Сергей КАДУК,
директор департамента секьюритизации, ИК «РЕГИОН»

Феномен STACR

Стратегия поддержки ипотечного рынка в США

В 2015 г. программа выпуска облигаций ипотечного агентства Freddie Mac, получившая название Structured Agency Credit Risk (STACR), была признана сделкой года в категории «Ипотечные ценные бумаги» сразу тремя авторитетными изданиями по финансам[1]. Успешное размещение выпусков в рынок позволило привлечь частный капитал в облигации квазигосударственного ипотечного агентства. Анализ данного инструмента позволяет сравнить подходы к поддержке ипотечного рынка в США после subprime-кризиса.

После subprime-кризиса в США два квазигосударственных агентства — Fannie Mae и Freddie Mac — были фактически национализированы и взяты под контроль Федерального агентства ипотечных финансов (Federal Housing Finance Agency, FHFA). Сделки STACR выпускаются в соответствии с разработанным FHFA стратегическим планом на 2013–2017 гг. В соответствии с этим планом агентства Fannie Mae и Freddie Mac должны опробовать различные способы передачи риска в ипотеке рыночным инвесторам с целью развития и улучшения вторичного ипотечного рынка. Таким образом, выпуски STACR являются очередным шагом в разработке так называемой Общей секьюритизационной платформы. Общая секьюритизационная платформа, по мысли FHFA, должна помочь в модернизации существующей инфраструктуры и дать возможность использовать ее всем участникам ипотечного рынка.

Выпуски тепло принял широкий круг инвесторов: банки, страховые компании, суверенные фонды инвестиций и хедж-фонды. Через подобные сделки ипотечные агентства трансформируют собственную деятельность: они уходят от модели, в которой агентство покупает ипотечные кредиты и несет на себе весь риск убытков, к модели, в которой оно эффективно продает часть риска инвесторам. С нача-

[1] Euromoney (Global Structured Deal of the Year), Global Capital (RMBS Deal of the Year), The Banker (U.S. Deal of the Year for the Americas)

ла действия подобных программ риск по $85 млрд кредитов был эффективно размещен среди инвесторов.

Рассмотрим подробнее программу STACR на основе 16-го выпуска в этой серии, STACR 2015-DNA3.

Облигации STACR 2015-DNA3 являются обычными долговыми обязательствами агентства Freddie Mac, но при этом действуют как облигации, привязанные к кредитному качеству конкретного референтного портфеля ипотечных кредитов, приобретенных агентством. Инвесторы в эти облигации несут реальные убытки, если сумма, полученная от реализации заложенного имущества дефолтного кредита, недостаточна для покрытия долгового обязательства. Такая схема с фактическими убытками отличается от подхода, использованного в более ранних STACR-выпусках. В них инвесторы несли убытки на основе модельных убытков по кредитам, просроченным на более чем 180 дней.

Несмотря на то что STACR являются необеспеченными облигациями агентства, платежные характеристики были разработаны таким образом, чтобы погашение бумаг проходило по аналогии с погашением в стандартных сеньорно-субординированных структурах частных выпусков. При этом фактические cash flow по референтному портфелю не выплачиваются держателям облигаций: Freddie Mac осуществляет месячные выплаты процентов и погашения основного долга на основе фактически полученных погашений после ряда расчетов и корректировок.

СТРУКТУРА ВЫПУСКА STACR 2015-DNA3

В рынок размещались только транши M-1, M-2, M-3 и B. Остальные транши являются только референтными и не выпускаются. Риск по облигациям классов A-H, M-1H, M-2H, M-3H и B-H удерживается Freddie Mac.

Freddie Mac может в будущем продать часть удерживаемых траншей, при этом удерживаемая часть траншей M не может быть ниже 5%, а транша B — ниже 50%.

Финальное погашение облигаций (final legal maturity) запланировано через 12.5 лет. Следовательно, все кредитные события в референтном портфеле, произошедшие после 12.5 лет, не влияют на выпуск и являются рисками Freddie Mac. Кроме того, если кредитные события произойдут до даты финального погашения, а фактические убытки будут реализованы после этой даты, то они также не будут транслированы на инвесторов.

