Сергей ОГОРОДНИКОВ,
CFA, начальник управления секьюритизации, Кредит Европа Банк

С октября 2011 года работает заместителем начальника департамента регионального развития Кредит Европа Банка. Ранее, с 2010 года, возглавлял Сибирский региональный центр Кредит Европа Банка. С 2007-го по 2010 год занимал должность начальника управления ипотечного кредитования в банке. В 2006 году работал заместителем директора дирекции проектов ипотечного кредитования банка «УРАЛСИБ». С 2003-го по 2006 год занимал должности директора департамента маркетинга и методологии, директора департамента первичного рынка, директора департамента планирования, учета и внутреннего аудита АИЖК. В 2001–2003 годы являлся исполнительным директором ИК «Горизонт». В 1994–1999 годы работал финансовым директором, вице-президентом, а затем президентом финансовой компании «Интраст». В 2001 году окончил бизнес-школу Джорджтаунского университета (США) по программе MBA.

Один из способов структурирования сделки секьюритизации портфеля автокредитов

На момент написания статьи сделка секьюритизации автокредитов, которую начал Кредит Европа Банк в 2014 году, пока не завершена, но уже на данном этапе есть возможность обобщить некоторые подходы и сделать важные практические акценты.

Сам по себе продукт (автокредит) является нашим флагманом в ритейле, и значительные объемы автокредитования (по крайней мере, до недавнего времени) подразумевали целесообразность серьезной заинтересованной работы Банка над освоением любого появляющегося на рынке источника фондирования.

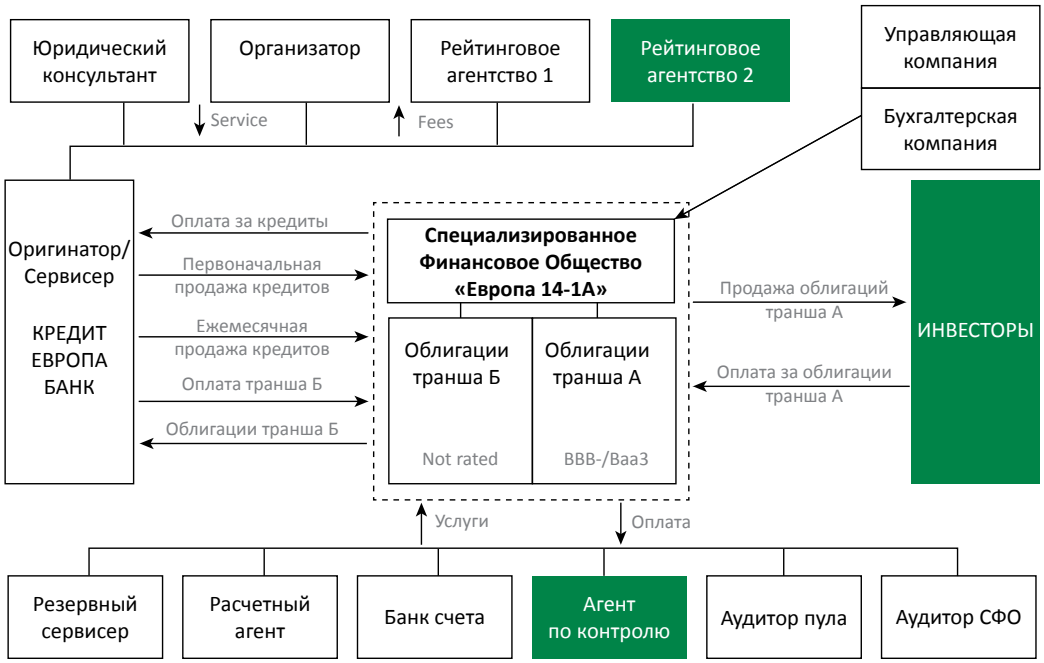
Интерес этот тем более очевиден, когда инструмент привлечения средств позволяет повысить рейтинг заимствования выше корпоративного рейтинга Банка, а значит, снизить стоимость привлечения. Такие возможности появляются при использовании в качестве эмитента специальных компаний.

