рынок ипотечных ценных бумаг. Особенности сложившейся в России системы жилищного ипотечного кредитования и специфика нашей банковской системы в целом делают секьюритизацию необходимым инструментом долгосрочного фондирования российских кредитных организаций.

Российская система ипотечного жилищного кредитования, построенная в значительной степени с использованием опыта системы американской, несопоставима с ней по масштабам, но схожа в некоторых существенных чертах. Прежде всего это касается основного инструмента первичного рынка — самоамортизирующегося кредита с фиксированной ставкой сроком до тридцати лет. Изобретенный в Америке во времена Великой депрессии и нацеленный на повышение доступности жилья, этот инструмент изначально предполагалось продавать инвестору. Держать подобный неликвид на собственном балансе означало бы для депозитных организаций подвергать себя чрезмерному риску. Именно поэтому в 1938 году было создано государственное агентство Fanny Мае, которое и должно было покупать эти кредиты у банков, обеспечивая таким образом их ликвидностью и снимая риск процентной ставки.

В России уже в первых концепциях развития системы ипотечного кредитования было заложено создание подобного института, наделенного аналогичными функциями рефинансирования первичных кредиторов. Выбор этой институциональной формы был предопределен ограниченной способностью большинства российских банков самостоятельно привлекать долгосрочные финансовые ресурсы с рынка. Организованное в 1997 году и начавшее динамично функционировать в 2000-х, Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) сегодня активно покупает ипотечные закладные у первичных кредиторов и реализует программы приобретения ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами. Однако на АИЖК и другие рефинансирующие организации (хотя, кроме ВЭБа, назвать практически больше некого) приходится сегодня не более 10% ипотечного рынка. То есть 90% долгосрочных ипотечных кредитов, подавляющая часть которых имеет фиксированную ставку, остается на балансе российских банков. Для американских банков — ситуация

немыслимая. Только 5% выданных ипотечных кредитов американские кредиторы держат на балансе, оставшаяся часть секьюритизируется с помощью государственных агентств (частный американский рынок ипотечных бумаг после кризиса так и не восстановился). По мнению одного из старейших в США специалистов по вопросам жилищного финансирования, профессора Wharton Business School Джека Гуттентага, если американские депозитные организации увеличат свои портфели ипотечных кредитов в два раза, они подвергнут себя процентному риску такого же уровня, который в 1980-х привел к краху американскую систему ссудосберегательных ассоциаций.

Наши банки продолжают фондировать свои ипотечные портфели главным образом за счет относительно краткосрочных средств, в том числе частных депозитов. Прирост ипотечного портфеля, который достиг в 2012 году рекордных показателей, сопровождался ростом кредитных ставок и происходил на фоне замедления роста депозитов и увеличения ставок по вкладам, притом что ЦБ уделял пристальное внимание контролю за ставками, пытаясь ограничить их чрезмерный рост. Подобная структура фондирования ипотечных операций несет серьезные риски.

Во время кризиса 2008–2009 годов ипотечные портфели большей части российских банков были на грани убыточности, а у некоторых и перешли ее. Ипотечные программы большинства ипотечных кредиторов, включая ряд крупнейших, были свернуты. У отдельных банков положение было близко к критическому. Но, с государственной помощью, проскочили. Важную роль сыграла высокая процентная маржа, которая демпфировала рост стоимости фондирования для банков. Нельзя сказать, что банки не вынесли из кризиса уроков. Некоторые стали активнее внедрять плавающие ставки (переводя потенциальный процентный риск в кредитный), однако они не получили широкого распространения, поскольку для заемщика важен точный размер платежа, который он, в соответствии с условиями договора, обязуется вносить в течение многих лет.

Принципиальный механизм решения проблемы дает секьюритизация ипотечных кредитов. Фондирование за счет эмиссии ипотечных ценных бумаг способно выровнять конкурентные позиции банков с точки зрения их доступа к долгосрочным кредитным ресурсам и снять с них процентный риск, переложив его на инвестора, готового этот риск принять и эффективно хеджировать.