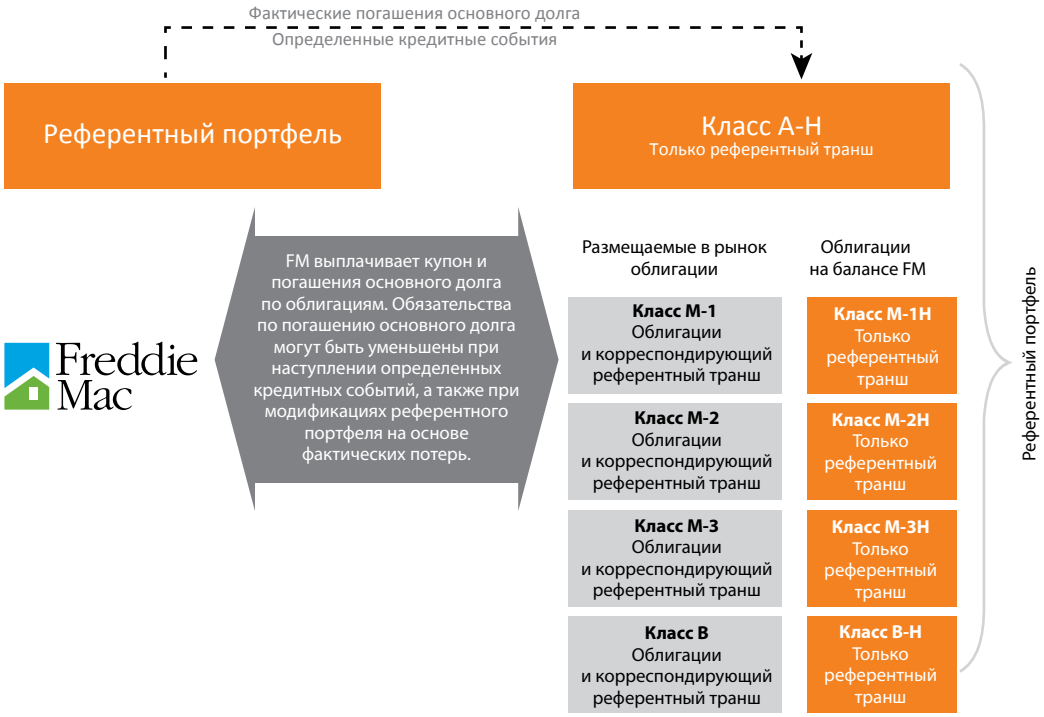
Как видим, выпуск является синтетическим, так называемый CLN (credit-linked note). Погашение облигаций в нем привязано к погашению контрольного, референтного портфеля ипотечных кредитов. Если ипотечные кредиты ликвидируются или происходят иные кредитные события, непогашенный основной баланс долговых бумаг снижается на размер потерь по фактическому кредиту, связанному с этим кредитным событием. Потери включают в себя также просроченные проценты заемщика.

В то время как профиль погашения сделки связан с погашением контрольного портфеля, выпущенные облигации являются необеспеченными обязательствами

Таблица 1. Структура выпуска STACR 2015-DNA3

Класс	Рейтинг, DBRS/Fitch	Рейтинг outlook	Размер, %	Размер, $ млн	Кредитное усиление, %	Спред к LIBOR, б.п.	Погашение
A-H	NR	Н/д	94.15	32.675.95	5,85	N.A.	Н/д
M-1	A/A-	Stable	0.58	200	4,85	135	Апрель 2028 г.
M-1H	NR	Н/д	0.42	147.06	4,85	N.A.	Н/д
M-2	BBB/BBB-	Stable	1.27	440	2,65	285	Апрель 2028 г.
M-2H	NR	Н/д	0.93	323.54	2,65	N.A.	Н/д
M-3	NR/B	Stable	0.95	330	1	470	Апрель 2028 г.
M-3H	NR	Н/д	0.7	242.65	1	N.A.	Н/д
B	NR	Н/д	0.29	100	0	935	Апрель 2028 г.
B-H	NR	Н/д	0.71	247.06	0	N.A.	Н/д
Всего			**100**	**34.706.26**			

Рисунок 1. Схема выпуска STACR 2015-DNA3



Freddie Mac и имеют одинаковый приоритет с остальным необеспеченным долгом агентства. Рейтинговое агентство Fitch при присвоении рейтингов учитывало тот факт, что Freddie Mac продолжает осуществлять свою деятельность в соответствии с указаниями регулятора FHFA. Рейтинги Fannie Mae и Freddie Mac напрямую связаны с суверенным рейтингом США, и Fitch учитывает высокую вероятность прямой финансовой поддержки двух ипотечных агентств со стороны правительства США. Рейтинги облигаций класса M определялись как наименьшее из рейтинга, базирующегося на качестве референтного портфеля и кредитного усиления на основе субординации каждого транша, и рейтинга дефолта эмитента Freddie Mac.

