Марина ЛЬВОВА,
руководитель группы структурного фондирования отдела управления активами и пассивами, Райффайзенбанк

Работает в составе команды Райффайзенбанка по привлечению фондирования с 2007 года. С 2012 года отвечает за структурные сделки для целей собственного фондирования Райффайзенбанка.

Окончила Российскую экономическую академию имени Г.В. Плеханова по специальности «Финансовый менеджмент».

Екатерина МИХАЛЕВИЧ,
старший менеджер отдела синдицированного кредитования и секьюритизации управления инвестиционно-банковских операций, Райффайзенбанк

Работает на рынке рублевых облигаций в составе команды Райффайзенбанка с 2005 года, занимается направлением синдицированного кредитования и секьюритизации с 2010 года.

Окончила Институт мировой экономики и бизнеса Российского университета дружбы народов, получила диплом по специальности «Мировая экономика» (специализация «Международные валютно-кредитные отношения»), а также диплом переводчика (английский язык).

Рынок ABS: что ждет неклассические сделки

Результаты 2012 года свидетельствуют не только о быстро растущих масштабах рынка plain vanilla инструментов финансирования и привычных RMBS, но и об интересе участников к локальным секьюритизациям иных видов активов (ABS). Это обусловлено наличием потенциального спроса со стороны внутренних инвесторов, в частности УК ВЭБа и частных управляющих компаний (при условии наличия определенного рейтинга). Одним из наиболее перспективных сегментов ABS по российскому праву является секьюритизация коммерческой недвижимости. Прежде чем единичные сделки станут массовыми и обеспечат объемы, сопоставимые с сектором RMBS, участникам локального рынка секьюритизации еще предстоит решить много вопросов. Отдельные опытные игроки будут способствовать этому путем успешной реализации неклассических структурированных сделок.

ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Начало 2012 года ознаменовалось в России значительным увеличением ликвидности в системе вследствие роста государственных расходов и дальнейшим снижением ставок на рынке долгового капитала. Результатом этого стал рекордный масштаб рынка: по данным Cbonds, за 12 месяцев 2012 года совокупный объем первичных размещений в корпоративном секторе составил более 1.2 трлн руб. — самый высокий показатель за последние три года. С учетом волатильности рынка основной спрос инвесторов сосредоточен в диапазоне до трех лет, при этом значительная его часть приходится на бумаги эмитентов первого эшелона.

Потребности российских банков и компаний явно выходят за пределы так называемых plain vanilla инструментов финансирования, открывая новые воз-

можности для дальнейшего развития локального рынка секьюритизации активов.

Локальный рынок секьюритизации можно условно разделить на две основные части: наиболее развитый и законодательно проработанный рынок жилищных облигаций с ипотечным покрытием (RMBS), поддерживаемый государством посредством инициатив АИЖК и ВЭБа, и рынок остальных типов секьюритизационных сделок (различные ABS).

АИЖК выпускает собственные облигации с ипотечным покрытием с целью создания, помимо прочего, статистической базы для рынка и поддержания ликвидности данного вида бумаг. Агентство также разрабатывает и внедряет (обновляет и дополняет с учетом требований участников рынка) специальные программы по выкупу облигаций с ипотечным покрытием при неблагоприятных рыночных условиях — программы предполагают возможность предоставления промежуточного финансирования оригинаторам/эмитентам и/или поручительства АИЖК. Основываясь на собственном опыте структурирования и реализации подобных сделок и исходя из поставленных задач, АИЖК способствовало развитию соответствующей законодательной базы и продолжает предлагать изменения в существующие регулятивные документы. Совместно с привлекаемыми к сделкам банками-организаторами, в том числе с Райффайзенбанком, агентство также способствует повышению информированности участников рынка в отношении специфики бумаг с ипотечным покрытием, их параметров и возможных преимуществ, а также механизмов защиты прав инвесторов.

