Денис СКРИПКИН,
старший менеджер управления секьюритизации, ВТБ Капитал

В Группе ВТБ работает с 2006 года, специализируется на структурировании транзакций и взаимоотношениях с инвесторами. Имеет опыт работы в банковском секторе более 10 лет, в том числе в качестве советника заместителя председателя правления АКБ «РОСБАНК» в 2004–2006 годах.

Окончил физический факультет МГУ имени М.В. Ломоносова и магистратуру Высшей школы экономики. В 2011 году получил звание Chartered Financial Analyst. Член ассоциации CFA (Россия).

Auto ABS — новый драйвер роста рынка секьюритизации

Интерес инвесторов к секьюритизации в 2012 году был обусловлен прежде всего возможностью получения дополнительного дохода при адекватном уровне качества инструмента. Значительно увеличили свое присутствие на этом рынке в Европе традиционные докризисные инвесторы в ABS — казначейства банков. Снижение Европейским центральным банком ставки по депозитам до нуля в июле 2012 года стало переломной точкой, когда банки резко повысили интерес к структурированным бумагам как к привлекательному источнику размещения избыточной ликвидности. Кроме срока, инвесторы также обращали внимание на базовый актив, отдавая предпочтение инструментам, в основе которых лежат обеспеченные кредиты. Золотой серединой в данном случае явились выпуски облигаций, обеспеченных автокредитами.

Секьюритизация автокредитов быстро вернулась на посткризисный рынок, поскольку по этому типу задолженности во время финансового кризиса не было зафиксировано значительных убытков по сравнению, например, с ипотечными кредитами. Еще одним немаловажным фактором возрождения этого инструмента стало то, что в Европе и США большинство кредитов на покупку автомобилей, лизинг, финансирование дилеров генерируется не банками, а финансовыми компаниями, у которых нет значительной депозитной базы для обеспечения дешевого фондирования.

Кроме чисто экономических соображений, интерес инвесторов к подобным инструментам был обусловлен также изменениями в регулировании. Первым «звонком» было снятие прямого запрета на включение секьюритизированных продуктов в банковские буферы ликвидности в мартовском проекте текста Директивы требований к капиталу (CRD IV). Это и некоторые другие изменения позволяют участникам рынка судить о потеплении отношения регуляторов к секьюритизации.

Данные изменения были обусловлены в первую очередь тем, что участники рынка смогли организоваться и донести консолидированную позицию до политиков и регуляторов. В частности, в 2012 году была запущена инициатива Первоклассных обеспеченных ценных бумаг (The Prime Collateralised Securities Initiative — PCS), призванная не только восстановить доверие ин-

весторов, но и в будущем, возможно, обеспечить лучший режим регулирования для бумаг, отмеченных знаком PCS. Интересно, что первой сделкой ABS, которой была присуждена данная метка, стала как раз норвежская сделка Bilkreditt 3 по секьюритизации автокредитов Santander Consumer Finance, закрытая в ноябре 2012 года.

Спрос на Auto ABS устойчиво превышал предложение в течение всего года, в результате чего к концу 2012 года их доходность практически вернулась на докризисные уровни. По данным Morgan Stanley, этот сектор в Европе продемонстрировал наибольший прирост чистого выпуска за год — 5.2 млрд евро. Кроме него, положительный прирост по европейским сделкам был зафиксирован только для UK credit card ABS (3.1 млрд евро).

Перемены на европейском рынке ABS/MBS затронули и развивающиеся рынки, в частности российский. Отрадно отметить, что иностранные инвесторы начали проявлять к бумагам, обеспеченным российскими активами, предметный интерес, что в конечном итоге выразилось в конкретных сделках. Безусловно, пока преждевременно говорить о возвращении широкого рыночного спроса, но реализация частной/клубной сделки уже представляется вполне осуществимой.

В июне 2012 года WestLB AG и Raiffeisen Bank International AG организовали сделку по секьюритизации диверсифицированных платежных прав (DPR) для российской «дочки» RBI — ЗАО «Райффайзенбанк» — первую «посткризисную» сделку подобного рода с 2007 года. Всего в рамках транзакции было выпущено три транша облигаций со сроком погашения в 2017 и 2019 годах, на сумму $175 млн. В качестве якорных инвесторов выступили WestLB, IFC и EBRD.