ПРИОРИТЕТ ПЛАТЕЖЕЙ И РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПОТЕРЬ

Выпуск имеет классическую структуру погашения сверху вниз (от старших к младшим траншам) и распределения убытков снизу вверх (от младших к старшим).

Freddie Mac будет осуществлять ежемесячные платежи начисленных процентов и периодических платежей основного долга по облигациям M-1, M-2, M-3 и B. Фактические денежные потоки от референтного ипотечного портфеля не будут выплачиваться держателям облигаций. Проценты будут выплачены по ставкам, определенным при размещении облигаций, сумма погашения основного долга будет реплицировать плановые и внеплановые (досрочные) погашения по референтному портфелю. В сумму погашений основного долга также включаются расчетные возмещения основного долга по ипотечным кредитам после кредитных событий (recovery) и восстановление баланса основного долга при исключении кредита из портфеля в случае, если начальные андеррайтеры нарушили гарантии и обязательства по соответствию кредитов (reps&warranties). При модификации ипотечного кредита

сумма прощенного основного долга выплачивается держателям облигаций. Если же заемщик после модификации кредита все равно уходит в дефолт, то ранее выплаченные держателям бумаг прощения основного долга добавляются в потери по этому кредиту.

Как правило, плановые погашения основного долга по ипотечным кредитам распределяются пропорционально между старшим траншем A-H и субординированными траншами (референтными классами M-1H, M-2H, M-3H и B и облигациями M-1, M-2, M-3 и B). Внеплановое (досрочное) погашение основного долга будет выплачено только субординированным классам при условии, что старший транш A-H имеет кредитную поддержку в 6,35% и выполнены тесты на совокупный чистый убыток и просрочки. Подробное определение данных триггеров можно посмотреть в эмиссионной документации.

Погашение субординированных классов происходит последовательно: сначала погашение основного долга распределяется пропорционально между траншами класса M-1H и M-1 до их полного погашения; затем пропорционально между траншами M-2H и M-2 до их полного погашения; затем между траншами M-3H и M-3 пропорционально до их полного погашения; и в последнюю очередь между младшими траншами B-H и B пропорционально до их полного погашения.

Погашение основного долга аллоцируется траншам M-1H и M-1; M-2H и M-2; M-3H и M-3, B-H и B пропорционально, но фактически выплачивается только инвесторам в выпущенные и размещенные транши M-1, M-2, M-3 и B.

КРЕДИТНЫЕ СОБЫТИЯ И МОДИФИКАЦИИ

Модификации — случаи модификаций ипотечного кредита в рамках различных программ поддержки заемщиков, не приводящие к дефолту заемщика. В некоторых случаях заемщик может быть квалифицирован либо на списание части основного долга, либо на каникулы по выплате процентов. Мы не будем подробно описывать эти случаи.

