Максим КОРОТКИН,
директор департамента структурированного
и синдицированного финансирования, Газпромбанк

Обладает более чем 15-летним опытом работы на финансовых рынках.

В начале 2005 года возглавил управление ипотечных ценных бумаг ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию». Принял участие в доработке Федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах» 2006 года. В 2007 году успешно реализовал первый структурированный выпуск облигаций с ипотечным покрытием АИЖК. В 2008 году возглавил управление секьюритизации активов АКБ «МБРР» (ОАО). На протяжении нескольких лет руководил международным проектом промежуточного рефинансирования автокредитов. В 2009 году реализовал первую эмиссию ипотечных облигаций МБРР при солидарном поручительстве АИЖК. В 2012 году занял должность директора департамента структурированного и синдицированного финансирования Газпромбанка.

История секьюритизации – долгий путь к совершенству

Несмотря на тот факт, что первая российская секьюритизация ипотечных активов была проведена Газпромбанком еще в октябре 2006 года, действующее законодательство, регулирующее процессы секьюритизации в России, по-прежнему далеко от совершенства. Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» обеспечивает возможность эмиссии облигаций с ипотечным покрытием, но иные виды кредитных активов остаются вне поля законодательного регулирования, а следовательно, их секьюритизация не может являться источником финансирования национального кредитного сектора. Отсутствие развитых механизмов рефинансирования кредитного сектора ограничивает эффективность российских банков, сдерживая показатели экономического роста.

Долгожданный проект закона «О секьюритизации», призванный регулировать процессы секьюритизации различных видов активов, на протяжении нескольких лет является предметом бурных дискуссий и споров, он неоднократно корректировался, модифицировался, но так и не был принят и одобрен законодательными органами. Успешные примеры международного опыта рефинансирования кредитных портфелей различных типов активов по-прежнему остаются лишь теоретическим пособием для локального рынка ценных бумаг. Поскольку дальнейшая судьба законодательного регулирования российской секьюритизации остается неизвестной, банковское сообщество продолжает усердное исследование зарубежных финансовых площадок в целях трансграничного рефинансирования портфелей широкого спектра кредитных продуктов.

На сегодняшний день рефинансирование посредством секьюритизации представляет собой эффективный балансовый оборот кредитного портфеля — способ трансформации генерирующего доходы актива в пассив с относительно меньшей привлеченной стоимостью. Существующий пул кредитов выступает залоговым обеспечением по финансовым обязательствам, например облигациям, а процентный доход по такому пулу кредитов (как правило, выше стоимости привлеченных средств) направляется на приоритетное обеспечение оплаты процентов по финансовому обязательству.

Регулятор в лице Банка России требует от кредитных организаций соблюдения

установленных нормативов, направленных на снижение рисков банковской системы. Основным нормативом кредитной организации является норматив Н1[1], ограничивающий объем предоставленных банком кредитов пропорционально размеру его капитала. Решением данного вопроса может являться регулярное пополнение капитала банка (что на практике затруднительно) либо ограничение размера его кредитного портфеля. При реализации секьюритизации по РСБУ активы выбывают из баланса банка, происходит замещение портфеля кредитов денежными средствами, что, соответственно, снижает нормативную нагрузку.

Таким образом, с помощью секьюритизации банк способен решить сразу несколько задач: привлечь необходимую ликвидность, снизить нормативную нагрузку, сохранить положительную разницу между процентным доходом по кредитному портфелю и доходностью, выплачиваемой по обязательствам. Как правило, привлеченное по обязательствам финансирование направляется на формирование нового кредитного актива, что увеличивает операционную прибыль банка. В теории такой процесс может повторяться неоднократно.

ВОПРОС ЛИКВИДНОСТИ

Статистика Банка России свидетельствует о постоянном приросте кредитного портфеля банковского сектора. В октябре 2012 года объем кредитов, предоставленных физическим лицам в России, превысил 7 трлн руб. Только за первые десять месяцев 2012 года прирост розничного портфеля составил 30%. Сам Банк России, являясь основным поставщиком ликвидности, подтверждает средний ежегодный прирост объемов кредитования банковского сектора на уровне 20%. Банки стремятся привлечь все больше средств у ЦБ, впоследствии перенаправляя их в кредитный сектор.

