ОБЕСПЕЧЕННЫЙ ДОЛГ

Дмитрий ЗАК,
вице-президент, трейдер, департамент долговых рынков, «ОТКРЫТИЕ Капитал»

Облигации ипотечных агентов АИЖК существенно отличаются от классических бумаг, они более сложны для расчетов и требуют определенных допущений при их проведении, но при этом зачастую предлагают интересные инвестиционные возможности при ограниченных рисках и комфортных сроках инвестирования. Очевидно, что в будущем этот рынок будет расширяться. Однако, несмотря на многообещающие перспективы, до сих пор приходится сталкиваться с проблемой слабого понимания и, как следствие, низкой ликвидности этого класса инструментов, на который приходится значительная доля локального долгового рынка.

Ипотечные облигации АИЖК: а ларчик просто открывался

Владимир КОСЯКОВ,
аналитик,
«ОТКРЫТИЕ Капитал»

Максим ГРЕБЦОВ,
аналитик,
«ОТКРЫТИЕ Капитал»

Согласно стратегии, принятой российским правительством в 2012 году, доля ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) в общем объеме ипотеки должна составить около 50% уже к 2015 году. Это тем более амбициозная цель, если учесть, что на текущий момент доля ипотечных кредитов, финансируемая за счет секьюритизации ипотеки, по оценке АИЖК, составляет около 4–5%.

На текущий момент номинальный объем находящихся в обращении бумаг с ипотечным покрытием составляет порядка 139.5 млрд руб., то есть на них приходится около 3.4% всего рынка публичного корпоративного долга. При этом доля ипотечных агентов АИЖК составляет примерно 50% всего российского рынка MBS (всего в обращении находится 20 выпусков). Практически все старшие выпуски облигаций ипотечных агентов включены в Ломбардный список ЦБ. Тем не менее большинство из них отличаются низкой ликвидностью. Пустые «стаканы» по выпускам АИЖК и его ипотечных агентов — привычное явление.

Как видно из рисунка 1, единственным ликвидным выпуском является выпуск АИЖК, 21.

Бумаги ипотечных агентов АИЖК представляют наибольший интерес для инвесторов. Это обусловлено и большим числом выпусков в обращении, и тем, что у самого АИЖК сформирована (несмотря на зачастую невысокую ликвидность большинства выпусков) собственная кривая доходности, которая, с учетом планируемых размещений, продолжит формироваться и в перспективе станет еще более востребованным инструментом. Не стоит забывать и про наличие всесторонней поддержки АИЖК на федеральном уровне, высокую социальную и политическую значимость всего рынка ипотечного кредитования и облигаций, обеспеченных пулами ипотечных кредитов, как одного

из важнейших инструментов его дальнейшего развития.

АИЖК в рамках своей деятельности по развитию рынка ипотечного кредитования продолжит выкуп кредитов и их последующую секьюритизацию. Приоритет по-прежнему будет отдаваться рублевым выпускам на внутреннем рынке. По данным агентства, ожидаемый объем рыночных выпусков ипотечных ценных бумаг в 2013 году достигнет порядка 16 млрд руб. При этом объем старших траншей ориентировочно составит 90%. В среднесрочной перспективе ежегодные объемы секьюритизации будут сопоставимы с цифрами, запланированными на 2013 год, с тенденцией к дальнейшему росту.

