Татьяна КУЗЬМИНА,
CFA, вице-президент, institutional sales, ЮниКредит Банк

Кредитный риск является основным риском инвестирования в облигации. В процессе становления и развития публичных долговых рынков в различных юрисдикциях были разработаны методы, позволяющие нивелировать или снизить его. В российской практике наибольшее распространение получил метод кредитного усиления с помощью обеспечения облигаций ипотечным покрытием.

Защита от кредитного риска: pfandbriefe по-русски

Елена ТЕПЛИНСКАЯ,
вице-президент, DCM,
ЮниКредит Банк

Обеспечение облигаций активами возможно путем секьюритизации (аналог mortgage backed securities, MBS), то есть выпуска облигаций через специально созданную компанию (ипотечного агента), на баланс которой передаются и обособляются соответствующие активы (так называемая внебалансовая секьюритизация).

Альтернативой MBS является метод выпуска облигаций непосредственно банком-оригинатором (аналог pfandbriefe, covered bonds) под обеспечение активов, остающихся на балансе банка-эмитента (так называемая балансовая секьюритизация). Российское законодательство об ипотечных бумагах появилось только в 2003 году, что позволило использовать накопленный к этому времени мировой опыт в области секьюритизации. В Законе об ипотечных ценных бумагах предусмотрена возможность использования российскими эмитентами любого из перечисленных выше вариантов обеспечения облигаций ипотечными активами.

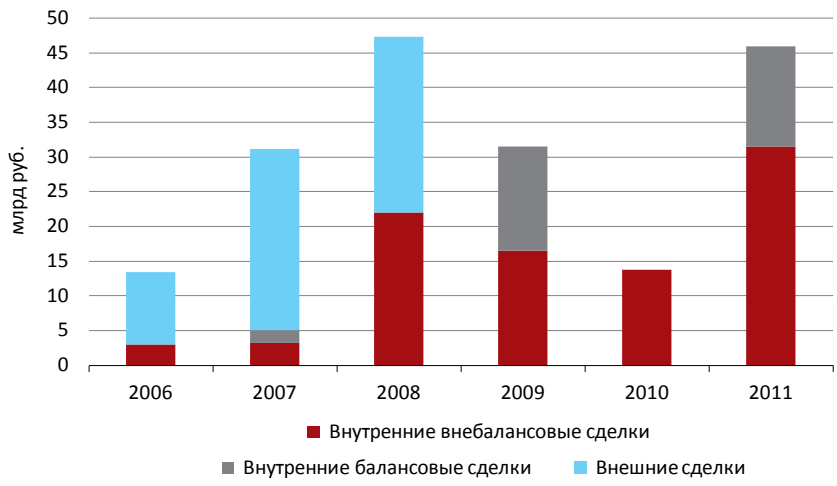
Для российских эмитентов секьюритизация служит реальной возможностью не только рефинансировать существующие кредиты, но и привлечь долгосрочное фондирование. По этой причине интерес потенциальных эмитентов к данному инструменту будет постоянно расти.

Первая сделка по секьюритизации ипотечных активов в РФ состоялась в 2006 году: пионером рынка стал банк ОАО «ИСО "ГПБ-Ипотека"». За пять лет, прошедших с первого выпуска, по данным Агентства по ипотечному жилищному кредитованию, было проведено 16 внутренних сделок секьюритизации российских ипотечных активов на сумму более 122 млрд руб., а также 13 трансграничных сделок на сумму более 61 млрд руб.

В 2012 году внебалансовые сделки реализовали банк «УРАЛСИБ» и ВТБ 24. Кроме того, о планах проведения секьюритизации заявляли ТрансКапиталБанк, банк «ОТКРЫТИЕ», а также банки «Возрождение» и ВТБ 24.

На наш взгляд, инструмент балансовой секьюритизации является более перспективным с точки зрения повышения надежности долговых обязательств кредитных организаций среди инвесторов, нежели внебалансовая секьюритизация, поэтому мы сконцентрируемся именно на этом методе рефинансирования. Мы описали принципиальные отличия MBS от, как оказалось, более традиционной для российского рынка модели covered bonds, а также

Рисунок 1
Структура рынка секьюритизации российских ипотечных активов



Источник: АИЖК

постарались оценить инвестиционную привлекательность таких облигаций.