На рисунке 1 показана схема нашей сделки с выделением цветом трех важных отличий секьюритизации автокредитов от секьюритизации ипотечного портфеля, которую мы провели в 2012 году.

Поскольку основные элементы схемы — создание Спецагента, продажа на его баланс пула кредитов и эмиссия облигаций Старшего и Младшего транша против этого пула — многократно освещались, остановлюсь только на новшествах схемы.

В первую очередь необходимо отметить главное отличие текущей автосделки

Рисунок 1. Сделка секьюритизации автокредитов Кредит Европа Банка



от ипотечной. Оно состоит в том, что сейчас нет заранее понятного конечного инвестора, которым выступило в 2012 году Агентство по ипотечному жилищному кредитованию, а это означает, что сейчас нам следует рассчитывать только на рынок.

Необходимо также принять во внимание, что мы предлагаем участникам рынка новый продукт, поскольку это первая сделка неипотечной секьюритизации в России, организованная в рамках так называемого «нового» Закона.

Эти обстоятельства заставили нас с самого начала стараться предложить качественный, доходный инструмент, с правильно выстроенной структурой сделки и с понятной степенью риска.

Другим важным отличием сделки является наличие второго рейтингового агентства. Помимо того, что дополнительный рейтинг делает инструмент более привлекательным для всех групп инвесторов, он еще обладает особой привлекательностью для банков. Если облигации обладают двумя рейтингами определенного уровня, то купивший их банк имеет право поместить их в низкую категорию рисковости.

Третье отличие — отсутствие такого важного участника, как Спецдепозитарий. Но поскольку роль «присматривающего» за сделкой необходима, то было решено ввести нового участника — Агента по контролю для осуществления мониторинга параметров и общего хода сделки, а также для целей отслеживания наступления триггерных событий.

Агент по контролю следит за исполнением Эмитентом обязательств по облигациям, а также за:

- размером залогового обеспечения;
- размером резервного фонда;
- качеством залогового обеспечения, в том числе осуществляет контроль за наличием событий дефолта;
- распоряжением имуществом, входящим в состав залогового обеспечения путем согласования соответствующих сделок;
- приближением к критическим уровням и срабатыванием других триггеров

Таблица 1
Участники сделок и сравнение общих издержек по секьюритизации ипотечного портфеля КЕБ (2012 год) и секьюритизации портфеля автокредитов КЕБ (2015 год)

Участники сделок	КЕБ авто	КЕБ ипотека
Структурирование и продажа	Будет определен позднее	VTB Capital
	–	АИЖК опцион
Рейтинговые агентства	Moody's	Moody's
	S&P	–
Юридический консультант	EPAM	«Линия права»
Налоговый консультант	EPAM	KPMG
СФО Управляющая Компания	TMF	TMF
СФО Бухгалтерская Компания	TMF	TMF
Trustee / Агент по контролю	Securitization Services	ВТБ спецдеп
Аудитор пула	KPMG	KPMG
Аудитор СФО	Интеркомаудит	Интеркомаудит
Депозитарий Транша А	НРД	НРД
Биржа	MICEX	MICEX
Расчетный агент	Citibank London	Citibank London
Резервный сервисер	HCFB	Delta Credit
Итого издержек на подготовку эмиссии	**76 438 540**	**48 010 203**
Итого издержек после эмиссии в год	**8 384 160**	**6 735 160**

начала амортизации и досрочного погашения в соответствии с документами сделки.

Общий состав участников сделки и стоимость ее подготовки и проведения представлены в Таблице 1 в виде сравнения данных текущей сделки и ипотечной 2012 года.

Продолжая описывать сделку в формате ее сравнения с ипотечной, остановлюсь подробнее на важных структурных отличиях.