Мы ожидаем, что с учетом результатов программ № 1–3, базовой программы АИЖК по покупке ипотечных ценных бумаг, а также в соответствии с потребностями крупных и средних банков объем первичного предложения ипотечных ценных бумаг в 2013–2014 годах увеличится, что позволит рынку и дальше качественно развиваться. Спрос на такого рода продукты будет обеспечен в первую очередь УК ВЭБа, а также со стороны частных УК и банков. Мы ожидаем, что таргетируемые эмитентами и инвесторами спреды к ОФЗ по облигациям, имеющим инвестиционный рейтинг, будут находиться в диапазоне 100–200 б.п. к ОФЗ, в зависимости от ожидаемой дюрации выпусков.

Стоит отметить появление интереса и к локальным секьюритизациям иных видов активов (ABS). Постепенно растущий аппетит к ABS обусловлен (помимо всех преимуществ для управления активами и возможностей заработать на excess spread) наличием потенциального спроса со стороны УК ВЭБа и частных УК (при условии получения необходимого уровня рейтинга выпуска или соответствующего транша).

Тем не менее участникам локального рынка секьюритизации иных видов активов еще предстоит решить достаточно много вопросов:

– отсутствие соответствующей законодательной базы (оригинаторы и эмитенты используют международную практику и зачастую предпочитают структурировать сделки по английскому праву);

– вопрос приемлемости структуры ценных бумаг и их рейтингов для включения в Ломбардный список Банка России;

– преобладание единичных сделок, то есть отсутствие статистической базы и, как следствие, низкая ликвидность рынка;

– размер расходов на этапе до размещения сделки;

– преобладание рублевых активов — возникновение вопроса хеджирования валютных рисков для сделок, размещаемых за рубежом.

Принимая во внимание последние посткризисные тенденции на европейском и американском рынках (включая внедрение различных программ по стимулированию отдельных видов сделок — выкупы бумаг государством, возможности РЕПО с ЕЦБ, другие), мы можем констатировать, что рынок продолжает находиться в неком стабильном состоянии, в том числе в ожидании внедрения нового регулирования — как для банков, так и для страховых компаний.

Участники рынка в любом случае стараются включить в структуры сделок возможности call option, чтобы при неблагоприятных последствиях таких но-

вовведений можно было выкупить выпуски у инвесторов. При этом в результате общей тенденции снижения ставок по кредитам клиенты все чаще прибегают к рефинансированию, что приводит к увеличению объемов досрочного погашения выпусков.

Если обратиться к статистике, в целом мы можем наблюдать значительное сокращение объемов рынка по сравнению с докризисными результатами. Положительную динамику последних двух лет обеспечивают в основном emerging markets, которые растут самыми быстрыми темпами. Хотя если сделать срез локальных рынков, то можно убедиться, что там по-прежнему преобладают разовые сделки, поэтому говорить об активном развитии сектора, на наш взгляд, преждевременно. Однако мы уверены, что новые размещения продолжатся — в том числе с целью рефинансирования ранее размещенных сделок. При этом стоит отметить, что не только оригинаторы, но и инвесторы находятся в ожидании — ликвидность рынка невысокая, и инвесторы не увеличивают свои лимиты (у иностранных инвесторов для секьюритизационных сделок существуют отдельные лимиты — в отличие от российской практики, где лимиты, например, на облигации с ипотечным покрытием, обычно те же, что и на обычные корпоративные/биржевые бумаги того же эмитента).

«Стабильная» статистика рынка за последние два года приведена в таблице 1.

ОПЫТ РЕАЛИЗАЦИИ СДЕЛКИ, ОБЕСПЕЧЕННОЙ ДИВЕРСИФИЦИРОВАННЫМИ ПЛАТЕЖНЫМИ ПРАВАМИ (DIVERSIFIED PAYMENT RIGHTS SECURED FUNDING PROGRAMME, DPR)

Среди большого количества сделок, успешно закрытых Райффайзенбанком за последние несколько лет, в первую очередь стоит отметить структурированную сделку DPR, ставшую первым трансграничным выпуском российского оригинатора после кризиса 2008 года.