Таблица 1

Облигации АИЖК и ее ипотечных агентов

	Объем млрд руб.	Купон	Погашение	Дюрация (АИЖК) на 25.10.2012	Дюрация (ММВБ)	Аморти-зация	Put	Call	Гарантия	Ломбард
АИЖК, 6	2.50	7.40%	15.07.2014		1.17	Да	–	–	Да	Да
АИЖК, 7	4.00	7.68%	15.07.2016		1.90	Да	–	–	Да	Да
АИЖК, 8	5.00	7.63%	15.06.2018		2.77	Да	–	15.03.2014	Да	Да
АИЖК, 9	5.00	7.49%	15.02.2017		1.85	Да	–	15.02.2015	Да	Да
АИЖК, 10	6.00	8.05%	15.11.2018		2.99	Да	–	15.11.2016 – 50%	Да	Да
АИЖК, 11	10.00	8.20%	15.09.2020		3.82	Да	–	–	Да	да
АИЖК, 12	7.00	Floater (ставка рефинансирования + 250 б.п.)	15.12.2013			Нет	исполнен	–	Да	Да
АИЖК, 13	7.00	Floater (ставка рефинансирования + 250 б.п.)	15.04.2018			Нет	исполнен	–	Да	Да
АИЖК, 14	7.00	Floater (ставка рефинансирования + 250 б.п.)	15.05.2023			Нет	исполнен	–	Да	Да
АИЖК, 15	7.00	Floater (ставка рефинансирования + 250 б.п.)	15.09.2028			Нет	исполнен	–	Да	Да
АИЖК, 16	10.00	8.25%	15.09.2021		4.95	Да	–	–	Да	Да
АИЖК, 17	8.00	9.05%	15.04.2022		5.55	Да	–	15.04.2014 – 30% 15.04.2015 – 70%	Да	Да
АИЖК, 18	7.00	8.00%	15.07.2023		3.06	Да	19.04.2016	15.07.2016 – 30% 15.07.2017 – 70%	Да	Да
АИЖК, 19	6.00	7.70%	15.11.2024		2.31	Да	19.05.2015	15.11.2017 – 40% 15.11.2018 – 60%	Да	Да
АИЖК, 20	5.00	8.60%	15.12.2027		–	Да	11.02.2011	–	Да	Да
АИЖК, 21	15.00	8.80%	15.02.2020		3.17	Да	–	15.02.2014 – 55% (+ аморт.), 15.02.2015 – 45% (+ аморт.)	Да	Да
АИЖК, 22	15.00	7.70%	15.07.2024		–	Да	17.01.2013	15.07.2014 – 100% 15.07.2016 – 100%	Да	–
АИЖК, 23	14.00	7.94%	15.12.2029		0.00	Да	18.12.2012	15.12.2022 – 100% 15.12.2025 – 100%	Да	–
ИА АИЖК 2008-1, 1А	7.93	10.50%	20.02.2041	0.66	1.92	Да	15.12.2014	–	Ипотечное покрытие	Да
ИА АИЖК 2008-1, 2Б	3.40	ES	20.02.2041		–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	-
ИА АИЖК 2010-1, 01	6.10	9.00%	20.11.2042	0.16	–	Да	30.09.2013	–	Ипотечное покрытие	Да
ИА АИЖК 2010-1, 02	6.10	9.00%	20.11.2042	2.20	–	Да	23.03.2020	–	Ипотечное покрытие	Да
ИА АИЖК 2010-1, 03	1.35	ES	20.11.2042		–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2011-1, А1/11	2.26	9.00%	15.02.2044	2.33	–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2011-1, А2/11	1.13	3.00%	15.02.2044	2.62	–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2011-1, Б/11	0.38	ES	15.02.2044		–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2011-2, А1	7.46	8.25%	15.09.2043	0.69	1.78	Да	15.04.2015	–	Ипотечное покрытие	Да
ИА АИЖК 2011-2, А2	7.46	6.00%	15.09.2043	3.14	–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2011-2, Б	1.66	ES	15.09.2043		–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2012-1, А1	5.93	9.00%	22.01.2044	1.09	2.26	Да	23.11.2015	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2012-1, А2	5.93	5.50%	22.01.2044	3.75	–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
ИА АИЖК 2012-1, Б	1.32	ES	22.01.2044		–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
Первый ипотечный агент АИЖК, 1А	2.90	6.94%	15.02.2039	0.83	–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	Да
Первый ипотечный агент АИЖК, 2Б	0.26	9.50%	15.02.2039	2.84	–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
Первый ипотечный агент АИЖК, 3В	0.13	ES	15.02.2039		–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
Второй ипотечный агент АИЖК, 1А	9.44	8.50%	15.03.2040	1.31	2.17	Да	–	15.03.2015 – 100%	Ипотечное покрытие	Да
Второй ипотечный агент АИЖК, 2Б	0.59	9.50%	15.03.2040	3.14	0.00	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–
Второй ипотечный агент АИЖК, 3В	0.70	ES	15.03.2040		–	Да	–	–	Ипотечное покрытие	–

