

## Секьюритизация ипотечных активов. Опыт и перспективы

Партнер рубрики:





Сергей КАДУК, директор DCM, Sberbank CIB

Присоединился к команде DCM Sberbank CIB в должности директора в ноябре 2013 года, возглавив направление секьюритизации. Занимается секьюритизацией с 2005 года, начав карьеру в этой области в KPMG Structured Finance Group в Вашингтоне. До прихода в Sberbank CIB возглавлял управление долговых рынков ООО «ВЭБ-Капитал», инвестиционной дочки Внешэкономбанка. В списке проектов, которые были реализованы с его участием, есть выпуски облигаций АИЖК, банка «ДельтаКредит», ИА «ХМБ-1», ИА «Открытие 1», «ВЭБ-лизинга», «Западного скоростного диаметра», ВТБ 24, Внешэкономбанка.

Выпускник механико-математического и экономического факультетов МГУ им. М.В. Ломоносова, имеет степень MBA Darden Graduate School of Business (Университет Вирджинии, США).

### Государственная поддержка рынка ипотечных облигаций в 2014 году

течение трех лет автор статьи возглавлял управление долговых рынков «ВЭБ-Капитала» и руководил исполнением программы инвестиций Внешэкономбанка в проекты строительства доступного жилья и ипотеку в 2010-2013 годах, осуществляя взаимодействие с участниками программы. Целью программы ВЭБа была поддержка рынка новостроек эконом-класса в сложный кризисный период. С момента запуска программы многократно менялся состав ее участников, дополнялись требования, вводились новые механизмы поддержки застройщиков. Программа дважды продлялась. Второй и последний раз она была продлена 28 мая 2013 года до 31 декабря 2014 года: к этой дате все участники программы обязаны конвертировать закладные, выданные по ставке не выше 11%, в ипотечные облигации, а Внешэкономбанк должен выкупить старшие транши облигаций по средневзвешенной ставке не выше 7%.

Пока лишь два участника разместили облигации в рамках программы: ВТБ 24 и АИЖК. На 1 января 2014 года объем выкупленных ВЭБом облигаций составил 42.34 млрд руб. Остальные участники продолжали накапливать ипотечные портфели. Многие из них жаловались на задержки с вводом жилья застройщиками и на неопределенные сроки государственной регистрации права собственности на построенные метры. Так как секьюритизации в рамках программы подлежат только кредиты, выданные на построенное и оформленное жилье, то накопление портфеля закладных, удовлетворяющих требованиям программы, тоже затягивалось.

Несмотря на то что большинству участников программы еще предстоит выпустить ипотечные облигации, уже в январе 2014 года можно было констатировать, что цель по поддержке застройщиков, стимулированию строительства нового жилья и развитию ипотечного кредитования фактически достигнута.

Объем ипотечных кредитов, выданных в рамках программы как на строящееся, так и на построенное жилье, уже превысил 300 млрд руб. Строительство жилья эконом-класса заметно активизировалось. Ставки по ипотеке,

предлагаемые в рамках программы ВЭБа, безусловно оказали влияние на весь ипотечный рынок: они не превышают 11% годовых и не включают ни комиссии, ни штрафы.

Средняя ставка по ипотеке за годы действия программы снизилась с 13.4% на момент анонсирования инициатив ВЭБа (апрель 2010 г.) до 12.4% (декабрь 2013 г.), абсолютный минимум — 11.4% — был достигнут в ноябре 2011 года. Возможно, рост ставок с ноября 2011 года был вызван, в частности, сворачиванием льготного кредитования участниками программы, так как первым сроком ее окончания являлся конец 2012 года. Не исключено, что второе продление программы в мае 2013 года повлияло на снижение общего уровня ставок начиная с этого периода (см. Рисунок 1).

На момент написания данной статьи Внешэкономбанк не рассматривал возможности дальнейшего продления действующей программы и не анонсировал новых инициатив. Причин этому несколько.

Первая — изменения в управлении средствами Пенсионного фонда РФ, приведшие к банальному отсутствию средств на ипотечные проекты. Перенаправление средств Пенсионного фонда на поддержку инфраструктурных проектов и отток средств «молчунов» приведут к минимальному участию государственной управляющей компании (ГУК) ВЭБа как инвестора на долговых рынках в 2014 году, причем это коснется любых долговых инструментов. Более того, мы можем стать свидетелями ситуации, когда Пенсионный фонд начнет продавать ценные бумаги из своего портфеля с целью обеспечить необходимую ликвидность для исполнения задач, возложенных на него государством.

Вторая причина состоит в том, что проблема затоваренности на рынке новостроек в 2010-2011 годах уже была успешно решена текущей программой.

И наконец, третий фактор — развитие рынка ипотечных ценных бумаг, появление нового класса инвесторов: негосударственных пенсионных фондов.

Можно сказать, что участие Внешэкономбанка уже не так критично для развития ипотечного кредитования. Вместе с тем, очевидно, что без государственной поддержки ипотечному рынку и рынку секьюритизации развиваться пока крайне сложно.

Давайте посмотрим на цифры 2013 года. В 2013 году состоялось 20 сделок секьюритизации, балансовых и внебалансовых, объем секьюритизированных кредитов составил свыше 140 млрд руб., объем старших траншей выпусков составил 119.2 млрд руб. Из этого объема 30.98 млрд руб. приходится на программу ВЭБа, 22.95 млрд руб. — на программы АИЖК по выкупу облигаций, 30.37 млрд — на нерыночные выпуски с целью разгрузки балансов банков. В итоге всего 34.9 млрд руб., четыре выпуска ипотечных агентов («ХМБ-1», «Открытие 1», Абсолют-1», «Абсолют-2») и два выпуска банка «ДельтаКредит» были размещены среди рыночных игроков. Большинство этих выпусков не были бы полностью размещены без участия ГУК ВЭБа и АИЖК.