Программа долгосрочного фондирования, обеспеченная диверсифицированными платежными правами (diversified payments rights, DPR), была подписана ЗАО «Райффайзенбанк» в июне 2012 года. Данная программа является бессрочной при наличии хотя бы одного действующего выпуска, общий объем программы позволяет привлечь финансирование на сумму более $800 млн. Первый выпуск общим объемом $175 млн был осуществлен в рамках программы в то же время: серия А с контрактным сроком обращения пять лет, серии В и С с контрактным сроком обращения семь лет. Организаторами выпуска выступили немецкий банк WestLB AG и Райффайзен Банк Интернациональ АГ.

Структурированные сделки в отношении DPR появились в конце 1980-х годов и активно используются участниками развивающихся рынков. Особенную популярность инструмент имеет в Турции и странах Латиноамериканского региона. В России до экономического кризиса 2008 года были зарегистрированы две подобные программы: Альфа-Банк в 2006–2007 годах выпустил пятилетие облигации общим объемом $860 млн и 375 млн евро; МДМ Банк выпустил пятилетние облигации общим объемом $550 млн и 225 млн евро.

Структура сделок DPR во многом аналогична сделкам по секьюритизации классических видов активов, таких как портфели ипотечных или автокредитов. В офшорной юрисдикции создается специальное юридическое лицо (SPV), назначаются расчетный агент и сервисный агент, управляющий обеспечением. Основное отличие структуры DPR связано с сущностью самого обеспечения, а именно текущих и будущих потоков денежных средств, поступающих на корреспондентские счета оригинатора. Это требует непосредственного участия основных банков-корреспондентов, в которых у оригинатора открыты счета в валюте заимствования. Как правило, заимствования осуществляются в твердых валютах, таких как евро или доллары США. Поскольку обеспечением выступают денежные средства, поступающие на корреспондентские счета оригинатора (SWIFT формат MT10x), находящиеся в Европе или США, это позволяет суще-

Таблица 1. **Общие данные по сделкам секьюритизации в мире по итогам 9 месяцев 2012 г. по сравнению с аналогичным периодом 2011 г.**

