Андрей ЯЗЫКОВ,
генеральный директор,
ОАО «Страховая компания АИЖК»

Возглавляет ОАО «Страховая компания АИЖК» с мая 2012 года. В 2008–2012 годах являлся генеральным директором ОАО «Агентство по реструктуризации ипотечных жилищных кредитов». С 2004 по 2008 год занимал должность директора по развитию, а затем и генерального директора ОАО «РАСО». В 1998–2003 годах — финансовый директор группы компаний «Полихим» (Санкт-Петербург).

В 1997 году окончил СПбГУ. Кандидат экономических наук.

Страховые механизмы как инструмент повышения качества сделок секьюритизации

Одним из стратегических направлений деятельности «Агентства по ипотечному жилищному кредитованию» (АИЖК) является развитие инструментов, позволяющих повысить эффективность сделок секьюритизации для оригинаторов, и повышение надежности ипотечных бумаг для инвесторов. В 2013 году был теоретически проработан и практически реализован механизм ипотечного страхования[1].

Значимым фактором, определяющим эффективность сделки секьюритизации, является уровень субординации, требуемый инвесторами для обеспечения надлежащей надежности инвестиций в ипотечные ценные бумаги. Важно отметить, что уровень субординации порядка 20% для российских ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) обеспечивает облигациям лишь минимальный инвестиционный рейтинг уровня Baa3.

Для ряда банков столь высокий уровень необходимой субординации в сочетании с достаточно высокими ставками по доходности старшего транша ставит под сомнение необходимость дальнейшего использования механизма секьюритизации как способа привлечения долгосрочных средств для развития собственного бизнеса.

Дочерняя компания АИЖК — ОАО «Страховая Компания АИЖК» — в 2013 году поставила задачу повысить качество сделок секьюритизации за счет применения страховых механизмов. Поскольку ключевым фактором, определяющим надежность сделок секьюритизации, является совокупность «кредитных рисков» по закладным, включенным

[1] Термин «ипотечное страхование» закрепился за страхованием, связанным с кредитными рисками. Не следует путать данное страхование с «комплексным ипотечным страхованием», которое уже активно применяется в ипотечном кредитовании.

Таблица 1
Структура некоторых сделок секьюритизации в 2013 г.

	Эмитент	Объем эмиссии, млрд руб.	Старший транш	Младший транш	Резервный фонд
1	ЗАО «Абсолют 1»	12.3	Baa3 78%	NR 22%	4.20%
2	ЗАО «ИА Возрождение 2»	4.0	Baa3 74%	NR 26%	4.00%
3	ЗАО «ИА ПСБ 2013»	3.1	Baa3 81%	NR 19%	4.00%
4	ЗАО «ИА ХМБ 1»	6.5	Baa3 76%	NR 24%	4.15%
5	ЗАО «Открытие 1»	4.4	Baa3 79%	NR 21%	4.25%

в ипотечное покрытие, то и применение ипотечного страхования, как ожидалось, должно было повлиять на качество всей сделки секьюритизации.

Решая задачу повышения эффективности сделок секьюритизации, СК АИЖК провела большое исследование зарубежных практик страхования, применяемого в сделках секьюритизации. Разнообразные страховые продукты, использованные в различных сделках, были адаптированы для российского рынка и промоделированы на реально состоявшихся сделках секьюритизации 2013 года.

Кредитный анализ ипотечного покрытия, а также прогноз денежных потоков в зависимости от структуры сделки и параметров различных страховых продуктов проводились с использованием моделей рейтингового агентства Moody's Individual Loan Analysis (MILAN) и Moody's ABSROM™ v 1.0[1].

В качестве первой гипотезы для усиления сделок секьюритизации использовались продукты ипотечного страхования, применяемые на рынке США. Американский подход предусматривает снабжение страховой защитой только кредитов повышенного риска с ограниченной страховой суммой (обычно в диапазоне 20–30% от размера кредита). В качестве основы для дальнейшего анализа были использованы кредиты с LTV>70%. Однако при первых же результатах моделирования стало понятно, что для России уровень LTV=70% явно недостаточен, так как реальная точка безубыточности для кредитора при возникновении дефолта по закладной (по совокупным экономическим потерям) находится где-то на уровне LTV ~ 60–62%.