ОБЕСПЕЧЕННЫЙ ДОЛГ

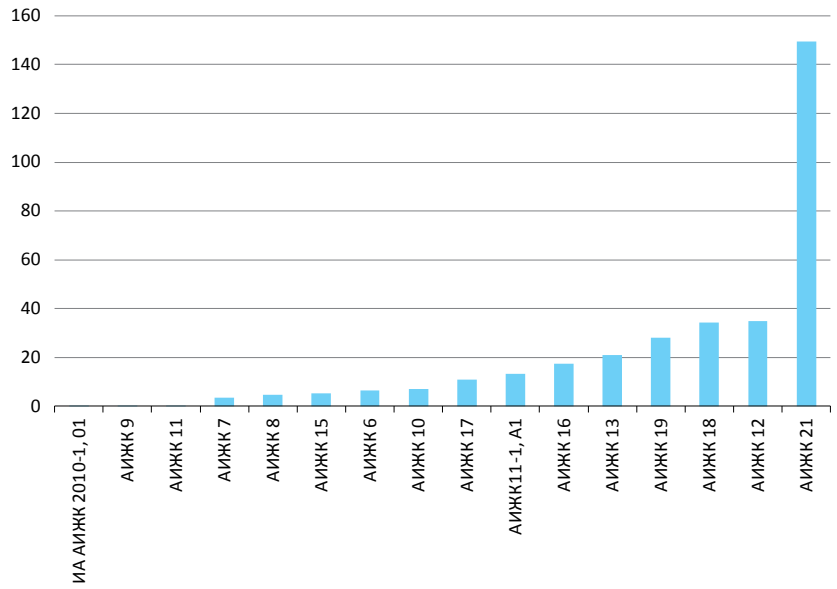

Рисунок 1

Среднедневной объем торгов за последние три месяца по всем бумагам (АИЖК + ипотечные агенты), млн руб.

Кроме того, АИЖК реализует программы выкупа ИЦБ, которые позволяют некоторым организаторам осуществлять выдачу ипотечных кредитов и выпуск ИЦБ при наличии гарантированного финансирования.

Основной проблемой для вторичного (а зачастую и первичного рынка) облигаций ипотечных агентов АИЖК является низкая осведомленность инвесторов относительно структуры и логики данных инструментов. Кроме того, нет четкого понимания, каким образом формируются денежные потоки по бумагам, что не позволяет осуществлять расчет доходности/дюрации. Причем даже биржа зачастую не может предоставить адекватный расчет. Наглядный пример всему этому — полупустые «стаканы» с ценами, но без указания соответствующей им доходности.

На самом деле есть два понимания такого рода активов. С одной стороны, это достаточно сложный рыночный инструмент, он до сих пор является своего рода экзотикой для внутреннего рынка. Его денежные потоки представляют собой выплаты по пулу ипотечных кредитов, который является обеспечением по бумаге, для моделирования инструмента необходимо использовать исторические данные и делать некоторые допущения. С другой стороны, это традиционная рыночная облигация с амортизацией.

С точки зрения сущности ипотечная облигация, выпускаемая через ипотечного агента, представляет собой ценную бумагу, обеспеченную пулом закладных, входящих в ипотечное покрытие. Ипотечное покрытие является основным источником средств для выплаты процентов по облигациям и погашения их номинальной стоимости. Фактически ипотечная облигация выступает производным инструментом от пула закладных, составляющего ее ипотечное покрытие. Таким образом, покупая ипотечную облигацию, инвестор покупает часть доходов и рисков по ипотечному покрытию.

Структурированные облигации с ипотечным покрытием предназначены для снижения рисков инвесторов по сравнению с покупкой ипотечных портфелей. В этих целях используется механизм транширования облигаций с ипотечным покрытием.