Традиционно эмиссия ипотечных облигаций с баланса осуществляется по схеме, изображенной на рисунке 2.

В таблице 1 мы приводим основные особенности метода балансовой секьюритизации и его принципиальные отличия от внебалансовой секьюритизации.

Ипотечные облигации, при эмиссии которых ипотечное покрытие остается на балансе банка-эмитента, по сути являются классическими банковскими облигациями с дополнительным обеспечением. Владельцы облигаций имеют преимущество перед другими кредиторами эмитента на удовлетворение своих требований из стоимости имущества, составляющего ипотечное покрытие, взыскание на которое согласно действующему законодательству осуществляется по решению суда с публичных торгов.

Помимо обеспечения, инвесторы получают также право требования к самой кредитной организации-эмитенту: в случае если при реализации ипотечного покрытия требования владельцев облигаций были удовлетворены не полностью, то в ходе конкурсного производства владельцы имеют право на удовлетворение своих требований по облигациям в пределах недополученной суммы. Однако следует отметить, что до настоящего времени подобная схема не была протестирована на практике. Тем не менее заложенный механизм двойной защиты интересов инвесторов, по нашему мнению, позволяет в большей степени обеспечить сохранность инвестиций, нежели в случае выпуска MBS.

К недостаткам covered bonds, с точки зрения инвесторов, следует отнести практическую невозможность для такой бумаги «перешагнуть» собственный рейтинг банка-эмитента. Потолок кредитного рейтинга снижает привлекательность ценных бумаг для пенсионных фондов и других консервативных инвесторов. Именно поэтому такой вариант структурирования сделки выбирают для себя исключительно крупные банки, такие как «ДельтаКредит», ВТБ 24, ЮниКредит Банк и другие. В практике же средних и небольших банков метод внебалансовой секьюритизации остается одним из основных источников привлечения долгосрочного финансирования (в том числе путем совместного выпуска ипотечных ценных бумаг несколькими оригинаторами в рамках программ институтов развития).

С точки зрения эмитента, балансовая секьюритизация была и остается наиболее простым и сравнительно дешевым способом рефинансирования, реализация которого возможна в относительно короткие

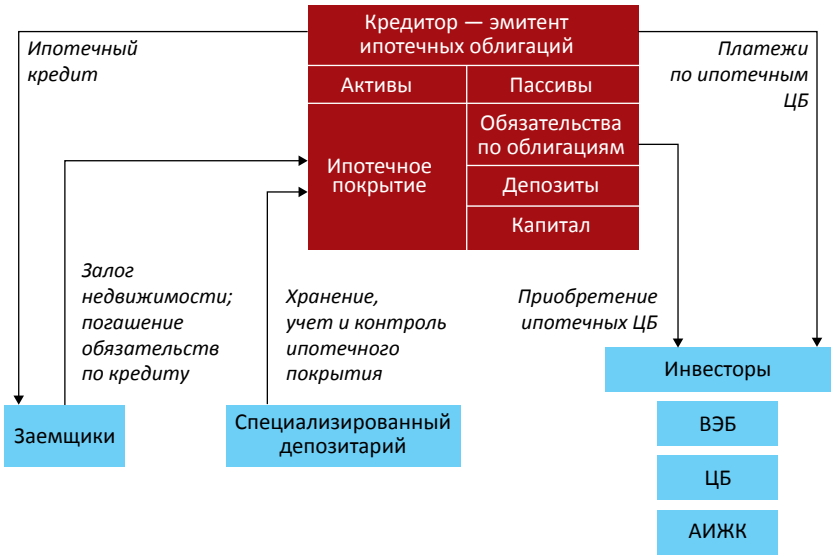


Рисунок 2

Эмиссия ипотечных облигаций с баланса

сроки. Следует отметить, что безусловным преимуществом внебалансовой секьюритизации остается возможность для банка уменьшить нагрузку на собственный капитал и высвободить обязательные резервы. Однако с ожидаемым принятием и вступлением в силу с 1 апреля 2013 года изменений в Положение Банка России «О консолидированной отчетности» указанные выгоды будут нивелированы.