[1] Приведенные расчеты по результатам моделирования относятся только к кредитному риску и не учитывают ряд других факторов (например, правовые риски, рейтинг оригинатора, рейтинг сервисера), которые обязательно берутся в расчет при структурировании сделок.

При исследовании американского опыта СК АИЖК рассмотрело три схемы страхового покрытия для страхования только кредитов повышенного риска с LTV>70% со страховым покрытием 20%, LTV>60% с аналогичной защитой в размере 20% и LTV>60% с расширением страхового покрытия до 30%. Результаты моделирования приведены в Таблице 3 и наглядно показывают серьезное улучшение (смягчение) требуемого структурирования сделки секьюритизации от уровня компенсации возможных потерь по закладной через ипотечное страхование.

Следует отметить, что при структурировании сделки секьюритизации потенциальный инвестор или рейтинговое агентство ориентируются в первую очередь на кризисный сценарий, чтобы обезопасить себя на случай возникновения «неожиданных» осложнений в экономике страны. В этих условиях аналитики применяют целый ряд консервативных предположений, компенсировать которые не удалось предложенным уровнем страховой защиты.

Расширив спектр изучения мирового опыта применения ипотечного страхования, СК АИЖК нашло интересную практику, использование которой в настоящий момент приобретает все больший авторитет — так называемое «избыточное страхование», то есть страхование 100% кредитов в пуле на 100% номинала ипотечного покрытия на момент выпуска.

Впервые такое страховое покрытие применили в Австралии. Оно было благожелательно воспринято инвесторами. И вот почему:

- У потенциального инвестора (аналитика) исчезала любая неопределенность, связанная с достоверностью оценки залога: за такую оценку отвечает не абстрактный оценщик, а высокорейтинговая компания, которая реально платит за любые материальные последствия в ошибке стоимости залога.
- Значительно снижался консерватизм в предположениях относительно уровня возмещения потерь при обращении взыскания.

• Снималась дискуссия относительно оценки возможной глубины кризиса: такое избыточное страхование компенсировало все самые консервативные предположения.

В результате сделки с избыточным страховым покрытием имели размер младшего транша примерно на 40% меньше, чем аналогичные сделки без применения указанной страховой защиты.

Важно отметить, что увеличение размера страхового покрытия не вызывает существенного роста расходов на оплату страховой премии для оригинатора, поскольку страховщик (в отличие от потенциального инвестора) в состоянии учесть все факторы, влияющие на уровень возможных потерь, и обычно не взимает значительную плату за кредиты с LTV<60%, то есть формирует экономически обоснованный тариф по всему портфелю. Однако страховщик, принимающий столь значительные риски по всему пулу, должен обладать значительным капиталом для компенсации «неожидаемых потерь», возникновение которых в кризисные годы более чем реально.

Проведенное соответствующее моделирование на отечественных данных подтвердило значимость избыточного страхового покрытия для повышения качества (надежности) сделок секьюритизации (Таблица 2).

Модель MILAN публична и детально описана в открытых источниках, хотя ее применение требует наличия определенной компетенции. Оценки СК АИЖК в отношении ожидаемого эффекта избыточного страхования практически полностью совпали с фактическими результатами рейтингового анализа Moody's, что дает возможность применения ипотечного страхования в рейтинговых сделках.

Следует учесть, что ипотечное покрытие значительно отличается от сделки к сделке, и существует целый ряд факторов, влияющих на итоговый страховой тариф, в том числе:

• Сегментация кредитов в ипотечном покрытии по уровню LTV.

• Подходы кредитора к политике андеррайтинга, включая долю кредитов, выкупленных у внешних поставщиков.

• «Выдержка» кредитов в ипотечном покрытии.

• Наличие исторической просрочки по кредитам в ипотечном покрытии.

• Региональная концентрация кредитов и доля кредитов, предметы ипотеки которых расположены в небольших населенных пунктах.