1. Средства привлекаются ровно на 3 года. Выпускаемый объем облигаций не подлежит амортизации и находится на одном и том же уровне в течение всего срока эмиссии.

Для обеспечения этого условия необходимо регулярно пополнять пул кредитов взамен погашенных или выбывших по какой-либо иной причине. Этот механизм — покупка новых кредитов на сумму пришедшего в погашение основного долга — называется револьверным.

2. Через 3 года Оригинатор должен выкупить пул у СФО, и тот должен погасить облигации обоих траншей. Какие действия предусмотрены на случай, если у Оригинатора не будет средств на выкуп пула?

В этом случае включается механизм амортизации, аналогичный тому, который был применен в ипотечной сделке. В дату последнего 36-го купона «отключаются» револьверные покупки и прекращается отток денежных средств на их проведение. Оригинатору дается месяц на выкуп пула и закрытие сделки. В течение этого месяца только он имеет право покупки пула. Если Оригинатор этого не делает в течение месяца по какой-либо причине, то любой участник рынка может выкупить пул и закрыть сделку.

Тем временем, сразу после включения режима амортизации, поступающие от заемщиков средства распределяются в следующем порядке очередности:

- оплата налогов, услуг профучастников и прочие обязательные платежи;
- выплаты по купону Транша А;
- остальная сумма идет в погашение основного долга Транша А;
- после полного погашения Транша А средства от заемщиков поступают на погашение основного долга Транша Б, пока его непогашенный остаток не достигнет 1 руб. за облигацию;
- далее начинается выплата дохода Транша Б до тех пор, пока на это хватает средств, поступающих от заемщиков;
- когда поток денежных средств от заемщиков приблизился к отметке стои-

мости услуг по поддержанию сделки, текущий сервисер осуществляет полное погашение Транша Б;

• сделка выпуска облигаций завершена. Далее следует какая-то работа по продаже остатков пула куда-либо, но это уже за пределами сделки.

Амортизация представляет собой механизм «нештатного» выхода из сделки на любой стадии. С точки зрения закрепления этого механизма в эмиссионной документации предусматривается не обязанность выкупа Оригинатором пула через 3 года после эмиссии, а право сделать это. Кроме права, в структуре сделки предусмотрены мотивирующие условия для Оригинатора, по которым закрыть сделку в срок становится выгоднее в разы, иначе он понесет большие потери, если кто-то иной захочет выкупить пул. Надо сказать, что уже через год цена пула, равная: **Номинал А + Номинал Б + Купон А + Купон Б + Издержки На Закрытие – Резерв** становится эквивалентна примерно 82% от остатка долга на эту дату, а через два года — 50% остатка.

Причина, по которой не вводится обязанность Оригинатора выкупить пул, в том, что при нарушении обязанности последует «пожарное» закрытие сделки с попыткой продать пул в рынок по неконкурентной цене. Несложно предположить, что пул кредитов из проблемной сделки не может быть продан за достойную цену. Это будет означать колоссальные убытки держателям Транша А. Режим амортизации хотя и продлевает срок инвестиции примерно на 1.5 года, но позволяет избежать убытков.

3. Залоговые счета.

В описываемой сделке применяются так называемые залоговые счета. Идея этого новшества регулятора такова, что не только пул кредитов на балансе СФО, против которого выпущены Облигации, находится в залоге у держателей Облигаций, но и денежные средства (резервы и поступления от заемщиков), принадлежащие СФО, также находятся в залоге.

Режим функционирования залоговых счетов состоит в том, что Банк — держатель счета должен отслеживать направления и суммы платежей с такого счета в соответствии с ограничениями, указанными в эмиссионной документации и в договоре банковского счета.

Отдельной темой здесь является механизм блокирования и разблокирования такого счета, но пока универсальных рецептов нет. Есть предложения блокировать и разблокировать в случае раскрытия определенной информации НРД, являющимся депозитарием по Облигациям Транша А.