	9M-12 Выпуск ($ млн)	Количество сделок	Доля рынка (%)	9M-11 Выпуск ($ млн)	Количество сделок	Доля рынка (%)	'11–'12 % Изменение
Способ размещения (используемая документация)							
U.S. Public	158 162.0	183	43.1	81 154.9	127	24.9	94.9
U.S. Rule 144A	123 053.7	315	33.5	114 983.7	233	35.3	7.0
Non-U.S.	85 574.9	119	23.3	129 491.5	153	39.8	–33.9
ВСЕГО	**366 790.6**	**617**	**100.0**	**325 630.1**	**513**	**100.0**	**12.6**
Страна происхождения активов							
США	255 181.9	452	69.6	177 441.1	340	54.5	43.8
Великобритания	46 239.7	45	12.6	51 500.7	46	15.8	–10.2
Япония	18 135.4	13	4.9	26 185.6	17	8.0	–30.7
Австралия	13 063.9	29	3.6	20 865.5	31	6.4	–37.4
Германия	12 455.7	16	3.4	9 320.9	14	2.9	33.6
ДРУГИЕ	21 714.0	62	5.9	40 316.3	65	12.4	–46.1
ВСЕГО	**366 790.6**	**617**	**100.0**	**325 630.1**	**513**	**100.0**	**12.6**
Типы оригинаторов							
Банк	73 951.9	129	20.2	87 478.5	131	26.9	–15.5
Кредитор коммерческой недвижимости	73 436.5	126	20.0	57 309.6	114	17.6	28.1
Финансовая компания (связанная)	57 093.3	64	15.6	39 370.6	55	12.1	45.0
Инвестиционная фирма	33 228.1	79	9.1	15 832.6	31	4.9	109.9
Ипотечный банк	24 514.2	45	6.7	28 710.0	42	8.8	–14.6
Автокредитор	23 932.2	36	6.5	18 409.1	27	5.7	30.0
Гос. учреждение	19 198.9	14	5.2	44 244.0	27	13.6	–56.6
Кредитор студенческих займов	15 692.3	23	4.3	9 348.3	14	2.9	67.9
Банк-эмитент кредитных карт	12 621.0	11	3.4	3 800.0	5	1.2	232.1
Финансовая компания (прочее)	8 983.4	21	2.4	4 885.4	14	1.5	83.9
ДРУГИЕ	24 138.7	69	6.6	16 242.0	53	5.0	48.6
ВСЕГО	**366 790.6**	**617**	**100.0**	**325 630.1**	**513**	**100.0**	**12.6**
Типы активов							
Ипотечные кредиты на коммерческую недвижимость	73 436.5	126	20.0	57 309.6	114	17.6	28.1
Неамериканские жилищные кредиты	66 583.1	65	18.2	83 393.2	64	25.6	–20.2
Автокредиты (prime)	49 038.4	50	13.4	43 805.3	50	13.5	11.9
Кредитные карты	33 604.9	49	9.2	19 923.4	31	6.1	68.7
Обеспеченные долговые обязательства (Collateralized debt obligations)	29 268.3	72	8.0	10 167.9	22	3.1	187.8
Студенческие займы	18 390.0	32	5.0	15 127.4	26	4.6	21.6
Автолизинг	14 794.8	24	4.0	13 154.1	23	4.0	12.5
Автокредиты (subprime)	14 242.9	28	3.9	10 943.3	19	3.4	30.2
(Floorplan loans)	11 799.4	15	3.2	6 629.5	10	2.0	78.0
Американские prime жилищные кредиты (U.S. prime MBS and re-Remics)	10 581.1	41	2.9	19 812.4	43	6.1	–46.6
ДРУГИЕ	45 051.2	115	12.3	45 364.0	111	13.9	–0.7
ВСЕГО	**366 790.6**	**617**	**100.0**	**325 630.1**	**513**	**100.0**	**12.6**

Источник: Asset Backed Alert

ственно снизить риски конвертируемости валюты и риски введения моратория на трансграничные переводы. Учитывая, что все расчеты в рамках структуры, а также обеспечение находятся вне пределов страны оригинатора, структура также нивелирует страновой риск, что дает возможность расширить потенциальную инвесторскую базу. Минимизация перечисленных выше рисков делает возможным существенное превышение рейтинга сделки относительно рейтинга оригинатора, а также странового рейтинга. Повышение возможно в диапазоне от одной до четырех ступеней по рейтинговой шкале, что, в свою очередь, существенно отражается на цене фондирования.

Также стоит отметить, что при использовании инструмента DPR заимствование может осуществляться как путем размещения облигаций, так и путем привлечения кредита от инвесторов. Это делает инструмент более гибким с точки зрения потенциальных возможностей инвестирования. Таким образом, структурные особенности позволяют охватить более широкую инвесторскую базу, нежели при секьюритизации классических видов активов или необеспеченном заимствовании.

С точки зрения реализации сделки на стороне оригинатора структура с участием DPR выгодно отличается от секьюритизаций классических видов активов.

Единовременные расходы на организацию структуры могут быть значительно меньше в сравнении с классической трансграничной секьюритизацией, при этом от оригинатора не требуются существенные инвестиции в IT-системы, которые, как правило, необходимы в случае сделок с классическими активами.

Другим неоспоримым преимуществом является существенная экономия внутренних ресурсов оригинатора — как на этапе организации сделки, так и в ходе ее дальнейшего обслуживания. Например, существенно упрощается процедура аудита обеспечения в силу сущности самого обеспечения. Для оригинаторов с развитой региональной сетью это позволяет снять некоторые операционные риски, связанные с предоставлением и транспортировкой оригинальной кредитной документации в случае с классической сделкой с портфелем розничных кредитов в качестве обеспечения. При этом не повышаются возможные дополнительные риски инвесторов, связанные с аудитом электронных копий кредитной документации. Отсутствует дополнительная нагрузка на обслуживающие подразделения оригинатора, которая зачастую возникает в классических сделках, при сопровождении судебных процессов в отношении секьюритизированных кредитов, разработке новых форматов различного вида документов, предоставляемых клиентам по запросу, при выпуске дополнительных доверенностей, без которых обслуживание клиента на должном уровне не представляется возможным.