В августе 2012 года Группа ВТБ вновь открыла рынок трансграничных сделок секьюритизации российских розничных активов. За счет секьюритизации портфеля автокредитов ВТБ24 Группа ВТБ привлекла $275 млн от международного инвестора. Организаторами сделки выступили ВТБ Капитал и Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ.

Схема сделки приведена на рисунке 1 и в целом показывает все характерные черты секьюритизационных сделок.

Рисунок 1

Сделка по секьюритизации портфеля автокредитов ВТБ24

Финансирование привлекалось на баланс специально созданной компании (SPV) Turgenevka ABS Finance B.V. в форме старшего кредита. Такая форма привлечения была выбрана, исходя из частного характера транзакции, и позволила оптимизировать расходы на проведение сделки. Банк ВТБ24 выступил в качестве оригинатора актива, продавца портфеля, обслуживающего агента и банка счета сбора платежей. Структура сделки предполагает двухлетний револьверный период, во время которого объем финансирования поддерживается на первоначальном уровне, а ВТБ24 имеет право дополнительно продавать кредиты, отвечающие строгим квалификационным требованиям, на баланс SPV в размере амортизации кредитного портфеля. Через два года сделка переходит в стадию амортизации, рассчитанную на шесть лет. При этом заемщик имеет право по истечении двух лет досрочно погасить привлеченное финансирование за счет обратной продажи портфеля оригинатору или любому третьему лицу (call option).

Описываемая сделка не имела публичного рейтинга, весь анализ актива и структуры, а также определение транширования инвестор проводил самостоятельно. Согласно требованиям кредитора, структура сделки должна выдерживать стрессы на уровне рейтинга AAA, то есть подходы к определению рисков и траншированию были самыми консервативными. Тем не менее такой подход позволил нивелировать ограничения по максимальному публичному рейтингу российских транзакций от международных агентств, связанные с суверенным рейтингом и максимальным рейтингом в иностранной валюте foreign currency ceiling. Поскольку кредитор был готов принимать на себя страновые риски, то указанные ограничения не были для него критичными. Таким образом, подобный подход можно охарактеризовать как «AAA-качество из BBB-юрисдикции».

Еще одной особенностью сделки был нестандартный механизм хеджирования валютно-процентных рисков, так как актив генерирует денежный поток в рублях по фиксированной ставке, а обязательства заемщика номинированы в долларах по плавающей ставке. Реализация обычного для таких транзакций свопа с гарантированным балансом (balance-guaranteed swap) была сопряжена с рядом трудностей из-за встроенной в старший кредит опциональности. Кроме того, повышенная историческая волатильность не самым благоприятным образом отразилась на цене подобных инструментов. Поэтому для минимизации негативных последствий, связанных с неблагоприятными тенденциями на денежных рынках, был разработан иной механизм хеджирования, представляющий собой специальную кредитную линию (liquidity facility) с дополнительной гарантией банка ВТБ. Данное решение, с одной стороны, позволило полностью удовлетворить требования кредитора, а с другой — оптимизировать затраты на хеджирование со стороны Группы ВТБ.

В остальном структура повторяла общепринятые подходы. SPV было создано в Нидерландах — юрисдикции со специальным секьюритизационным законодательством. Корпоративное и бухгалтерское обслуживание, услуги трасти предоставляет известная европейская компания. Сервисер собирает платежи заемщиков по кредитам на промежуточном счете сбора платежей, эти средства ежедневно переводятся на счет SPV, открытый в банке счета (офшорный банк с приемлемым уровнем рейтинга), где они аккумулируются до выплаты кредитору.

Группе ВТБ данная сделка позволила снизить нагрузку на капитал по российскому регулированию, диверсифицировать источники фондирования розничного бизнеса, обеспечить привлечение финансирования ниже кривой доходности по своим необеспеченным корпоративным облигациям.

Возвращение российских игроков на европейский рынок было отмечено международным финансовым сообществом: сделка по секьюритизации автокредитов ВТБ24 была признана журналом EMEA Finance как «лучшая сделка в сфере структурного финансирования в Центральной и Восточной Европе».

2013 год участники рынка начали энергично: две американские сделки по секьюритизации автокредитов — Nissan's $1.364m NAROT 2013-A и Santander's $1.250m SDART 2013-1 — в первой декаде января пользовались повышенным спросом со стороны инвесторов и получили финальный купон ниже ожиданий. Это дает все основания полагать, что тенденции второй половины 2012 года сохранятся и в текущем году и мы станем свидетелями целого ряда международных сделок российских банков по секьюритизации автокредитов.