Говоря об инвестиционной привлекательности облигаций с ипотечным покрытием, мы хотели бы отметить следующее. Благодаря дополнительной кредитной поддержке в виде ипотечного обеспечения covered bonds должны торговаться с более низким кредитным спредом, нежели необеспеченные облигации того же эмитента. Однако это верно в теории. Интерес инвесторов определяется не только доходностью и кредитным качеством облигаций, но также их ликвидностью. На практике очень часто оказывается, что ликвидность ипотечных

Первые облигации с покрытием появились в XVIII веке в Пруссии. После Семилетней войны требовался некий финансовый механизм, который позволил бы дворянству получить денежные средства для восстановления своих хозяйств. Так, в 1769 году был издан указ о создании государственной ассоциации землевладельцев (Landschaften), которые могли привлекать средства на восстановление сельского хозяйства путем выпуска долговых обязательств, обеспеченных недвижимостью членов ассоциации. Участники имели право получить кредит от ассоциации, предоставляемый в форме ценной бумаги (Pfandbriefe), которую землевладельцы продавали инвесторам за наличные деньги.

В течение XIX столетия система Pfandbriefe получила распространение и в других европейских странах и к началу XX века стала широко используемым методом рефинансирования государственных заимствований. В 1995 году рынок облигаций с покрытием получил новый толчок к развитию, когда в Германии были выпущены первые облигации Jumbo[1].

[1] Как правило, выпуски Jumbo осуществляются объемом не менее 1 млрд евро, имеют фиксированный купон, выплачиваемый раз в год, и неамортизируемую структуру погашения. Ликвидность этих бумаг поддерживается как минимум пятью маркетмейкерами.

облигаций ограничена, а инвесторы требуют дополнительную премию за их приобретение. Чтобы ответить на вопрос, почему так происходит, разберемся в структуре спроса на ипотечные ценные бумаги.

Основными инвесторами в ипотечные ценные бумаги традиционно являются институциональные инвесторы. В России к этой категории в первую очередь относятся АИЖК, ВЭБ и негосударственные пенсионные фонды.

АИЖК выступает одним из самых крупных инвесторов в бумаги с ипотечным покрытием. В настоящее время действуют несколько программ АИЖК по приобретению ипотечных ценных бумаг, включая базовую программу по выкупу ипотечных облигаций. В рамках этих программ АИЖК может приобретать до 100% объема выпуска ипотечных ценных бумаг, эмитируемых банками.

Во Внешэкономбанке также действуют программы инвестиций в проекты строительства доступного жилья и ипотеку в 2010–2013 годах. В соответствии с ними ВЭБ может выкупать до 100% объема эмиссии ипотечных облигаций.

Кроме того, согласно своей инвестиционной декларации Пенсионный фонд РФ (УК «ВЭБ») может приобретать фактически до 70% ипотечного выпуска, находящегося в обращении. При этом в общем объеме инвестированных средств доля, которая может быть инвестирована в ипотечные облигации, ограничена 20%. Более того, международный кредитный рейтинг ипотечных бумаг не должен быть ниже уровня BBB-/Baa3. В противном случае необходима дополнительная кредитная поддержка в виде поручительства юридического лица с инвестиционным рейтингом.

Негосударственные пенсионные фонды, ПИФы, страховые компании также могут инвестировать средства в ипотечные ценные бумаги, однако общий объем их инвестиций по сравнению с крупнейшими инвесторами остается незначительным.

Банки не являются основными инвесторами в ипотечные ценные бумаги. Однако возможность использования бумаг в операциях РЕПО и ломбардном кредитовании с ЦБ РФ повышает их инвестиционную привлекательность. В то же время отсутствие ликвидного вторичного рынка, нежелание большинства участников рынка РЕПО предоставлять ликвидность под ипотечные облигации не способствуют росту интереса банков к этому виду бумаг. В этой связи повышение ликвидности вторичного рынка (поддержание двусторонних котировок маркетмейкерами, смягчение требований традиционными инвесторами к облигациям с покрытием в части минимального кредитного рейтинга) могло бы послужить толчком к дальнейшему развитию рынка ипотечных бумаг.

