Андрей БУШ,
начальник управления рынков капитала, АО ИФК СОЛИД

Ипотечные ценные бумаги — выгодный объект инвестирования для институциональных инвесторов

Об ипотечных ценных бумагах (далее ИЦБ) написано много статей в профессиональной литературе. Регулярно проводятся конференции, на которых обсуждаются те или иные изменения в сфере секьюритизации и ИЦБ. Однако институциональные инвесторы зачастую остаются в стороне от такого надежного и доходного инструмента. Почему так происходит? Попробуем разобраться.

В процессе взаимодействия с инвесторами мы поняли, что значительная часть институциональных инвесторов либо вообще не слышала о таком инструменте как ИЦБ, либо знают лишь то, что в США был ипотечный кризис, и значит это что-то «токсичное». Приходится сожалеть о том, что этот кризис послужил антирекламой ИЦБ для многих инвесторов в нашей стране. При этом следует отметить, что есть также и опытные инвесторы, которые успешно зарабатывают на ИЦБ.

В чем же экономический смысл ИЦБ? Каким образом эти инструменты появляются на финансовых рынках, как рождаются? Какие риски принимает на себя инвестор, приобретая ИЦБ? Каковы механизмы защиты от этих рисков? Какова ликвидность ИЦБ? Наконец, являются ли ИЦБ «токсичными»? На эти и другие вопросы автор постарается дать ответ в данной статье.

Теперь обо всем по порядку. Активом, лежащим в основе ИЦБ, являются ипотечные закладные, которые оформляются при выдаче заемщику ипотечного кредита в банке. Закладные являются документом, который юридически обеспечивает защиту кредитора в случае неплатежеспособности заемщика. «Момент» появления закладной начинается с потребности заемщика в жилье.

Кто такой заемщик? По результатам исследования, опубликованного на сайте РИА Недвижимость, среднестатистическому российскому заемщику до 30 лет[1], у него средний доход, он находится в браке и имеет одного–двух детей. По своей сути эти граждане — представители наиболее экономически активной части населения. Наш заемщик имеет высшее образование, стабильную работу с подтвержденным доходом и опыт управления своими финансами, что позволило ему накопить 20–30% первоначального взноса.

Накопив необходимый первоначальный взнос и подыскав варианты приобретения жилья, заемщик идет в банк за одобрением ипотечного кредита. Банк проверяет все представленные заемщиком документы, объект недвижимости и одобряет сумму кредита, исходя из дохода заемщика и членов его семьи. На практике чаще всего банки одобряют кредит, не превышающий 50% совокупного дохода заемщика (т.е. работающих членов его семьи).

Рассмотрим пример. Допустим, что тысяча (1000) заемщиков получила одобрение кредита на 800 тыс. руб. с первоначальным взносом 20%. Заметим, что меньший первоначальный взнос не может быть использован при секьюритизации ипотечных кредитов по закону[2]. Таким образом, банком формируется пул закладных с параметрами отношения кредит к залогу 80%. Совокупный размер портфеля ипотечных кредитов составит 800 млн руб. (800 тыс. руб. ×1000 кредитов), которые и станут активом, обеспечивающим погашение долга и получение дохода по ИЦБ. При этом совокупная залоговая стоимость недвижимости на 1000 закладных составляет 1 млрд руб. В случае массового банкротства заемщиков именно эта недвижимость обеспечит возвратность средств по ИЦБ. Даже при существенном снижении цен на недвижимость, которое, например, происходило в самые кризисные периоды и значительно не превышало 30% в рублях, возвратность средств, вложенных в ИЦБ, будет обеспечена.

В процессе формирования пула закладных либо уже имея некий пул закладных на балансе, банк (оригинатор) принимает решение о выпуске ИЦБ. Зачем это нужно банку? Причины понятны:

- банк получает ликвидность (т.е. денежные средства) от реализации активов, которая может быть реинвестирована вновь с целью получения дополнительного дохода;
- банк сразу фиксирует прибыль (в упрощенном варианте это разница между ставкой купона по ИЦБ и средневзвешенной ставкой по 1000 проданных закладных за вычетом расходов);
- убытки переносятся на будущие периоды и остаются равными тем, которые банк может понести, сохраняя пул закладных на балансе.

Общая инфраструктура сделки представляет собой взаимодействие следующих участников:

- ипотечный агент, созданный в соответствии с законодательством РФ;
- управляющая и бухгалтерская компании (по закону ипотечный агент не может иметь штат работников);
- сервисный агент (в основном функции выполняет банк, выдавший кредиты — банк оригинатор) и резервный сервисный агент (осуществляет функции по сбору платежей в случае проблем с банком оригинатором);
- расчетный агент;
- специализированный депозитарий;
- платежный агент;
- представитель владельцев облигаций;
- рейтинговое агентство либо поручитель.

Такое значительное число участников призвано обеспечить юридическую прозрачность сделок секьюритизации ипотеки.