4. Создание резерва.

Мы применяем в сделке механизм, позволяющий несколько сократить размер необходимой наличности для запуска сделки. В 2012 году мы формировали к дате сделки весь резерв (5% Транша А) денежными средствами, сейчас же мы планируем сформировать резерв в сумме 2% Транша А и довести его до 5% Транша А за счет процентных поступлений.

Второй новостью, связанной с резервом, является его наполнение не за счет кредита, как было в 2012 году, а за счет выплаты премии к цене Транша Б. Кредитование является неудобным инструментом вследствие затрагиваемых им нормативов и необходимости поддержания большой бумажной работы.

5. Параллельная работа над рейтингами, договорами и регистрационные действия

Вследствие наличия на балансе Банка существенно большего количества автокредитов, чем требуется для проведения сделки с заданными параметрами, мы имеем возможность заявить в эмиссионной документации размер Транша Б, являющегося кредитной поддержкой, с некоторым запасом. Это позволило нам проводить параллельно регистрационные действия и работу с рейтинговыми агентствами по присвоению рейтинга.

В случае если мы «не угадали» размер Транша Б и он, для достижения необходимого рейтинга, может быть меньше, чем был нами заявлен, мы выкупим не весь объем заявленного Транша Б, а только необходимую его часть.

Если же мы не угадали «в другую сторону», то есть кредитной поддержки в размере заявленного Транша Б недостаточно, то мы будем увеличивать резерв, но это маловероятно, учитывая, что запас нами взят существенный.

6. Прочие нововведения.

• Под дефолтом понимается просрочка 90+.

• Использование для создания СФО формы ООО, а не ЗАО позволяет уйти от некоторых ненужных усложнений.

• Использование одного голландского фонда для учреждения СФО, а не двух.

• Повторное использование голландского фонда для учреждения СФО.

Теперь отдельно остановлюсь на качестве выпускаемого финансового инструмента, которое складывается из четырех составляющих.

КРЕДИТНАЯ ПОДДЕРЖКА

По поводу кредитной поддержки повторю лишь, что мы, по сути, не ограничены в размере Транша Б, а значит, можем достичь любого необходимого для рейтинга уровня кредитной поддержки.

КАЧЕСТВО СТРУКТУРИРОВАНИЯ СДЕЛКИ

По структурированию сделки тоже много сказано, для обобщения приведу список структурных элементов, добавляющих надежности инструменту.

1. Амортизация, страхующая внештатные ситуации и режимы ее введения.
2. Агент по контролю и его обязанности «следить» за сделкой в интересах инвесторов.
3. Мотивация Оригинатора вовремя закрыть сделку.
4. Уместно будет еще добавить о триггерах, которые встроены в сделку и которые приводят к включению режима амортизации в следующих случаях:

на 31-й календарный день после:

• нарушения требований по минимальному размеру залога и невосстановления их за отведенное время;

• неназначения Резервного сервисера взамен выбывшего из сделки;

• неназначения Расчетного агента взамен выбывшего из сделки;

• неназначения Агента по контролю взамен выбывшего из сделки;

в дату окончания 2-го подряд купонного периода, в котором:

• совокупный остаток долга по всем автокредитам в портфеле составил менее 80% от минимального размера Залога;

• остаток ссудной задолженности по дефолтным кредитам превысил 3% от портфеля;

по событию:

• наступление события несостоятельности Сервисного агента;

• третий рабочий день подряд превышение остатка на Счете сбора платежей СФО над суммой поступления на Счет сбора платежей СФО за два предыдущих рабочих дня;