Стандартная структура выпусков ипотечных облигаций в рамках сделок АИЖК включает в себя три выпуска облигаций, обеспеченных одним ипотечным покрытием: два старших транша и один младший. Старшие выпуски имеют равные права в отношении ипотечного покрытия и приоритет по всем выплатам перед младшим. Это означает, что в случае нехватки поступлений по ипотечному покрытию для осуществления необходимых выплат по облигациям имеющиеся денежные средства направляются в первую очередь на выплаты по старшим траншам, а младший обслуживается по остаточному принципу.

Таким образом, в случае дефолтов по отдельным закладным, входящим в ипотечное покрытие, первый риск принимает владелец младшего транша. Доля младшего транша в сделках АИЖК обычно составляет 10% совокупного объема эмиссии. Это значит, что дефолт по 10% закладных, входящих в ипотечное покрытие, никак не отразится на владельцах старших траншей. Дополнительными элементами кредитного усиления являются денежный резерв и финансовая помощь АИЖК. По данным АИЖК, вместе с младшим траншем общий объем кредитного усиления превышает 20%.

Денежные потоки, поступающие по ипотечному покрытию, делятся на процентные поступления и выплаты в счет погашения основного долга по ипотечным кредитам. Процентные поступления направляются на выплату купонов по облигациям, а также оплату расходов на инфраструктуру сделки (специализированный депозитарий, управляющая компания, сервисный агент и так далее). Поступления по основному долгу используются для амортизации номинальной стоимости облигаций. Таким образом, скорость амортизации напрямую зависит от скорости погашения ипотечных кредитов, составляющих ипотечное покрытие.

«ОСНОВНОЙ ПРОБЛЕМОЙ ДЛЯ ВТОРИЧНОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ ИПОТЕЧНЫХ АГЕНТОВ АИЖК ЯВЛЯЕТСЯ НИЗКАЯ ОСВЕДОМЛЕННОСТЬ ИНВЕСТОРОВ ОТНОСИТЕЛЬНО СТРУКТУРЫ И ЛОГИКИ ДАННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ»

«БУМАГИ ИПОТЕЧНЫХ АГЕНТОВ АИЖК — НЕСКОЛЬКО БОЛЕЕ СЛОЖНЫЕ, НО ОТ ЭТОГО НЕ ТЕРЯЮЩИЕ СВОЕЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ИНСТРУМЕНТЫ, НЕЗАСЛУЖЕННО ИГНОРИРУЕМЫЕ ОСНОВНОЙ МАССОЙ ИНВЕСТОРОВ»

Амортизация номинальной стоимости облигаций в сделках АИЖК происходит последовательно: первый старший транш, второй старший транш и после полного их погашения — младший транш.

Создание двух старших траншей, номинальная стоимость которых погашается последовательно, позволяет выделить старший транш А1 с более короткой дюрацией (порядка 1 года). Дюрация второго старшего транша А2 на момент выпуска составляет около 4 лет, но поскольку в рынок он размещается, как правило, через 1.5–2 года после выпуска, то на момент рыночного размещения дюрация становится короче.

Скорость амортизации номинала облигаций и, соответственно, дюрация зависит от двух основных переменных: CPR и уровня дефолтов.

CPR (conditional prepayment rate) — годовая скорость досрочного погашения кредитов в ипотечном покрытии. Этот показатель включает в себя плановое погашение, частичное и полное досрочное погашение. Если CPR равен 12%, это означает, что в течение года гасится 12% совокупной задолженности по кредитам, входящим в покрытие.

Уровень дефолтов влияет на темпы амортизации облигаций через механизм PDL.

PDL (principal deficiency ledger) — механизм, предусматривающий дополнительное погашение номинальной стоимости старших траншей облигаций на сумму, равную остатку долга по закладным, ставшим дефолтными за отчетный период. Средства для такого дополнительного погашения берутся из процентных поступлений, тем