При всех плюсах данной структуры для оригинатора не стоит забывать и о возможных ограничениях. Наиболее существенным ограничением для данного инструмента является поддержание стабильно высокого объема диверсифицированных платежей в иностранных валютах, что, на наш взгляд, не является трудностью для банков первого и второго эшелонов, но не всегда возможно для игроков меньшего размера.

Резюмируя все, сказанное выше, можно сделать вывод о том, что в текущей рыночной конъюнктуре данный инструмент обладает высоким потенциалом для целей фондирования российских банков.

ОСОБЕННОСТИ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ АРЕНДНЫХ ПОСТУПЛЕНИЙ ОТ КОММЕРЧЕСКОЙ НЕДВИЖИМОСТИ

Единичность сделок секьюритизации неклассических активов на российском рынке определяет неликвидность этого сегмента, а также отсутствие конкурентного рынка услуг третьих лиц, необходимых для реализации подобных проектов. Секьюритизация арендных поступлений от коммерческой недвижимости, на наш взгляд, может стать одним из перспективных видов сделок секьюритизации неклассических активов на российском рынке.

Уникальной на российском рынке может стать первая сделка секьюритизации арендных поступлений от коммерческой недвижимости, структурированная в рамках существующего регулирования облигаций с ипотечным покрытием. Существующая нормативная база не исключает возможность регистрации и выпуска облигаций с покрытием в виде ипотечного кредита под объект коммерческой недвижимости, тем не менее существует ряд неясностей и особенностей, которые необходимо учитывать при структурировании и реализации подобной сделки.

Предположим, существует объект коммерческой недвижимости (торговые площади, офисные помещения, парковка), строительство которого завершено, и есть банк, готовый кредитовать владельца данного объекта (оригинатора) под залог объекта на приемлемых для сторон условиях. По шагам реализация сделки секьюритизации арендных потоков по российскому праву будет выглядеть следующим образом:

1) для целей сделки заемщиком создается компания специального назначения (ипотечный агент);

2) банк кредитует заемщика (перед подачей документов на государственную регистрацию выпусков в ФСФР и получением предварительного рейтинга выпуска облигаций от международного рейтингового агентства) под залог недвижимого имущества, акций заемщика и прав требования по арендным договорам (ипотечный кредит);

3) ипотечный агент осуществляет размещение ипотечных облигаций, обеспеченных ипотечным кредитом, на облигационном рынке;

4) денежные средства от размещения ипотечных облигаций поступают на расчетный счет ипотечного агента;

5) ипотечный агент направляет полученные денежные средства в банк для оплаты ипотечного кредита (true sale) и его уступки в пользу ипотечного агента;

6) для целей синхронизации платежей по ипотечному кредиту и по облигациям ипотечный агент хеджирует валютные и процентные риски посредством совершения валютно-процентного свопа с банком как провайдером свопа;

7) арендаторы коммерческой недвижимости, права требования по арендным договорам которых являются обеспечением по ипотечному кредиту, переводят арендные платежи на счет сервисного агента, который аккумулирует и перечисляет их на счета ипотечного агента. Сервисный агент перечисляет часть средств заемщику в оплату операционных издержек;

8) ипотечный агент из денежного потока, генерируемого арендными платежами, осуществляет выплаты купонов и погашение ипотечных облигаций.

При этом условия ипотечного кредита будут зеркальными по отношению к условиям ипотечных ценных бумаг. В дату размещения облигаций процентная ставка по ипотечному кредиту будет скорректирована, исходя из финальной рублевой ставки по облигациям и условий валютно-процентного свопа.