Рисунок 2. Приоритет платежей и распределение потерь

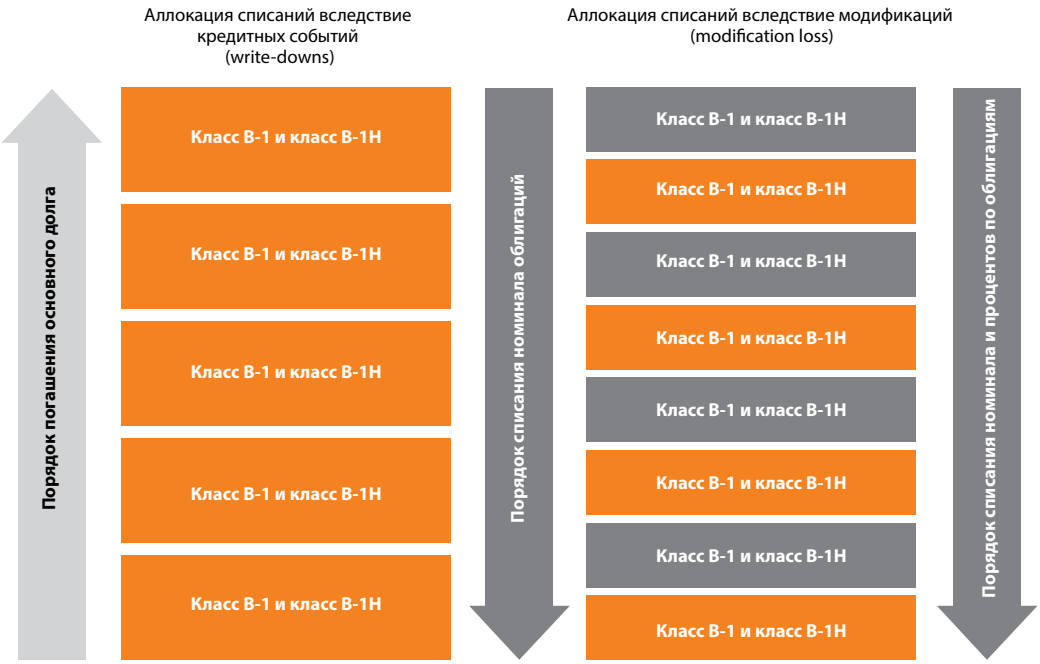
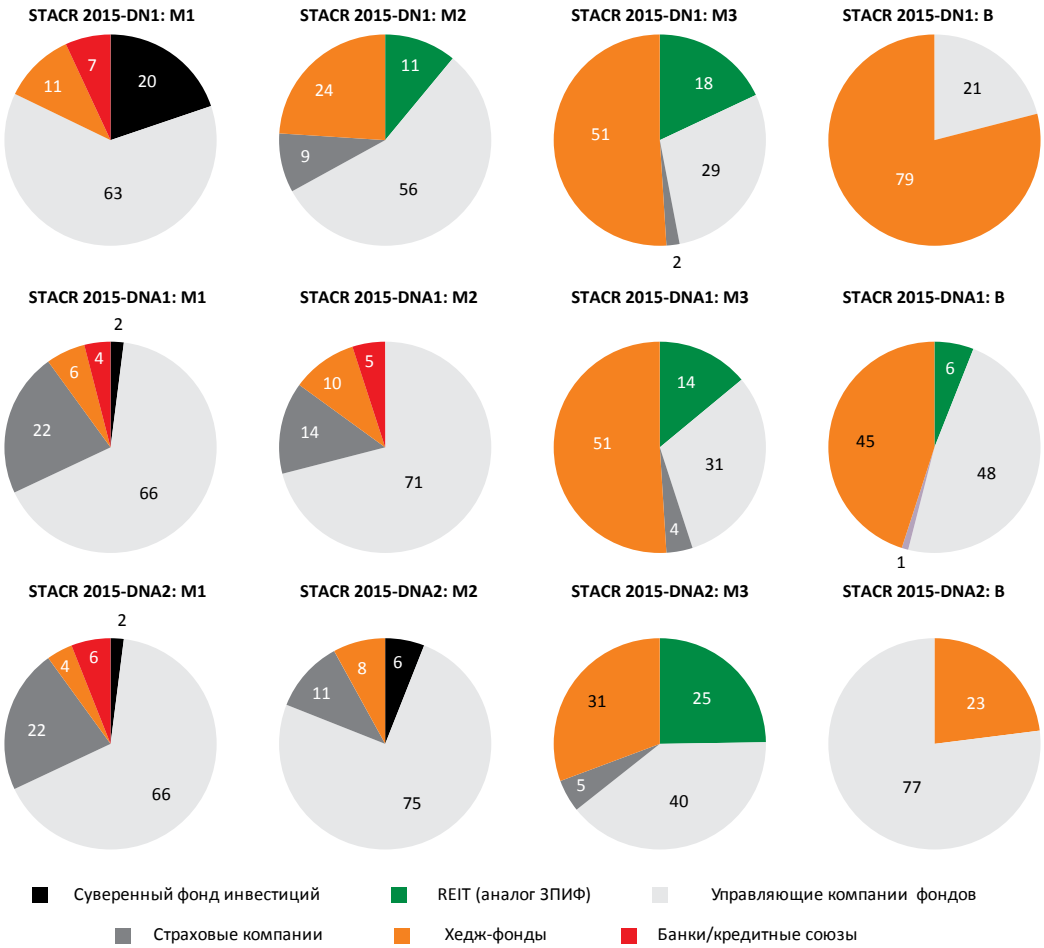


Рисунок 3. Примеры распределения инвесторов по траншам в предыдущих выпусках STACR



Кредитные события, при возникновении которых инвесторы могут потерять вложенные в облигации средства:

1) Просроченные на 180+ дней кредиты;

2) Кредиты, по которым произошел дефолт ранее 180 дней со дня просрочки, после чего кредитор по таким кредитам получил право на продажу залога от заемщика во внесудебном порядке.

В объем списаний (потерь), передаваемых инвесторам в облигации, включаются:

1) Разница между ценой реализации залога и размером кредита.