Рисунок 2

Распределение пула по занятости заемщика, %

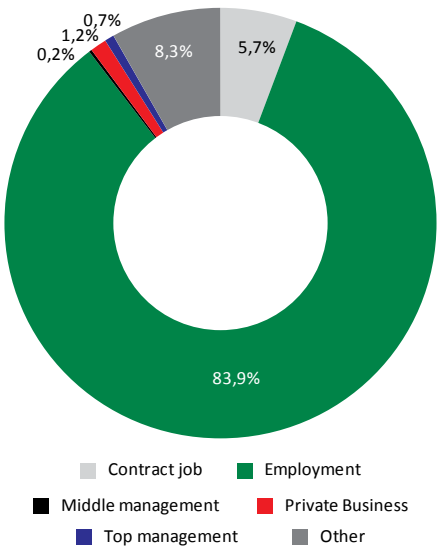


Рисунок 3

Разбивка портфеля автокредитов по текущей % ставке, млн руб.

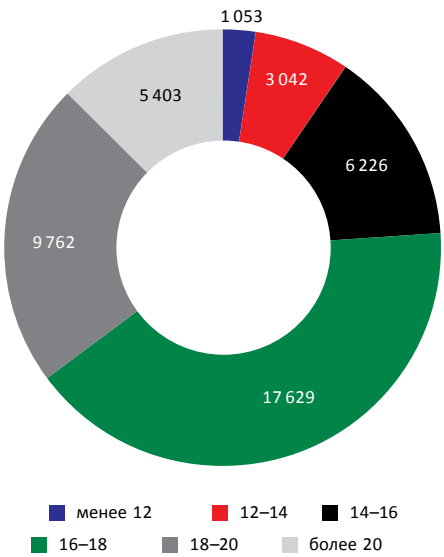


Рисунок 4
Распределение портфеля автокредитов по регионам выдачи, %

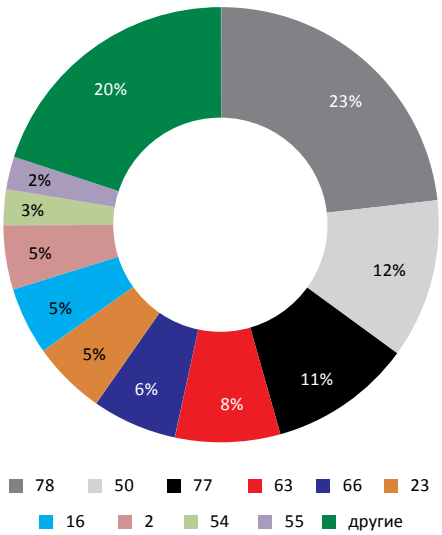
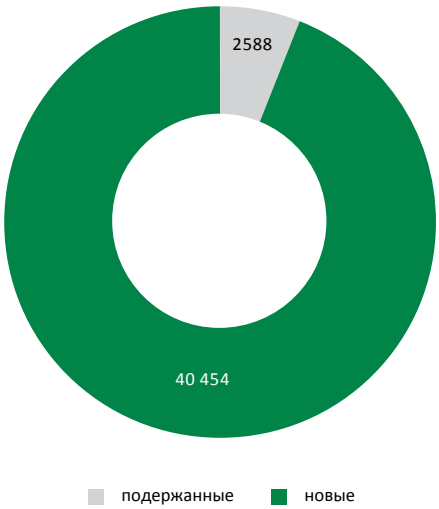


Рисунок 5
Распределение портфеля автокредитов по признаку новые/подержанные, млн руб.



• размер Резерва остается менее Минимального размера РСН третью подряд купонную дату.

КАЧЕСТВО РАБОТЫ УЧАСТНИКОВ СДЕЛКИ

Что касается списка профучастников сделки, то он помещен выше. Все компании имеют отличную репутацию на рынке, богатый опыт и послужной список в исполнении указанных ролей. Подавляющее большинство принимало участие в сделке 2012 года и проявило себя с самой лучшей стороны.