Таблица 2

Структура выпусков облигаций ипотечных агентов АИЖК

Облигации	Номинальная стоимость на дату размещения, млн руб.	Текущая номинальная стоимость, млн руб.	Структура выпуска (первоначальная/текущая)	Кредитная поддержка к первоначальной/текущей стоимости всех траншей, %	Текущий рейтинг (Moody's)
ЗАО «ПИА АИЖК», формальное погашение — 15.02.2039					
Класс А	2900.0	330.7	88%/45.6%	16%/86.2%	A3
Класс Б	264.0	264.0	8%/36.4%	8%/49.8%	Ba1
Класс В	130.8	130.8	4%/18%	(вкл. мл. транши, резерв)	–
ЗАО «ВИА АИЖК», формальное погашение — 15.03.2040					
Класс А	9440.0	2312.0	88%/64.2%	20%/59.6%	Baa1
Класс Б	590.3	590.3	5.5%/16.4%	14.5%/43.2%	Ba3
Класс В	697.3	697.3	6.5%/19.4%	(вкл. мл. транши, резерв)	–
ЗАО «ИА АИЖК 2008-1», формальное погашение — 20.02.2041					
Класс А	7930.0	1808.1	70%/34.7%	36.7%/80.3%	Baa1
Класс Б	3401.8	3401.8	30%/65.3%	(вкл. мл. транши, резерв, фин. помощь АИЖК)	–
ЗАО «ИА АИЖК 2010–1», формальное погашение — 20.11.2042					
Класс А1	6096.0	807.7	45%/9.8%	20.7%/36.1%	Baa1
Класс А2	9096.0	9096.0	45%/73.8%	20.7%/36.1%	Baa3
Класс Б	1354.7	1354.7	10%/16.4%	(вкл. мл. транши, резерв, фин. помощь АИЖК)	–
ЗАО «ИА АИЖК 2011–2», формальное погашение — 15.09.2043					
Класс А1	7457.0	3614.9	45%/28.4%	22.7%/31.2%	Baa1
Класс А2	7457.0	7457.0	45%/58.6%	22.7%/31.2%	Baa3
Класс Б	1657.2	1657.2	10%/13%	(вкл. мл. транши, резерв, фин. помощь АИЖК)	–
ЗАО «ИА АИЖК 2011-1», формальное погашение — 15.02.2044					
Класс А1/11	2258.0	1898.3	60%/58.9%	10%/11.7%	–
Класс А2/11	1129.0	949.2	30%/29.4%	10%/11.7%	–
Класс Б/11	377.6	377.6	10%/11.7%	(вкл. мл. транши)	–
ЗАО «ИА АИЖК 2012-1», формальное погашение — 22.01.2044					
Класс А1	5932.0	5.932.0	45%/45%	22.7%/22.7%	Baa1
Класс А2	5932.0	5932.0	45%/45%	22.7%/22.7%	Baa3
Класс Б	1318.8	1318.8	10%/10%	(вкл. мл. транши, резерв, фин. помощь АИЖК)	–

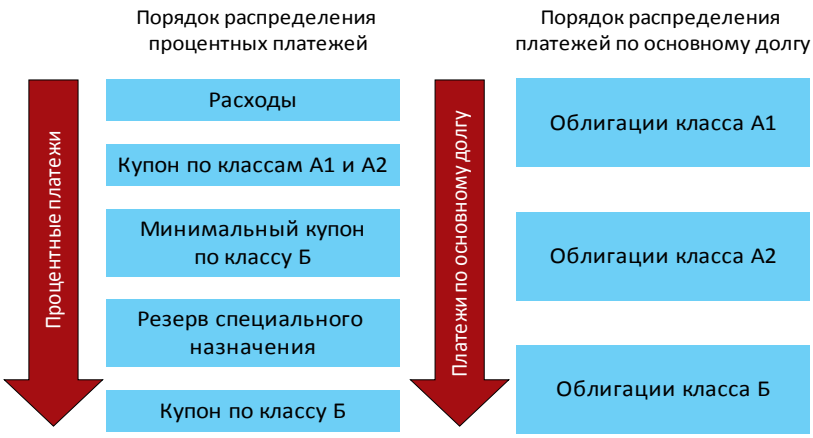

Рисунок 2
Ипотечное покрытие

самым снижается размер купона по младшему траншу.

Кроме того, в случае если ипотечный кредит оказывается в дефолте, АИЖК может выкупить его у ипотечного агента на свой баланс для соответствующих действий по взысканию ссудной задолженности, по сути преобразуя актив с будущими денежными потоками в фактический денежный актив. При этом поступления от продажи ипотечным агентом закладных распределяются в процентные поступления.