• Наличие страховой защиты по риску «страхование ответственности заемщика». Страховщик, обеспечивающий защиту интересов инвесторов в сделке секьюритизации, может учесть наличие страховки и снизить итоговую стоимость страхования для оригинатора. Однако для полноценного применения такого механизма стоит дождаться внесения изменений в закон «Об ипотеке», которые уже прошли первое чтение в Государственной думе и были поддержаны депутатами.

• Прогноз макроэкономического развития на период дюрации старшего транша плюс три года.

Таким образом, и оригинаторы, и потенциальные инвесторы получают мощный инструмент повышения надежности сделок секьюритизации, однако эффективность страховой защиты будет определяться целым рядом значимых факторов:

1. Надежность страховщика.

а. Страховщик должен обладать значительным капиталом для компенсации возможных «неожидаемых убытков» в периоды кризиса. Надежность страховщика должна быть подтверждена соответствующим рейтингом не ниже уровня рейтинга оригинатора.

б. Страховщик должен придерживаться консервативной политики размещения страховых резервов, чтобы не получить кумуляцию риска — одновременное воз-

Таблица 2
Пример ипотечного покрытия в реальной сделке для моделирования

Совокупный остаток основного долга (ООД), руб.	4 729 483
Средний ООД по непогашенной закладной, руб.	2 574 569
Общее количество непогашенных кредитов	1 837
Средняя выдержка, мес.	16
Средний срок до погашения, мес.	161
Средневзвешенный текущий LTV, %	53.00
Средневзвешенная ставка, %	13.54
Доля совокупного ООД с текущим LTV >70%, %	18.84
Доля совокупного ООД с текущим LTV >60%, %	38.22

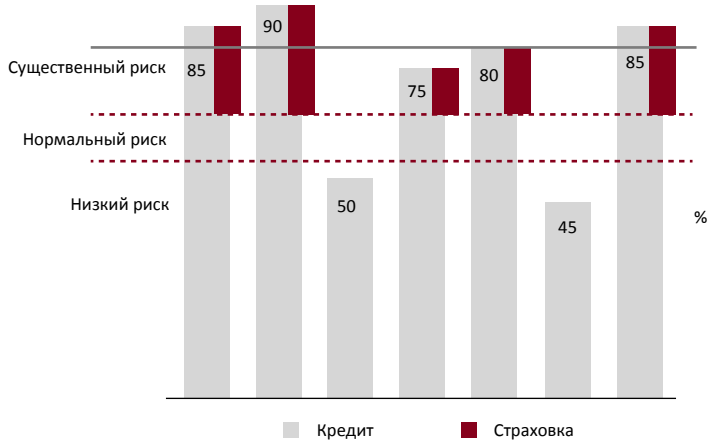


Рисунок 1
Классическое применение ипотечного страхования (американский подход)

никновение в периоды кризисов массовых дефолтов по ипотечным кредитам и синхронное возникновение потерь при размещении страховых резервов. Страховщик не вправе размещаться в активы, имеющие синхронные с рынком ипотеки периоды потери стоимости (например, в рынок недвижимости).

в. Страховщик не должен зависеть от крупных рисков в смежных секторах, чтобы не получить непосильную концентрацию выплат в период кризиса.

г. Страховщик должен иметь значимый опыт работы на данном рынке, позволяющий на основе статистики сформировать для кредитора экономически обоснованный тариф. В противном случае кредитор впоследствии столкнется с попытками немотивированных отказов в выплатах со стороны страховщика и, как следствие, с понижением рейтинга своей бумаги.

2. Надежность страховой защиты, которая состоит из четкого определения состава покрываемых рисков, правил страхования и договора (полиса) страхования.

а. Правила страхования должны содержать исчерпывающий перечень случаев прекращения страховой защиты. Также необходимы четкий (исчерпывающий) перечень документов на выплату и однозначные сроки осуществления страховой выплаты.

б. Простота полиса. Полис не должен содержать никаких исключений/дополнений сверх упомянутых в правилах страхования (правила страхования могут размещаться на оборотной стороне полиса).