Очевидно, что практически любая кредитная организация обладает ограниченной ресурсной базой. В целях непрерывности процесса кредитования, а также постоянного наращивания кредитного портфеля банковский сектор требует постоянного притока свежей ликвидности. Набранные темпы роста кредитных портфелей уже не могут быть удовлетворены прежними источниками финансирования — кредитные организации вынуждены двигаться в сторону новых инструментов привлечения ресурсов. По оценкам экспертов, сегодня порядка 2–3 трлн руб. общего розничного портфеля России требуют рефинансирования. Однако в отсутствие соответствующих механизмов финансовые институты вынуждены ограничивать размеры собственных кредитных портфелей.

На международных финансовых рынках секьюритизация кредитных портфелей давно укрепилась в качестве эффективного способа рефинансирования. Даже в посткризисный период, в отсутствие значительного инвестиционного спроса, регуляторы различных стран продолжают уделять особое внимание данному сектору, регулярно анонсируя программы приобретения продуктов секьюритизации.

ПРЕДЫСТОРИЯ: ТРАНСГРАНИЧНЫЕ СДЕЛКИ

До кризиса 2008 года российские банки неоднократно прибегали к сделкам секьюритизации. В силу отсутствия законодательного регулирования в России в этих целях использовались зарубежные рынки ценных бумаг. Иностранные инвесторы, знакомые со сложным инструментом секьюритизации, вполне охотно рассматривали российские активы в качестве объекта инвестирования.

Портфели различных типов российских активов успешно размещались на зарубежных площадках. В силу сложности и высокой стоимости организации процесса количество размещений было ограничено: подобные сделки проводились лишь несколько раз в год. Высокие транзакционные издержки можно было снизить за счет увеличения объема секьюритизируемого портфеля. Эксперты не рекомендовали организацию выпуска в объеме меньше $100 млн — лишь при таком размере пула секьюритизация могла быть экономически оправданна. Обязательные требования к качеству кредитов, входящих в секьюритизируемый пул, в свою очередь, сокращали размер транзакций. Все это ограничивало количество потенциальных оригинаторов.

Зарубежные рынки приняли нашу секьюритизацию — активы успешно переупаковывались в обязательства, им присваива-

[1] Норматив достаточности собственных средств (капитала) банка.

лись достойные рейтинги, а итоговые срок и стоимость привлеченного фондирования были намного привлекательней отечественного «межбанка». Всего за несколько лет мы стали свидетелями ряда трансграничных сделок по секьюритизации ипотечных активов, автокредитов, кредитных карт, лизинговых платежей и так далее.

В то же время некоторые банки участвовали в частных сделках по привлечению промежуточного финансирования (warehouse). Как правило, такие транзакции были направлены на формирование достаточного кредитного портфеля в целях дальнейшего публичного размещения. Банк, накопив определенный кредитный портфель, которого было все еще недостаточно для эффективной публичной секьюритизации, обращался к инвестору с просьбой предоставить финансирование под обеспечение уже существующего портфеля кредитов. Стоимость зарубежных заимствований позволяла формировать привлекательную процентную маржу, однако срок финансирования был строго ограничен, иногда он предусматривал возможность пролонгации. К моменту накопления очередной части портфеля операция повторялась, вновь сформированный портфель закладывался в дополнительное обеспечение, новая часть финансирования поступала оригинатору. При накоплении достаточного портфеля оригинатор проводил публичную секьюритизацию, при этом выручка от такого размещения приоритетно направлялась на погашение уже привлеченного финансирования. Ограниченный срок заимствования и определил название подобных транзакций — «промежуточное финансирование». К сожалению, нестабильность на финансовых рынках позволила единицам участников реализовать данный цикл полностью.

Необходимо отметить, что поступающее из-за рубежа финансирование предоставлялось в иностранной валюте, а в тех случаях, когда валютой финансирования являлся российский рубль, возможные риски его ослабления обязательно хеджировались сделками типа «валютный своп». Также в сделках промежуточного финансирования зачастую использовалась плавающая процентная ставка, таким образом инвесторы страховали возможное удорожание стоимости фондирования в будущем.

Картину полностью изменил финансовый кризис 2008 года. Массовый отток инвестиционного капитала с развивающихся рынков затронул и российские сделки промежуточного финансирования. Инвесторы, которые на протяжении нескольких лет покупали бумаги, обеспеченные активами, начали экстренно выводить капиталы, закрывая лимиты практически на все виды ценных бумаг.

Усугубила ситуацию резкая девальвация российского рубля во второй половине 2008 года. В результате, резкий всплеск безработицы существенно повысил риски неисполнения обязательств заемщиков по ипотечным кредитам. Кредитный сектор замер, большинство банков предпочли временно приостановить кредитные операции. В условиях обрушения фондового рынка и постоянного удорожания денежных ресурсов стоимость промежуточного финансирования превысила уровень процентных ставок по рефинансируемым кредитам.