КАЧЕСТВО ВЫКУПАЕМОГО И ЗАКЛАДЫВАЕМОГО ПУЛА АВТОКРЕДИТОВ

Здесь я бы хотел остановиться поподробнее и рассказать о тех строгих критериях, которые мы применяем при наполнении и поддержании портфеля, и о том, как выглядит наш пул автокредитов, подлежащих секьюритизации сегодня.

Требования к кредитам:

• цель кредитования — приобретение легкового пассажирского автомобиля;

• кредиты выданы не ранее 2012 года;

• фиксированный размер процентной ставки;

• общее количество очередных платежей в счет возврата долга (не превышает пятидесяти восьми);

• выданы в рублях;

• предусматривающие аннуитетный способ их погашения;

• заключенные без использования услуг брокера;

• минимальный размер доходности по которым составляет 15%;

• без реструктуризации;

• без субсидий;

• кредит выдан на некоммерческие цели;

• должником является физическое лицо — гражданин и резидент Российской Федерации;

• должник не является сотрудником ЗАО «Кредит Европа Банк»;

• совершено как минимум 2 (два) очередных платежа в счет возврата долга;

• отсутствует текущая просрочка исполнения обязательств, просроченная задол-

женность и не наступило событие дефолта. Общее количество дней просрочки не превышает 60 дней и непрерывная просрочка не превышает 31 дня;

- сумма Остатка основного долга составляет не менее 50 000 (Пятидесяти тысяч) руб. и не более 5 000 000 (Пяти миллионов) руб.

Фактические характеристики пула представлены на Рисунках 2–8.

Отдельно хотел бы остановиться на том, как на структурирование сделки повлияла специфика момента.

Чрезмерно высокие рыночные ставки привлечения. Доходность облигаций Транша А не может быть выше доходности портфеля.

«Изолированный» от Оригинатора портфель кредитов обладает вполне конкретными параметрами, в том числе средневзвешенной доходностью. Понятно, что эта цифра ограничивает сверху возможную доходность Облигаций, иначе сделка будет «планово-убыточной». В нынешней ситуации мы сталкиваемся с проблемой, что сегодняшняя рыночная ставка привлечения превышает доходность по портфелю.

При этом «быть не выше» недостаточно. Ставка купона по Облигациям Транша А должна быть ниже, чем доходность портфеля, иначе невозможно будет получить рейтинг. Приведенный ниже расчет показывает, что нам следует предлагать ставку купона не выше 14.5% годовых, чтобы был достаточный положительный зазор между купоном и доходностью портфеля.

Ясно, что продать Облигации с купоном ниже рынка можно только с дисконтом. Это один из вариантов завершения сделки, которые у нас на столе. Второй — выкупить Облигации Транша А самим и взаимодействовать с Центральным банком на рынке РЕПО с их помощью.

Рыночная ставка настолько высока, что не может являться привлекательной для Банка на долгий срок.

Для решения этой проблемы предложен механизм фактически плавающей ставки. Купон может поменяться 2 раза в течение сделки — через год и через два года после проведения эмиссии.

Значение ставки купона в момент изменения будет привязано к показателю доходности ОФЗ на дату, близкую к дате изменения. При этом движение став-