Акционерами ипотечного агента являются независимые юридические лица, чье право воздействия на деятельность ипотечного агента ограничено в уставе, который не может быть изменен в соответствии с законодательством. В том числе они не могут инициировать его банкротство. В случае банкротства ипотечного агента интересы владельцев облигаций будут защищаться представителями владельцев облигаций.[3]

В общем случае процедура выпуска ИЦБ состоит из следующих этапов, обеспечивающих интересы инвесторов в ИЦБ:

ЗНАЧИТЕЛЬНОЕ ЧИСЛО УЧАСТНИКОВ ПРИЗВАНО ОБЕСПЕЧИТЬ ЮРИДИЧЕСКУЮ ПРОЗРАЧНОСТЬ СДЕЛОК СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ИПОТЕКИ

[1] http://riarealty.ru/multimedia_infographics/20160707/407680565.html, https://www.deltacredit.ru/about_the_bank/pressroom/news/izmenenie-portreta-ipotechnogo-zaemshchika-bolshe-detey-bolshe-komnat-v-kvartirakh-a-zhenatykh-muzhch

[2] Федеральный закон от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».

[3] Федеральный закон от 26.10.2002 № 127-ФЗ (ред. от 03.07.2016) «О несостоятельности (банкротстве)» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.09.2016).

ИНВЕСТОРЫ ПОЛУЧАЮТ ПО ИЦБ ДОХОД В ВИДЕ КУПОНА И ЧАСТИ НОМИНАЛА НА ОПРЕДЕЛЕННУЮ В ПРОСПЕКТЕ ЭМИССИИ ДАТУ ДО ПОЛНОГО ПОГАШЕНИЯ

• банк (оригинатор), собравший 1000 закладных, выдает заем ипотечному агенту;

• ипотечный агент выкупает пул закладных на свой баланс;

• ипотечный агент выпускает ИЦБ, обеспеченные этими закладными;

• рейтинговое агентство выдает рейтинг, либо поручитель предоставляет поручительство;

• организатор сделки размещает старший транш ИЦБ инвесторам;

• ипотечный агент возвращает банку (оригинатору) средства по займу;

• банк (оригинатор) осуществляет сбор платежей и направляет их ипотечному агенту;

• специализированный депозитарий осуществляет учет закладных;

• расчетный агент рассчитывает подлежащие уплате денежные средства по ИЦБ на основе данных банка (оригинатора) и перечисленных средств.

После завершения сделки по созданию ИЦБ (секьюритизации) закладные на право собственности принадлежат ипотечному агенту и больше не принадлежат банку.

Для получения высокой рейтинговой оценки банк должен отвечать требованиям рейтингового агентства (на практике это Moody's). В процессе выдачи поручительства АО «АИЖК» проводит также серьезную проверку качества банка. Отдельно тщательным образом проверяются закладные. На следующем этапе производится стресс-тестирование пула в условиях значительного объема неплатежей по ипотеке и снижения цен на недвижимость. В частности, по последней сделке с ООО «Ипотечный агент Абсолют 4» при потерях 7.5% по методике Moody's сделка будет сохранять рейтинг Baa3, то есть инвесторы не потеряют своих средств. Все перечисленные процедуры призваны защитить интересы инвесторов.

Инвесторы получают по ИЦБ доход в виде купона и части номинала на определенную в проспекте эмиссии дату до полного погашения. Распределение платежей от 1000 закладных происходит по следующей схеме:

1. Выплата постоянных инфраструктурных расходов.

2. Выплата по купону старшего транша ИЦБ (производится за счет процентных платежей по закладным, при нехватке средств погашается из резервного фонда и платежей в счет уплаты основного долга).

3. Выплата в счет погашения основного долга по старшему траншу ИЦБ (производится из платежей в счет погашения основного долга закладных в пуле).

4. Затем производятся все остальные платежи.

Кризис в США, о котором упоминалось выше, способствовал созданию негативного отношения к ИЦБ со стороны инвесторов по всему миру, в том числе и в России. Для лучшего понимания ситуации рассмотрим некоторые моменты.

Во-первых, основной кризис был связан с так называемыми сабпрайм ИЦБ. В отличие от российских ИЦБ, сабпрайм бумаги были наполнены закладными без первоначального взноса, зачастую без подтверждения дохода, с низкими уровнями оценки платежеспособности заемщика. Все эти риски в российских ИЦБ отсутствуют. Второй причиной кризиса явились бумаги, обеспеченные долгом (CDO). Проблема этих бумаг заключалась в том, что они были наполнены теми же сабпрайм бумагами с переносом всех уже озвученных рисков. Существующая в нашей стране схема со старшим и младшим траншем показала свою устойчивость как в России, так и в мире, потери инвесторов по этим бумагам близки к нулю, а в России их не было за всю 10-летнюю историю с начала выпуска такого рода бумаг.

Таким образом, мы переходим к вопросам основных рисков и защите от них. В среднем по России уровень просроченной задолженности по отношению к общему объему задолженности составляет 1.08%[1], а уровень просроченной задолженности более 90 дней в пулах, являющихся обеспечением ИЦБ, по данным АО «АИЖК», составляет порядка 1.28%[2].