На ограниченный спрос со стороны рынка повлиял тот факт, что в 2013 году рыночные

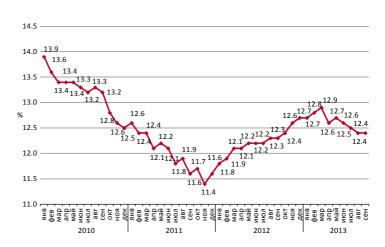


Рисунок 1 Ставки по рублевым ипотечным кредитам, выданным в течение месяца (2010-2013 гг.)

Источник: Банк России

выпуски бумаг ипотечных агентов имели только один рейтинг инвестиционного уровня — Moody's Baa3. В связи с тем что банковское регулирование (Положение Банка России от 28.09.2012 № 387-П) требует наличия двух инвестиционных рейтингов для снижения обязательного резервирования при инвестировании банками в долговые инструменты, ипотечные бумаги с одним рейтингом приобретало всего шесть-семь управляющих компаний негосударственных пенсионных фондов. Банки в размещениях практически не участвовали.

Для увеличения спроса среди банков необходимо выпускать облигации либо с двумя рейтингами, либо с поручительством АИЖК. Надеюсь, в 2014 году мы сможем протестировать глубину рыночного спроса на подобные выпуски.

Дополнительным негативным фактором для рынка является то, что рыночные инвесторы придают большое значение названию банка-оригинатора, ассоциируя риски по ипотечной бумаге с рисками оригинатора. Разъяснительная работа в ходе маркетинга бумаг пока не приносит удовлетворительных результатов. Банковские рисковики с трудом одобряют открытие лимитов на ипотечных агентов. Для большинства малых и средних ипотечных банков единственной возможностью рефинансирования в 2013 году было участие в программах АИЖК по выкупу ипотечных облигаций.

Агентство по ипотечному жилищному кредитованию дважды в год анонсирует контракты по выкупу облигаций объемом 20 млрд руб. каждый. Ставки по выкупу с учетом комиссии, которую АИЖК взимает с оригинатора за гарантию выкупа, в среднем составляют 9-10%. Для крупных банков данные ставки, особенно из-за необходимости выплатить комиссию до момента размещения, не кажутся особенно привлекательными. Для малых и средних банков программа АИЖК по выкупу ипотечных облигаций является единственной возможностью для долгосрочных заимствований на рынке под разумный процент. Проблема лишь в том, что 40 млрд руб. в год по сравнению объемом ипотечного кредитования 2013 года в 1300 млрд руб. — это капля в море. Если учесть, что на долю Сбербанка, ВТБ 24, банка «ДельтаКредит» приходится 70-80% рынка ипотечного кредитования, получается, что менее четверти

кредитов, выдаваемых средними и малыми банками, могут быть рефинансированы по программе АИЖК.

Резюмируя, хотелось бы обратить внимание на то, что в 2014 году по сравнению с 2013 годом ситуация с государственной поддержкой секьюритизации резко изменится. В 2013 году 40 млрд руб. рефинансирования от АИЖК вместе с 200-300 млрд руб. пенсионных средств ГУК ВЭБа, потенциально доступных в соответствии с инвестиционной декларацией для инвестирования в ипотечные бумаги, предоставляли достаточную — возможно, даже избыточную — поддержку рынку секьюритизации. В 2014 году государственная поддержка сокращается до объемов рефинансирования АИЖК и 66 млрд руб. от ВЭБа, уже расписанных для участников программы Внешэкономбанка. Негосударственные пенсионные фонды, лишенные новых накопительных взносов в результате пенсионной реформы, не смогут полноценно поддержать рост рынка секьюритизации. Секьюритизация сможет развиваться только благодаря замещению поддержки государственного Пенсионного фонда спросом со стороны банков. Замещения не произойдет, если рынку не будут предложены инструменты, соответствующие категории «низкий риск» согласно Положению №387-П. Дополнительными мерами развития рыночного спроса могли бы стать совместная инициатива АИЖК и ведущих инвестиционных банков-организаторов по разработке стандартной методологии оценки рисков и расчета доходности по ИЦБ для рынка, а также работа над повышением ликвидности ипотечных облигаций.

В 2015 году рынку предстоит ответить на ряд ключевых вопросов. Как изменится ситуация после сокращения государственной поддержки рынка секьюритизации в 2014 году? Удастся ли негосударственным инвесторам заменить Пенсионный фонд РФ на рынке? Смогут ли оригинаторы с помощью выпусков с двумя рейтингами заинтересовать банки инвестициями в ИЦБ? Произойдет ли рост ставок по ипотечным облигациям или в случае сокращения спроса сократится и предложение?

Рынок секьюритизации можно сравнить с юношей, заканчивающим школу и начинающим почти самостоятельную жизнь студента. Посмотрим, как этот юноша будет взрослеть.

## MbI B PSIHKE

Издательская группа Cbonds



review.cbonds.info

# Свяжитесь с нами по вопросам сотрудничества



## Константин Васильев, начальник отдела Cbonds, adv@cbonds.info; тел./факс +7 (812) 336-9721

## Светлана Ерохова, главный редактор журнала Cbonds Review s.erokhova@cbonds.info; тел./факс +7 (812) 336-9721 (доб. 220)