Ипотечный кредит оформляется закладной, которая в дальнейшем хранится в специализированном депозитарии и будет переуступлена ипотечному агенту в момент размещения выпуска облигаций. В связи с тем, что закладная одна, тарифы специализированного депозитария будут ниже, чем для сделок с жилищными облигациями (в которых каждый ипотечный кредит в обеспечении оформлен с использованием закладной, подлежащей учету в специализированном депозитарии).

В течение срока жизни облигаций возможна регистрация и размещение нового выпуска ипотечных бумаг, обеспеченных ипотечным покрытием в случае соответствия выпуска критериям рейтингового агентства (данная опция изначально предусматривается условиями выпуска ипотечных облигаций и уставом ипотечного агента). При этом на этапе структурирования необходимо (с привлечением юридического консультанта) согласовать со специализированным депозитарием, что в случае переоценки рыночной стоимости объекта недвижимости можно будет изменить стоимость закладной, принятой на хранение (мы предполагаем, что потребуются соответствующие изменения в правила специализированного депозитария, регистрируемые в ФСФР).

Для достижения эффективности реализации подобной сделки необходимо, чтобы объект коммерческой недвижимости представлял собой первоклассный и достаточно крупный актив. С учетом российских реалий предполагается, что владелец объекта берет все риски платежной дисциплины арендаторов на себя.

Для инвесторов ведется соответствующий реестр арендаторов, отражающих все изменения в списке арендаторов. При этом, так как аналитики рейтинговых агентств сектора CMBS на данный момент находятся за пределами России и не являются русскоговорящими, для рейтингового агентства вся документация должна быть адекватно переведена на английский язык. Все коммуникации с рейтинговым агентством также будут вестись на английском — клиенту нужно быть к этому готовым, он также должен учитывать расходы на соответствующие переводы документации.

Перед аналитиками рейтинговых агентств будет стоять нелегкая задача применять опыт, полученный на развитых рынках Европы и США, в стране, где рынок CMBS отсутствует. Мы ожидаем, что рейтинговые агентства смогут ориентироваться на обзоры рынка недвижимости международных специализированных компаний, работающих на российском рынке коммерческой недвижимости, а также считать преимуществом наличие иностранных арендаторов.

Поскольку процесс подготовки сделки, тем более первой на рынке, может занять, по нашим оценкам, от 8 до 12 месяцев, для владельца недвижимости может возникнуть вопрос необходимости промежуточного финансирования — для кредитующего банка (возможно, даже синдиката банков) данная сделка должна быть привлекательна и на этом этапе.

Вопросы остаются и по закрытию валютных и процентных рисков с помощью свопа: соответствующий рынок в России на текущий момент существует на сроках до 10 лет. Поэтому общие юридические сроки выпуска будут ограничены максимальными сроками валютно-процентных свопов.

Для владельца объекта недвижимости, а также потенциальных владельцев облигаций может также возникнуть вопрос, связанный с необходимостью оплаты НДС с цены продажи объекта в случае необходимости его реализации. В качестве одного из вариантов оригинатор может предложить реализовать заложенные по сделке акции, но здесь возникнет вопрос оценки таких бумаг.

Для иностранных инвесторов возникнут, скорее всего, те же вопросы, связанные с незнанием локального рынка коммерческой недвижимости, поэтому основной спрос мы ожидаем опять же от УК ВЭБа и частных УК.

Таким образом, для реализации подобной сделки в России потенциальному оригинатору и его организатору предстоит решить достаточно много вопросов. Тем не менее секьюритизация коммерческой недвижимости — это, наверное, единственный вид сделок ABS, который в существующих условиях можно сделать по российскому праву. По остальным видам сделок (где действительно появляется много идей, включая сделки секьюритизации потребительских кредитов, портфелей карт и иных видов) основной проблемой остается вопрос возможности инвестирования пенсионных накоплений в такие бумаги и включения в Ломбардный список Банка России, что сильно лимитирует круг инвесторов.