Основной риск — риск банкротства заемщиков. Необходимо рассмотреть обеспечение ИЦБ, то есть соотношение инвестиций в ИЦБ к конечному залогу — недвижимости. Указанное соотношение в упрощенном варианте представлено в формуле:

$LTV_{ст}=LTV_{пул}\times V=80\%\times 80\%=64\%$,

где:

$LTV_{ст}$ — соотношение старшего транша ИЦБ к стоимости залоговой недвижимости, лежащей в основе закладных;

[1] http://riarating.ru/regions_rankings/20160518/630021872.html.

[2] http://дом.рф/about/analytics/icb-3/.

$LTV_{пул}$ — соотношение остатка основного долга по закладным (ипотечным кредитам) в пуле обеспечения ИЦБ к стоимости залоговой недвижимости;

V — объем непогашенного номинала старшего транша.

Из уравнения можно видеть, что в абсолютном выражении ИЦБ выдерживают 36% неплатежей по закладным. С другой стороны, в среднем по статистике соотношение кредит/залог по закладным (то есть $LTV_{пул}$), входящим в обеспечение ИЦБ, в настоящее время в среднем составляет около 40%[1]. Исходя из этого, вышеприведенное уравнение дает результат в 32%, что показывает высокий уровень обеспечения ИЦБ. Здесь также необходимо отметить, что на практике банки (оригинаторы) предпочитают выкупать дефолтные закладные, что создает для инвестора дополнительный денежный поток. Например, даже при санации АКБ «Инвестторгбанк» такая практика была сохранена, а в некоторых проспектах эмиссии есть обязательства банков (уже не добрая воля) по выкупу закладных.

Следующей важной характеристикой являются условия, в которых возможно такое количество банкротств по закладным. В среднем в пул закладных по ИЦБ входит около 4000 закладных. С точки зрения статистики, это значимые выборки. Вернемся к портрету заемщика. Мы получаем результат, согласно которому до 36% экономически активного населения должны потерять возможность платить по закладным в период продолжительностью более 90 дней, не иметь никаких сбережений и иных источников дохода. Однако учитывая ментальность русского человека, не платить за свое единственное жилье заемщик будет только в случае полного отсутствия доходов. Одновременно с этим цены на жилье должны упасть в рублях также на 30-40%. Что это означает? Это означает, что с учетом выборки безработица среди наиболее активной части населения достигнет 36%, эта часть населения перестанет платить налоги и социальные взносы. Последствия такого развития событий вы можете представить себе сами. По мнению автора, подобный негативный сценарий маловероятен. По сути это квазисуверенный риск.

А что же с ликвидностью ИЦБ? Ликвидность, как мы знаем, — это возможность превращения актива в денежные средства и скорость такого превращения. Как показывает практика, и это можно проверить по объемам биржевых торгов, ликвидности в ИЦБ достаточно. В данном случае необходимо определить горизонт инвестирования. Так, на горизонте в один год до 30% номинала старшего транша погашается в год — это первая часть ликвидности. На практике сроки полного погашения ИЦБ составляют шесть–семь лет при первоначальной дюрации два–три года. На рынке присутствуют крупные игроки, заинтересованные в покупке ИЦБ, что позволяет в разумные сроки реализовывать достаточно крупные пакеты бумаг. Торги по бумагам проходят всплесками, но в значительных объемах. Сделки в периоды активности исчисляются сотнями миллионов, а зачастую и миллиардами рублей. Это обусловлено инвесторской базой — большинство инвесторов в ИЦБ являются крупными институциональными инвесторами, которые покупают их на длительные периоды. Суммарные обороты по рыночным выпускам достигают в среднем 5–15% в квартал от объема рыночных выпусков в обращении. Чистая междилерская активность минимальная. Однако спрос на эти бумаги присутствует практически всегда, что можно видеть из проходящих рыночных размещений. Рассматривая ИЦБ как среднесрочный актив, можно констатировать, что ликвидность достаточная для реализации крупных пакетов бумаг в течение месяца.

Таким образом, в условиях сокращения перечня доступных для инвестирования инструментов, а также понижения доходностей на финансовых рынках, ИЦБ выглядят очень привлекательными для институциональных инвесторов. Спред к доходности государственных бумаг колеблется в настоящий момент в районе 150 б.п., сократился за последние полгода с 180 б.п., что в текущих условиях выше депозитов банков, а также на 40–60 б.п. превышает доходности по корпоративным облигациям надежных заемщиков с рейтингами Baa3–Ba3 (рейтинг РФ — Ba1). Надежность ИЦБ, как было показано выше, сравнима с государственным долгом. Налогообложение льготное — 15% по налогу на прибыль. Ликвидность средняя. ИЦБ полностью удовлетворяют требованиям к инвестированию пенсионных накоплений и резервов, а также страховых резервов и иных средств институциональных инвесторов.

В УСЛОВИЯХ СОКРАЩЕНИЯ ПЕРЕЧНЯ ДОСТУПНЫХ ДЛЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ ИНСТРУМЕНТОВ, ИЦБ ВЫГЛЯДЯТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫМИ ДЛЯ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ

[1] http://дом.рф/about/analytics/icb-3/.