Таким образом, чтобы самостоятельно определить расчетную скорость амортизации облигаций, инвестору необходимо суммировать прогнозный CPR и прогнозный годовой уровень дефолтов (CDR).

Поскольку указанные показатели в значительной степени зависят от состояния экономики, существует риск изменения скорости досрочного погашения (при неблагоприятных тенденциях в экономике скорость досрочного погашения закладных снижается, уровень дефолтов растет). Чтобы исключить риск значительного увеличения срока жизни облигаций с ипотечным покрытием, АИЖК выставляет оферты при размещении старших траншей. Срок оферты наступает после прогнозируемого АИЖК срока полного погашения номинала облигаций. Таким образом, если прогноз не оправдывается и срок жизни облигаций оказывается выше, инвестор несет лишь незначительную часть этого риска.

К примеру, если взять выпуск облигаций А1 ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2012-1», то здесь планируемый срок погашения — начало 2015 года, а дополнительная защита для инвестора в виде оферты выставлена спустя всего полгода от этой даты — 23.11.2015.

«ДОЛЯ МЛАДШЕГО ТРАНША В СДЕЛКАХ АИЖК ОБЫЧНО СОСТАВЛЯЕТ 10% СОВОКУПНОГО ОБЪЕМА ЭМИССИИ. ЭТО ЗНАЧИТ, ЧТО ДЕФОЛТ ПО 10% ЗАКЛАДНЫХ, ВХОДЯЩИХ В ИПОТЕЧНОЕ ПОКРЫТИЕ, НИКАК НЕ ОТРАЗИТСЯ НА ВЛАДЕЛЬЦАХ СТАРШИХ ТРАНШЕЙ»

Мы построили калькулятор, учитывающий такие показатели, как CPR и CDR[1]. В калькуляторе CPR и CDR приводятся к дневным выражениям, и амортизационные выплаты рассчитываются на основе количества дней, прошедших с даты предыдущей выплаты.

Для упрощения расчетов мы предлагаем использовать исторические данные выплат по бумагам АИЖК 2011-2 А1, АИЖК 2011-1 А1, АИЖК 2010-1 01, АИЖК 2008-1 1А, ВИА АИЖК 1А как среднюю ставку амортизации. В этих бумагах она лежит в диапазоне от 5% до 10% (с учетом уменьшения номинала выпуска) от номинальной стоимости в каждую купонную выплату. Фактически выходит, что отклонение от более сложной методики несущественно. Так, разница в дюрации при использовании CPR+CDR и усредненной ставки составила всего 0.1-0.2 года. Конечно, это справедливо для относительно стабильных экономических условий, а также однородности пула закладных.

Бумаги ипотечных агентов АИЖК — несколько более сложные, но от этого не теряющие своей привлекательности инструменты, незаслуженно игнорируемые основной массой инвесторов. Это качественные облигации, обладающие рейтингом на уровне суверенного (старшие транши согласно данным АИЖК), обеспеченные госгарантией (пулом ипотек в случае выпусков ипотечных агентов), включенные в Ломбардный список ЦБ, при этом предлагающие интересную доходность при приемлемой дюрации выпусков.

Единственным слабым местом остается низкая ликвидность — проблема, вполне решаемая и зависящая как от открытости эмитента, готового раскрывать исторические данные по рынку ипотеки, необходимые для расчетов, оперативно информировать рынок о готовящихся офертах и тому подобном, так и от активности организаторов выпусков, которая, к несчастью, пока не радует.

АИЖК готово делать то, что от него зависит, для формирования более устойчивого и прозрачного рынка своих облигаций. В частности, в целях решения проблемы низкой ликвидности выпусков ИЦБ, АИЖК планирует принимать меры по поддержанию биржевых котировок как собственных выпусков, так и торгующихся ИЦБ других эмитентов.

[1] http://www.cbonds.info/ru/rus/comments/view_comment.

Private Equity и Venture Capital в России и СНГ

PREQVECA
private equity venture capital

www.preqveca.ru

Поднимись на вершину карьеры финансиста