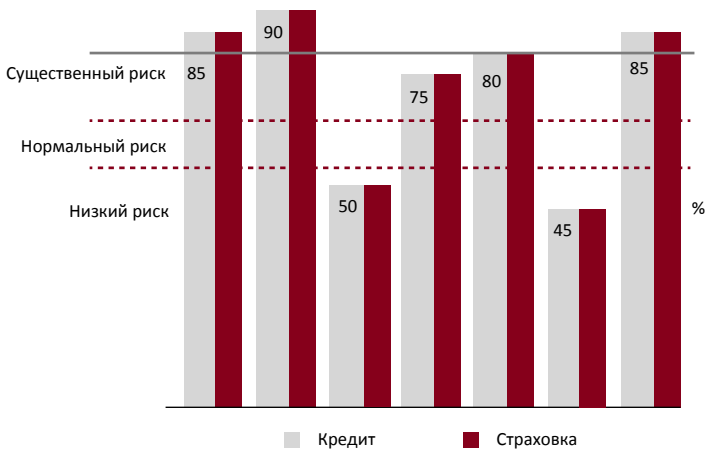


Рисунок 2
Избыточное страхование (австралийский подход)

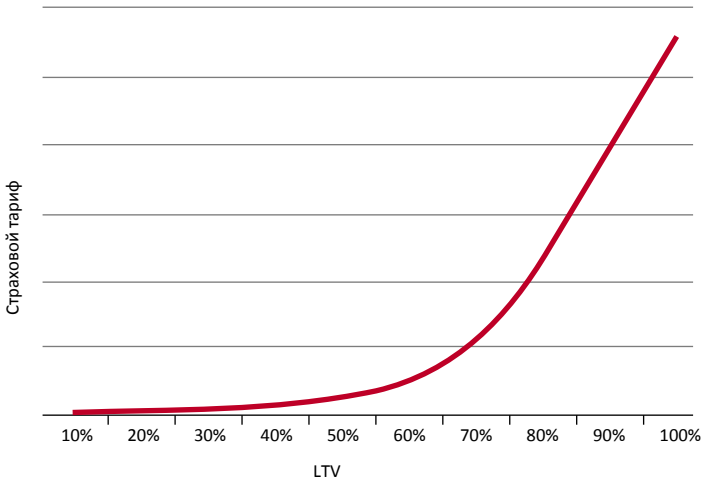


Рисунок 3
Условная зависимость страхового тарифа от уровня LTV с выделением зон минимального, стандартного и повышенного риска

в. Отсутствие рассрочки в уплате страховой премии. Инвестор должен быть уверен, что действие страховой защиты не прекратится ни при каких условиях.

Следует отметить, что российские законодатели с принятием ряда жестких поправок в закон «Об организации страхового дела» значительно повысили надежность страховой защиты.

Актуальность применения ипотечного страхования для кредитора связана еще с целым рядом дополнительных факторов:

• Отчетность по МСФО. Как известно, в международной отчетности ипотечный агент (SPV) полностью консолидируется с балансом оригинатора. Применение ипотечного страхования согласно IAS 39 позволяет значительно снизить требования к необходимым резервам, формируемым при возникновении признаков обесценения ссуды.

• Базель II и требования к капиталу. Базель II позволяет учитывать ипотечное страхование в составе особых форм обеспечения. С учетом того что избыточное страхование (избыточное обеспечение) минимизирует «неожидаемые убытки» кредитора, на которые следует резервировать соответствующий капитал, применение ипотечного страхования позволяет снизить вес риска по данному активу до минимального значения (вплоть до 35%).

С учетом изменения кредитного качества ипотечного покрытия за счет ипотечного страхования оригинатор может применить ипотечное страхование в четырех стратегиях структурирования своих сделок:

1. Повысить объем привлечения средств по низкой процентной ставке. В результате изменения размера младшего транша оригинатор получает дополнительную прибыль

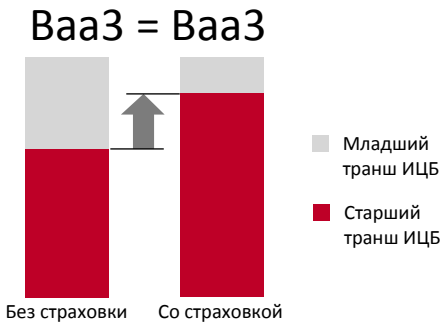
Таблица 3
Пример модельной оценки показателя MILAN CE* для разных вариантов страхового покрытия