Отрицательная процентная маржа и риск дальнейшего обесценения рубля мотивировали оригинаторов как можно скорее гасить задолженность по дорогим валютным заимствованиям. Оптимизм иссяк — не каждый имел возможность оперативно вернуть привлеченные средства. Большинство сделок промежуточного финансирования были свернуты в срочном порядке, а планируемые публичные размещения отложены на несколько лет.

Но несмотря на тот факт, что российская экономика и финансовый рынок довольно быстро восстанавливались, российские банки надолго потеряли секьюритизацию в качестве источника привлечения зарубежного капитала. Наступило время перемен — ориентиры заемщиков смещались на внутренний рынок.

ИПОТЕЧНЫЙ ОАЗИС

Исторически единственным жизнеспособным сегментом секьюритизации на российском рынке является ипотечный сектор. В октябре 2003 года был принят Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах», однако его практическое применение оставалось невозможным на протяжении нескольких лет. Закон разрабатывался в отсутствие практики. Теоретических знаний о международных сделках было недостаточно для подготовки полноценного, а главное, адаптиро-

ванного к российским реалиям документа. В некоторых случаях действующее законодательство препятствовало реализации распространенных международных принципов секьюритизации. В итоге первая российская секьюритизация ипотечных активов была проведена спустя три года после вступления закона в силу. Сразу после принятия необходимых законодательных поправок в октябре 2006 года Газпромбанк зарегистрировал первый выпуск ипотечных ценных бумаг. Впервые в рамках российского законодательства эмиссия была осуществлена с баланса ипотечного агента (ОАО «Ипотечная специализированная организация «ГПБ-Ипотека»). Выпуск сопровождался налоговым и юридическим заключениями международных консультантов. Оценка международного рейтингового агентства подтвердила надежность выпуска. Он, по сути, ознаменовал успешное внедрение нового, сложного, но чрезвычайно важного финансового инструмента.

Последовавшая череда «домашних» транзакций закрепила интерес к новому инструменту. Участники ипотечного рынка с энтузиазмом экспериментировали со структурами выпусков. Практически каждая последующая сделка несла в себе новшество. Состоялся выпуск АИЖК, представленный субординированными между собой тремя классами бумаг, последовал выпуск с ограниченным сроком обращения старшего транша, обеспеченный выпуск с баланса кредитной организации, ипотечный выпуск при солидарном поручительстве АИЖК и многие другие.

Не раз заходила речь и о реализации «мультиоригинаторных» сделок. В подобной сделке могут принять участие несколько оригинаторов, объединивших некрупные ипотечные портфели в единое покрытие. Мультиоригинаторный выпуск способен снизить нагрузку фиксированной части расходов на организацию и последующее обслуживание сделки, следовательно, снизить общую стоимость заимствований. В данном случае размер портфеля следует оценивать как один из факторов, влияющих на итоговую стоимость привлекаемого финансирования. Процентное выражение фиксированных расходов будет уменьшаться пропорционально увеличению пула. Таким образом, оценивая размер пула, необходимо исходить из допустимой стоимости привлечения, которую составят ставка купона по размещаемым облигациям, а также расходы, связанные с выпуском и сопровождением облигаций.

Ипотечный кризис США 2008 года подверг испытанию большую часть секьюритизационных выпусков, в первую очередь жилищные ипотечные продукты (RMBS). Лавина дефолтов RMBS зарубежных оригинаторов, спровоцированная неплатежеспособностью по кредитам заведомо низкого качества (subprime-класс), привела к резкому «сжатию» сектора RMBS. Еще несколько лет выражение «секьюритизация ипотечных активов» носило нарицательный характер на международных рынках ценных бумаг. Требовалось обновление правил, изменение условий выдачи кредитов и последующего рефинансирования, а также спасение капиталов, уже размещенных в кредиты, и обеспеченные обязательства. В результате европейский и западный рынки сосредоточились на решении собственных проблем, центральные банки Европы и США запустили программы поддержки финансовых рынков, в том числе начав скупать секьюритизированные активы на сотни миллиардов долларов и евро.

Однако, несмотря на мировой «карантин», российские ипотечные активы проявили себя как надежный и качественный инструмент. Спровоцированный кризисом рост объемов неплатежей по ипотечным кредитам в портфелях российских банков выявил ряд недостатков. В некоторых случаях доработок потребовали критерии андеррайтинга (предварительный процесс определения категории качества заемщика), высокое соотношение кредита и залога (размер первоначального взноса) и тому подобное. Однако ни по одному из российских выпусков ипотечных облигаций не было зафиксировано фактов неисполнения обязательств. Испытание кризисом подтвердило отсутствие в России ипотечных активов subprime-класса, что только усилило позиции национальной секьюритизации.