Что касается иностранных инвесторов, то мы не рассчитываем на активное участие нерезидентов в выпусках российских ипотечных облигаций, по крайней мере, в ближайшей перспективе.

Более того, covered bonds имеют больше шансов стать ликвидным и привлекательным инструментом для большинства участников российского рынка облигаций по сравнению с MBS. Выпуск бумаг непосредственно банком-оригинатором высокого кредитного качества, а также дополнительная кредитная защита таких облигаций, по нашему мнению, в большей степени отражают потребности инвесторов.

Для эмитентов секьюритизация будет продолжать оставаться интересным способом повышения пассивной базы и привлечения долгосрочного фондирования. При этом в случае появления соответствующей юридической базы в РФ возможно распространение облигаций с покрытием другими банковскими активами.

Таблица 1

Особенности балансовой и внебалансовой секьюритизации

Характеристики	Внебалансовая секьюритизация	Балансовая секьюритизация
Эмитент	Ипотечный агент (специально созданная компания)	Кредитная организация
Мотивация к организации сделки	Рефинансирование, снижение кредитных рисков ипотечного покрытия, получение доступа к долгосрочным источникам фондирования	Рефинансирование, получение доступа к долгосрочным источникам фондирования
Высвобождение резервов, капитала	Да	Нет
Регистрирующий орган выпуска ценных бумаг	ФСФР России	Банк России
Ипотечное покрытие	Пул активов статичен	Динамическая структура пула (возможность замещения «плохих» и досрочно погашенных кредитов новыми кредитами или другими видами активов, например, денежными средствами или государственными ценными бумагами)
Право регресса	Отсутствует (риски неисполнения заемщиками своих обязательств по ипотечным кредитам переходят на инвесторов)	Право регресса к эмитенту, если рыночная стоимость залога недостаточна для выплаты инвесторам для погашения основной суммы долга и купонных платежей
График осуществления платежей	Амортизационный (зависит от поведения покрытия)	Неамортизационный, номинальная стоимость выплачивается в момент погашения
Необходимость уведомления заемщиков	Как правило, да	Нет
Структура сделки	Сложная структура, «действительная продажа» активов, большее количество участников сделки	Упрощенная структура, меньшее количество участников
Транширование	Да	Нет
Сроки реализации и расходы	6–8 месяцев, более высокие расходы по сделке	3–4 месяца, меньшие расходы по сделке
Рейтинг по облигациям	Может быть выше собственного рейтинга кредитной организации на 5–6 пунктов	Может быть выше собственного рейтинга кредитной организации на 1–2 пункта. В мировой практике рейтинги covered bonds часто превышают рейтинги самих банков-эмитентов, но на российском рынке пока таких случаев не зафиксировано
Раскрытие информации о кредитной организации	Не требуется	Раскрытие информации за последние 5 финансовых лет
Соблюдение нормативов Банка России	Н6 (максимальный размер риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков)	Н18 (норматив минимального соотношения размера ипотечного покрытия и объема эмиссии облигаций с ипотечным покрытием) — не менее 100%
Опыт сделок в России	АИЖК, ВТБ 24, «ГПБ-Ипотека», МБРР, ВТБ, «УРАЛСИБ», банк «Возрождение»	ВТБ 24, КБ МИА, «ДельтаКредит», ЮниКредит Банк

CFO

Adam Smith CONFERENCES

www.cfosummit-russia.com

9-я ежегодная конференция Института Адама Смита

САММИТ ФИНАНСОВЫХ ДИРЕКТОРОВ РОССИИ

КАК ОБЕСПЕЧИТЬ УСТОЙЧИВЫЙ РОСТ В НЕПРЕДСКАЗУЕМОЙ СРЕДЕ

ОСНОВНОЙ САММИТ, 23 – 25 октября 2012 г.

ПРЕДКОНФЕРЕНЦИОННЫЙ СЕМИНАР:
«Ключевые аспекты новых правил трансфертного ценообразования», ведет "Бейкер Тилли Русаудит", 22 октября 2012 г.