Понимая остроту проблемы, Правительство РФ в принятой в 2010 году Стратегии развития ипотечного жилищного кредитования предусмотрело увеличение доли ипотечных ценных бумаг в фондировании текущих ипотечных операций до 50% в 2015 году и до 66% к 2030 году.

В 2012 году был отмечен серьезный рост как количества выпусков ИЦБ, так и их объема. В течение года было размещено одиннадцать эмиссий ипотечных бумаг (в 2011-м — шесть) на общую сумму 68.3 млрд руб. (в 2011-м — 41.5 млрд руб.). Однако, учитывая, что объем выдачи новых ипотечных кредитов превысил 1 трлн руб., достижение поставленных в стратегии целей возможно только при наличии достаточно развитого национального рынка ипотечных ценных бумаг, формирование которого находится сегодня на начальном этапе. Массового выхода российских ИЦБ на международные рынки в ближайшее время ожидать не следует, скорее, он будет ограничен отдельными частными или клубными сделками высококлассных оригинаторов. Частные инвесторы в России проявляют определенный интерес к данному инструменту благодаря позитивной истории российских ИЦБ, льготному налогообложению доходов, возможности включения в Ломбардный список ЦБ, однако требуются время и усилия для создания достаточного уровня доверия. Ключевую роль в этом процессе играют АИЖК и, до сегодняшнего дня, ВЭБ, управляющий пенсионными накоплениями. И АИЖК, и ВЭБ выступают в качестве главных инвесторов в ИЦБ не только в рамках специальных программ, но и как рыночные игроки, исполняя роль инвестиционных лидеров.

Конечной целью государственных программ является повышение доступности кредитов, что должно напрямую отразиться на доступности жилья. Поэтому понятно стремление государства снизить

процентные ставки по кредитам, уменьшив размер банковской маржи, которая в последнее время хотя и снижается, но остается достаточно высокой. Однако в условиях волатильности рынка требовать от банков уменьшения процентной маржи по долгосрочным кредитам с фиксированной ставкой можно в случае, если эти кредиты продаются — напрямую или в форме ценных бумаг — долгосрочным инвесторам, которые, обладая длинным инвестиционным горизонтом, могут взять на себя и эффективно управлять рисками, характерными для ипотечных активов.

Поскольку реализация пенсионной реформы, очевидно, уменьшит возможности ВЭБа по инвестированию пенсионных накоплений в ипотечные активы, необходимо продолжение государственной поддержки АИЖК как якорного инвестора в ИЦБ. Весомую поддержку развитию рынка ИЦБ мог бы оказать Банк России, как путем снижения дисконтов по операциям РЕПО до уровня корпоративных облигаций сопоставимого рейтинга, так и путем прямой покупки высокорейтингованных российских ипотечных бумаг на свой баланс. Нужны также целенаправленные усилия по формированию частной инвесторской базы, в том числе за счет создания дополнительных стимулов к инвестированию в ипотечные ценные бумаги со стороны негосударственных пенсионных фондов, у которых появится дополнительный импульс в связи с проведением пенсионной реформы.

Накопленный опыт работает на создание необходимого уровня доверия. Первые российские выпуски ИЦБ доказали свою высокую надежность в период кризиса. Консервативная структура российских бумаг, изначально привнесенная рейтинговыми агентствами, предусматривает значительную кредитную поддержку старших рыночных траншей, что делает их устойчивыми к самому серьезному стресс-тестированию. Специфику обеспеченных ипотечных бумаг необходимо учитывать и регулятору при разработке новых требований в отношении величины риска по этим облигациям. Необходимо создание сбалансированной регулятивной среды, когда задача ограничения рисков не будет подавлять частную инициативу, столь необходимую при становлении нового рынка.