ВНУТРЕННЯЯ ПОДДЕРЖКА

На помощь пришел ряд своевременных инициатив, направленных на поддержку рынка ипотеки посредством развития внутреннего сектора секьюритизации. Помимо стабилизации курса рубля и вливания ликвидности в финансовую систему, Банк России предпринял меры по поддержке банков — участников ипотечного рынка. Уже в 2008

году было принято решение о включении ипотечных облигаций в Ломбардный список Банка России. Гарантия оригинатора, оценка международного рейтингового агентства, поручительство АИЖК — и все больше ипотечных облигаций получали доступ в Ломбардный список. Актуальность таких новшеств была неоценимой — крупнейший источник денежной ликвидности страны объявил о готовности принимать ипотечные облигации в качестве залога при кредитных операциях. Данные меры существенно прибавили оптимизма участникам рынка.

В середине 2009 года государственная управляющая компания, функции которой выполняет Внешэкономбанк, получила право вкладывать пенсионные накопления граждан в ипотечные ценные бумаги. Несомненно, проявление интереса со стороны столь серьезного инвестора вновь подогрело интерес к секьюритизации. Решение о размещении пенсионных средств в ипотечные бумаги выглядело абсолютно логичным: ожидаемый срок обращения облигаций, составляющий около шести лет, отвечал интересам срочности инвестирования «длинных» пенсионных средств; фиксированный процентный доход гарантировал регулярно выплачиваемую доходность; бумаги, имеющие в обеспечении реальные активы (ипотечные кредиты, в свою очередь, обеспечены залогом недвижимого имущества), значительно снижали риски неисполнения обязательств по облигациям.

В 2010 году Внешэкономбанк запустил Программу инвестиций в проекты строительства доступного жилья и ипотеку. Программа предусматривает инвестирование средств Внешэкономбанка в облигации с ипотечным покрытием. Объявленный объем финансирования составляет 150 млрд руб. Фиксированная доходность старших траншей и по сей день остается весьма привлекательной — 7.5% годовых. Единственным существенным фактором, сдерживающим скорую реализацию программы, является обязательное условие — ипотечные кредиты должны быть выданы на стадии строительства жилья. К сожалению, процесс введения построенного жилья в эксплуатацию, а также последующее оформление права собственности в некоторых случаях длятся непредсказуемо долго. Это тормозит формирование пулов закладных для секьюритизации, что, в свою очередь, сдерживает реализацию программы.

Во второй половине 2010 года стартовал ряд программ АИЖК, нацеленных на приобретение облигаций с ипотечным покрытием. Программы заинтересовали не только сеть операторов АИЖК, но также и банковский сектор. Агентство предложило рынку различные сроки выкупа и соответствующую стоимость финансирования, но важнейшим достижением программ АИЖК является опциональное использование промежуточного финансирования — ранее такая структура финансирования не предлагалась на российском рынке в открытом доступе. Привлеченные средства под залог собственных, уже существующих портфелей позволяют оригинатору увеличить портфель до объема, достаточного для проведения секьюритизации. В некоторых случаях участники программы могут объединить свои портфели, сформировав мультиоригинаторный пул кредитов. В результате оригинаторы получили значительную гибкость в определении параметров сделок, а также сроков проведения секьюритизации.

ДАЛЬНЕЙШЕЕ РАЗВИТИЕ

В настоящее время секьюритизация во всем мире демонстрирует устойчивые признаки восстановления. Центральные банки продолжают поддержку локальных рынков. Все чаще публично анонсируются новые выпуски, появляются признаки настоящего инвестиционного спроса.

В России ожидается настоящий бум ипотечных облигаций. Внутренние программы поддержки ипотеки принесут свои плоды. Хочется верить, что и национальный фондовый рынок окажет отечественным RMBS теплый прием.

В ближайшее время ГПБ (ОАО) планирует представить рынку несколько собственных ипотечных выпусков. Кроме того, мы намерены оказывать организационную поддержку выпускам сторонних оригинаторов. Будем надеяться, что в скором времени мы увидим закон о секьюритизации различных типов активов и сможем реализовать наши планы и в иных секторах кредитных рынков. Секьюритизация остается одним из важнейших и необходимых экономике инструментов. Возможно, это и к лучшему, что у российской секьюритизации все только впереди.