Страховое покрытие, % от суммы кредита на дату договора	0%	20%	20%	30%	100%
Сегмент кредитов, подлежащих страхованию в зависимости от LTV	-	>70%	>60%	>60%	ВСЕ
Уровень кредитной поддержки старшего транша — модельный показатель MILAN CE (минимальная субординация + РСН)**	19.8%	18.5%	17.3%	16.1%	11.5%
Эффект от страхования		1.3%	2.5%	3.7%	8.3%

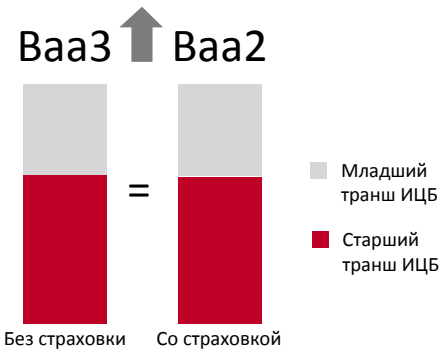
* Является внутренней оценкой ОАО «СК АИЖК» на основе модели MILAN с предпосылками для России. Предполагается, что рейтинг страховщика не более чем на две ступени ниже рейтинга старшего транша и коэффициент страховых выплат (Payout Ratio) составляет не менее 80%.

** Общий реальный показатель, определяемый рейтинговым комитетом, выше, и эффект от страхования может снизить лишь уровень субординации, но не размер резерва специального назначения (РСН).

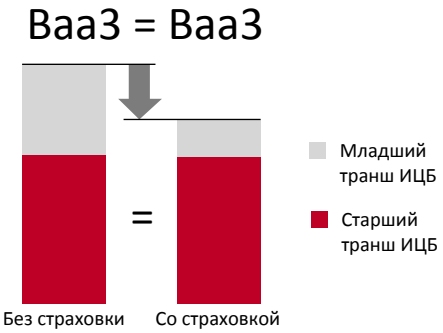
от недорогого привлечения средств — в обсуждаемом выше примере оригинатор смог привлечь на 287 млн руб. больше, чем планировал изначально. Уровень субординации без страхования был рекомендован как 84%+16%. С применением ипотечного страхования уровень субординации составил 90%+10%.



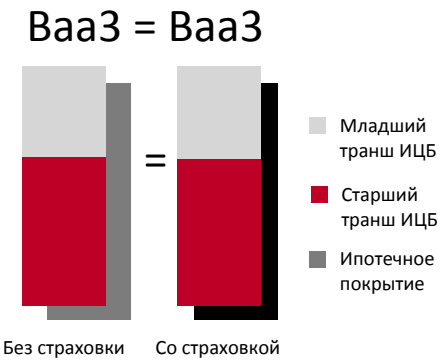
2. Повысить рейтинг старшего транша. Применение ипотечного страхования меняет структуру денежных потоков, устраняя целый ряд неопределенностей для инвесторов. В таком случае при фиксированном уровне субординации появляется возможность повысить рейтинг старшего транша, а значит привлечь средства по меньшей ставке. Здесь следует оговориться, что пока в практике РФ повышение рейтинга ИЦБ выше минимального инвестиционного не очень востребовано у инвесторов, потому целесообразность данного инструмента рассматривается скорее как потенциальная.



3. Снизить объем ипотечного покрытия (при заданном объеме старшего транша). Данный подход коррелирует с первым вариантом, но наиболее важен, когда у оригинатора есть оферта со стороны возможных инвесторов на выкуп определенного объема ИЦБ с заданным рейтингом и стоит задача накопить необходимый объем ипотечного покрытия. Применение ипотечного страхования облегчает задачу накопления пула необходимого объема.



4. Изменить состав ипотечного покрытия. В настоящий момент для повышения размера старшего транша большинство оригинаторов старается выдерживать кредиты для достижения среднего уровня LTV в пуле на уровне 52–54%. Использование ипотечного страхования позволяет быстрее накапливать ипотечное покрытие и получать тот же уровень субординации при средних значениях LTV даже больше 60%. В данном случае оригинатор должен принять для себя решение, что ему выгоднее: ускорить оборот средств за счет выпуска новых ИЦБ, обеспечив требуемый уровень субординации за счет ипотечного страхования, или применить иные схемы, так как в данном случае размер расходов на страхование будет наибольшим.