Рисунок 6

Распределение портфеля по годам выдачи

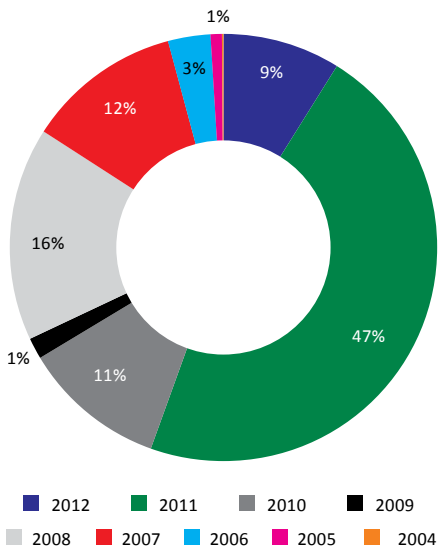
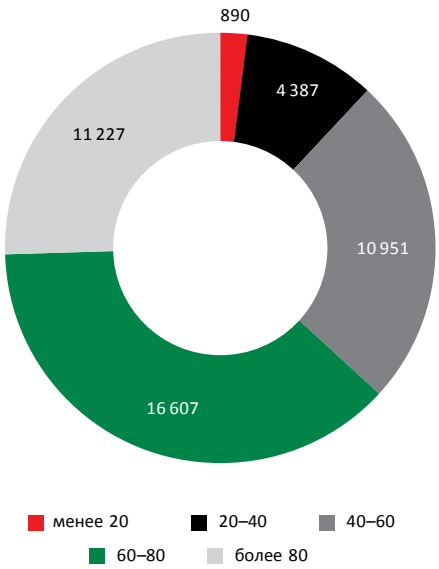


Рисунок 7

Разбивка портфеля по текущему LTV, млн руб.



ки вверх невозможно, и если расчетная ставка будет превышать действующую, то остается действующая ставка.

И все же, несмотря на текущую неблагоприятную конъюнктуру, мы считаем инструмент секьюритизации крайне перспективным, особенно для розничного банка, по следующим главным причинам:

1) механизм позволяет «замкнуть» цикл от привлечения до размещения. Он обеспечивает самодостаточность розничного бизнеса и является способом увеличения объемов розничного кредитования;

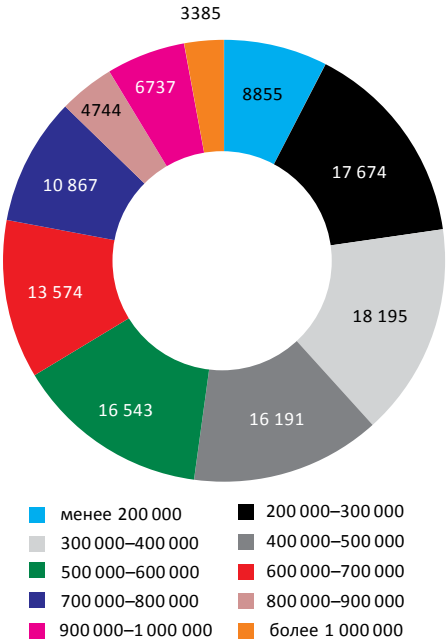
2) уникальная возможность повысить рейтинг заимствования выше рейтинга Оригинатора и добиться тем самым снижения стоимости привлечения;

3) позволяет расширить базу инвесторов. У многих институтов секьюритизированные активы попадают в «другую корзинку» лимитов;

4) сделки секьюритизации проводят серьезную встряску очень многим внутренним процессам банка. Есть прямая необходимость налаживания Сервисинга, организации бэк-офиса публичного типа. Появляются дополнительные возможности для получения комиссионного дохода.

Рисунок 8

Распределение портфеля автокредитов по сумме выдачи, млн руб.



Доля Старшего транша	Купон Старшего транша						
	12.0%	13.0%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%
50%	3.55%	2.59%	1.63%	1.15%	0.67%	0.19%	-0.29%
60%	5.22%	3.81%	2.40%	1.70%	0.99%	0.28%	-0.42%
70%	7.89%	5.77%	3.64%	2.58%	1.51%	0.45%	-0.61%
75%	9.92%	7.25%	4.59%	3.26%	1.92%	0.59%	-0.75%
80%	12.78%	9.36%	5.94%	4.22%	2.51%	0.79%	-0.93%
85%	17.16%	12.59%	8.02%	5.72%	3.42%	1.12%	-1.19%

Таблица 2

Экономический эффект сделки Секьюритизации, измеренный в добавленной доходности к имеющемуся портфелю автокредитов в зависимости от ставки купона Старшего транша и его доли в общем объеме эмиссии