2) Просроченные проценты.

3) Расходы по реализации предмета залога, налоги, юридические расходы.

4) Расходы по поддержанию и консервации предмета залога до продажи.

5) Прощенный объем основного долга по модифицированному кредиту, ставшему дефолтным.

По модифицированным (не дефолтным кредитам) на инвесторов перекладывают дефицит процентных платежей.

Инвесторы в облигации не несут убытков в случае ошибок при андеррайтинге и обслуживании кредитов, а также в случаях, когда кредит перестает удовлетворять критериям включения в портфель (eligibility criteria).

РЕФЕРЕНТНЫЙ ПОРТФЕЛЬ И ИНФРАСТРУКТУРА

Успеху сделки способствовало качество референтного портфеля. Ипотечные кредиты референтного портфеля удовлетворяют следующим основным критериям:

1) Отсутствие исторических просрочек.
2) 100% стандартных 30-летних кредитов.
3) Отсутствие кредитов, выданных в рамках различных программ доступного жилья.
4) Отсутствие кредитов, гарантированных государством.
5) Отсутствие баллонных кредитов, только аннуитетные кредиты.
6) Отношение кредита к залогу находится в пределах 60–80%.

Кредиты продолжают обслуживать первоначальные андеррайтеры, а Freddie Mac контролирует качество обслуживания и мастер-сервисинг.

Freddie Mac предоставил подробнейшие исторические данные по статистике потерь, возмещения потерь, статистику модифицированных кредитов, винтажную статистику. Выгрузка данных доступна на уровне отдельного кредита. Инвесторам предоставили модели поведения прокси-портфеля. Все это способствовало успешному размещению выпуска.

Все облигации программы STACR удовлетворяют требованиям регулятора FINRA для включения в репортинговую систему TRACE (Trade Reporting and Compliance Engine). Информация по вторичным торгам доступна на сайте FINRA. Несколько компаний-брокеров являются маркет-мейкерами по облигациям STACR. Инвесторам в бумаги доступны модели для анализа кредитного риска в данном инструменте, включая модель на Bloomberg.

На сайте Freddie Mac можно найти подробную информацию о распределении типов инвесторов по каждому траншу. Структура инвесторской базы по предыдущим выпускам STACR показана на Рисунке 3.

РАЗВИТИЕ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОДДЕРЖКИ ИПОТЕКИ

Главной целью государственной поддержки ипотечного рынка США является сохранение бизнес-среды в ипотечных финансах при сокращении рисков государства.

Freddie Mac и Fannie Mae после кризиса 2008–2009 гг. продолжили выкупать ипотечные кредиты, удовлетворяющие критериям агентств. Благодаря этому ипотечный рынок в Америке не остался без рефинансирования. Он сохранился: крупные, средние и малые банки, кредитные союзы, ипотечные брокеры продолжают конкуренцию за заемщика, сокращая операционные издержки.

С помощью выпусков STACR государственный институт делится рисками потерь по ипотечным портфелям с инвесторами, предлагая рынку адекватную цену за риск и широкую линейку траншей по дюрации. Инвесторская база неоднородна: одним инвесторам, например, страховым компаниям, нужны надежные рейтингованные бумаги с конкретной дюрацией, другим, например хедж-фондам, интереснее более рисковые бумаги со значительной доходностью. Облигации STACR сумели удовлетворить аппетит разных категорий инвесторов.

Тот факт, что самый старший транш остается у Freddie Mac, позволяет предположить отсутствие инвесторского спроса на подобный актив. Вероятно, агентство не в состоянии предложить требуемую рынком премию за риск досрочных погашений в старшем транше и потому вынуждено удерживать старший транш на балансе.

Одной из причин subprime-кризиса в США была неполная, а порой и сфальсифицированная аналитическая информация, сопровождавшая частные ИЦБ (private label MBS). Размещая новые выпуски, агентство Freddie Mac обеспечивает инвесторов подробнейшей информацией по составу референтного портфеля и статистикой по дефолтам и ожидаемым потерям. Широкий спектр и глубина информации позволяют рынку принимать взвешенные решения при инвестировании.

Ипотечные агентства США создают пример лучших практик в раскрытии информации и работают над восстановлением доверия к рынку ИЦБ. Данный подход нашел позитивный отклик у частного капитала. Ипотечный рынок США вернулся к росту. С января 2014 г. объем выданных ипотечных кредитов устойчиво растет; годовой прирост объема выпуска агентских ипотечных ценных бумаг в 2015 г. составил 35%.