Важно отметить, что при расчете стоимости страхования и ее сопоставления с выгодами, которые несет изменение качества сделки секьюритизации, следует учитывать не оригинальный тариф, уплачиваемый в момент регистрации выпуска ИЦБ, а эффективный тариф, который ниже оригинального примерно на 40%. В соответствии со ст. 958 Гражданского кодекса, в момент полного досрочного погашения кредита у страховщика отпадает основание для возникновения страхового случая, и он обязан вернуть страховую премию пропорционально остатку неистекшего срока договора. С учетом того что срок страхования по каждому договору равен сроку по конкретному ипотечному кредиту (то есть в среднем около 15 лет), то чем раньше было полное досрочное погашение, тем большая доля премии будет возвращена в состав денежных потоков.

Таким образом, оригинатор за счет применения ипотечного страхования может:

- Улучшить структуру сделки секьюритизации, в том числе привлечь больший размер средств по низкой процентной ставке.
- Компенсировать реальные потери при обращении взыскания даже за пределами ипотечного агента (страховая защита сохраняется за кредитом в течение всего его срока жизни).
- Учесть в составе денежных потоков не только страховые выплаты по реальным убыткам в результате дефолта отдельных заемщиков, но и возврат страховой премии в случае полного досрочного погашения кредита.
- Снизить неопределенность в отношении доходности младшего транша: если в конструкции без ипотечного страхования доходность младшего транша может значительно снижаться (вплоть до возникновения убытков), то с применением избыточного страхования вероятность возникновения убытков по младшему траншу полностью исключается.
- Снизить возможные резервы по портфелю кредитов, рассчитываемых по стандартам МСФО.
- Снизить требования к капиталу на основании рекомендаций Базельского комитета (Базель II).

Наличие избыточного ипотечного страхования не менее важно и для потенциального инвестора в ИЦБ, поскольку в этом случае инвестор может быть уверен, что риски в сделке секьюритизации значительно снижены:

- Снижается неопределенность относительно надежности денежных потоков, формируемых ипотечным покрытием.
- Полностью исключаются какие-либо неопределенности в отношении качества ипотечного покрытия (оценки качества залогов).

Таким образом, сделка секьюритизации с применением ипотечного страхования априори получает более высокий уровень надежности, а значит инвестиции в подобные инструменты могут быть значительно расширены.

Первая сделка секьюритизации с применением избыточного ипотечного страхования в российской практике была зарегистрирована в декабре 2013 года ТрансКапиталБанком. Согласно данным Cbonds, «Ипотечный агент ТКБ-1» полностью разместил облигации классов А и Б 28.12.2003. Ставка первого купона по облигациям класса А составила 8% годовых (доходность — 8.24% годовых). Номинальный объем эмиссии — 4 117 989 000 руб. Организатором и техническим андеррайтером выступил «ВТБ Капитал».

Портфель ипотечных кредитов, составляющих ипотечное покрытие в этой сделке, имел достаточно хорошее качество, и рейтинговое агентство при присвоении рейтинга на уровне Baa3 старшему траншу выпуска первоначально одобрило размер младшего транша на уровне 16%. Дополнительно оценив надежность предложенной страховой защиты[1], рейтинговый комитет счел возможным согласиться с размером младшего транша в данной сделке секьюритизации на уровне 10% при сохранении рейтинга старшего транша на уровне Baa3, что позволило оригинатору привлечь дополнительные 284 млн руб., снизив на такую же сумму размер замороженных средств, необходимых для удержания младшего транша на собственном балансе.

Таким образом на отечественном рынке закрепилась давно применяемая за рубежом практика применения дополнительных инструментов повышения качества сделок секьюритизации. Адаптация ипотечного страхования была реализована в наиболее эффективной форме, обеспечивающей максимальный эффект для оригинатора и повышенную надежность для инвесторов.

[1] Подразумевается совокупность факторов, указанных в статье: надежность страховщика, простота и прозрачность условий страхования, четкость договорной базы.