Отель Ренессанс Москва
Монарх Центр

КЛЮЧЕВЫЕ МОМЕНТЫ САММИТА-2012:

- **Гостевую экономическую лекцию - 2012** прочитает **Лиам Халлиган**, главный экономист **Prosperity Capital Management** и известный международный финансовый комментатор;
- **Интервью Саммита CFO-2012: Михаил Лукашевич**, главный редактор **CFO-Russia.ru**, берет живое интервью на сцене у **Дмитрия Мильштейна**, финансового директора **Евросети**;
- **Специальная презентация** на тему корпоративного лидерства - **Станислав Шекшня**, профессор предпринимательского лидерства, международная бизнес-школа **INSEAD**;
- **Гостевой международный докладчик – Йохан Бугге**, главный операционный директор **EQT Partners** и бывший финансовый директор **Investor AB** и **Electrolux**;
- **Ключевой доклад** «Стратегическая повестка дня для финансового директора сегодня», **Владимир Преображенский**, член совета директоров, **Российская экономическая школа**;
- **Дебаты финансовых директоров-2012** с участием группы ведущих CFO и прямое интерактивное голосование

LEAD SPONSOR: Nordea

SPONSORS: J.P.Morgan, RBS, Ernst & Young Quality In Everything We Do, basware, M&A PARTNER: Swiss Appraisal, BearingPoint, Raiffeisen BANK, ING, HSBC, SAP, ORACLE, accenture High performance. Delivered., DataSpace, 1С:Бухучет и торговля (БИТ), Antal Russia, BAKER TILLY RUSSAUDIT, 1С-Рарус, HOME CREDIT BANK, BDO, IAL Automotive Fleet Solutions, Eurasian Development Bank

General Supporting Association: ACCA
Financial Career Partner: WorkInFin.ru
General Information Partner: gazeta.ru
Official Media Partner: интерфакс INTERFAX
General Internet Partner: BANKIR.RU
Press Monitoring: SCAN
General Internet Partner: SPARK

Information Partners: The Moscow Times, CFO RUSSIA, ALT INVEST, Аналитический банковский журнал, RUSTOCKS.com, Harvard Business Review, IB BONDS, Финансы, ЭКСПЕРТ ONLINE, bne, Финам, Кредитный Консультант, Бухгалтерские новости, Генеральный Директор, БО BANK REVIEW, Бизнес журнал, CEO

400+ УЧАСТНИКОВ ЕЖЕГОДНО!

«Саммит CFO – уникальная возможность встретиться с коллегами, узнать о последних тенденциях и обсудить ключевые вызовы с квалифицированными финансистами»
Дмитрий Анисимов, Финансовый директор, Russian Post

Среди более 60 докладчиков:

Виктор Беляков
Директор по экономике и финансам
Уралкалий

Шамиль Курмашов
Заместитель генерального директора по финансам и инвестициям
Аэрофлот

Дмитрий Мильштейн
Финансовый директор
Евросеть

Александр Шарабайко
Директор по экономике и финансам
ФосАгро

Николя Паско
Партнер и Финансовый директор
Brunswick Rail

Сара Кейлаарс
Вице-президент по финансам
Shell E&P Россия

Николай Соломон
Главный финансовый директор
Росатом

Геннадий Федотов
Вице-президент по экономике и планированию
Лукойл

Андрей Ильин
Директор по финансам и экономике
ЕвроХим

Роман Борисов
Финансовый директор
re:Store Retail Group

Дмитрий Анисимов
Заместитель генерального директора по финансам
Почта России

Михаил Кацнельсон
Финансовый директор
Burger King Россия

Вячеслав Соломин
Первый заместитель Генерального директора – Финансовый директор
Евросибэнерго

Бенуа Нуллан
Главный финансовый директор
AstraZeneca Россия

Лиам Халлиган
Главный экономист
Prosperity Capital Management

Владимир Преображенский
Член Совета директоров
Российская экономическая школа

Йоханн Бугге
Главный операционный директор
EQT Partners / бывший CFO
Investor AB и Electrolux

Станислав Шекшня
Профессор предпринимательского лидерства
INSEAD

Tel. +44 (0) 20 7017 7444 | cfo@adamsmithconferences.com | Fax +44 (0)20 7017 7447 | www.cfosummit-russia.com