Леонид БЕЛЬЧЕНКО,
начальник
отдела долгового
финансирования,
Абсолют Банк

Револьверная структура для ипотечных ценных бумаг

В 2016 году в РФ было проведено 13 сделок ипотечной секьюритизации общим объемом (старшего финансирования) около 50 млрд руб. Для сравнения: в 2014 году было выпущено старших траншей ипотечных ценных бумаг на сумму около 180 млрд руб. Большая часть облигаций разошлась между тремя-четырьмя основными инвесторами на рынке ИЦБ или между самими оригинаторами. При этом для многих банков среднего размера секьюритизация ипотеки стала единственным способом включить новые выпуски облигаций в Ломбардный список Банка России. Таким образом, на рынке существует определенный дисбаланс: банки заинтересованы в рефинансировании своих портфелей через выпуск ИЦБ и готовы проводить новые сделки, а большая часть потенциальных покупателей смотрит на этот рынок с недоверием и предпочитает инвестировать в классические инструменты со схожим рейтингом, пусть и с меньшей доходностью.

ВЫПУСК И ПОКУПКА ИЦБ: МНЕНИЕ РЫНКА

Мы провели небольшой опрос среди инвесторов и оригинаторов, задав им несколько вопросов.

1) Почему вы покупаете/не покупаете ИЦБ?

Вот наиболее популярные ответы инвесторов, не покупающих ИЦБ:

– *Это слишком сложно и долго: нужно анализировать портфели закладных. Финансовые риск-подразделения нашего банка это плохо умеют, а подразделение по работе с розничными рисками и так перегружено текущей работой.*

– *Доходность и дюрация не определены. В сделках есть колл-опцион ипотечного агента, но его исполнение зависит от текущей рыночной конъюнктуры: если ставки пойдут вверх, то бумага «зависнет» на 15 лет.*

– *Отсутствует ликвидность. Если возникнет необходимость избавиться от бумаги, придется продавать ее с большим дисконтом.*

– Низкие ставки. Для нас предпочтительнее вложиться в ГЧП.

А вот что думают инвесторы, покупающие инструменты секьюритизации:

– Мы покупаем инструменты секьюритизации с целью вложения денежных средств в высококлассные активы, отличающиеся хорошим качеством и надежностью, при этом их доходность не уступает бумагам с более высоким кредитным риском.

– Нам нужен портфель облигаций с низким риском и дюрацией от трех лет. Секьюритизация дает премию к бумагам эмитентов с рейтингом BBB со схожей дюрацией.

– Бумаг оригинатора мало в рынке, и мы не готовы брать на себя длинный необеспеченный риск оригинатора. Секьюритизация дает возможность купить облигации понятного нам оригинатора, который имеет высокий рейтинг и очищен от проблемных активов.

– С ИЦБ ничего не случилось после дефолтов банков-оригинаторов, то есть структура работает.

2) Что вам не нравится в сделках секьюритизации?

Ответы банков-оригинаторов:

– Содержание ипотечного агента и подготовка сделки — дорогое удовольствие, по мере амортизации портфеля относительная стоимость инфраструктуры сильно возрастает.

– После размещения облигаций часть выпуска остается лежать на счете ипотечного агента, а мы несем расходы.

– Подготовка сделки требует больших операционных ресурсов банка.

– Через три года старший транш сравняется с младшим: капитал и активы, затрачиваемые на привлеченное финансирование, возрастают по мере амортизации старших облигаций.

Ответы основных инвесторов, покупающих ИЦБ:

– Нам хотелось бы, чтобы оригинаторы выкупали дефолтные закладные.

– Не хватает информационной прозрачности в сделках: зачастую тонкости умалчиваются и приходится вычитывать эмиссионную документацию, затрачивая на это много времени.

– Нам не хватает доступа к сервисным договорам. Для сделок с рейтингом это не столь острый вопрос, но в сделках без рейтинга это очень критично.

ПОИСК ЭФФЕКТИВНОЙ СТРУКТУРЫ

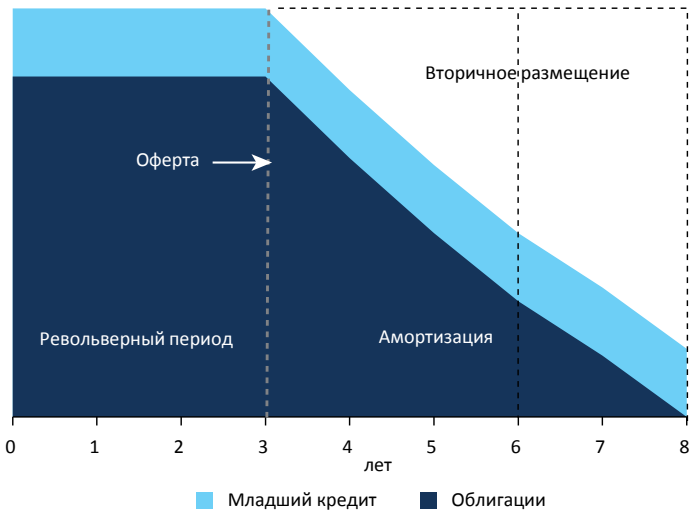
Можно ли создать структуру, которая подойдет некоторым «пугливым» инвесторам, удовлетворит якорных покупателей и снимет часть проблем оригинатора?

Возможным толчком для прихода новых инвесторов на рынок ИЦБ может стать изменение стандартной структуры ипотечных сделок, которая за десять лет уже стала классической. В 2016 году АИЖК предложило новую для РФ структуру в рамках проекта «Фабрика ИЦБ». Облигации, выпущенные в рамках «Фабрики ИЦБ», взвешиваются с пониженным коэффициентом риска и, очевидно, станут основным драйвером роста рынка ИЦБ в 2017 году. Тем не менее, на мой взгляд, этот инструмент имеет ограниченный потенциал для рыночных размещений из-за сложной формулы расчета доходности. Ряд инвесторов разрабатывает идею мультиоригинаторной сделки большого объема, которая за счет поддержки вторичного рынка большим количеством оригинаторов может решить одну из основных проблем ипотечных облигаций – проблему недостаточной ликвидности.

Другим вариантом улучшения структуры может стать пополняемая (револьверная) секьюритизация. В РФ такие сделки пока проводили только с неипотечными активами, за исключением ряда сделок, где револьверный элемент был реализован частично (ипотечный агент имел право приобретать закладные у оригинатора с целью замены дефолтных закладных).

Основная идея пополняемой секьюритизации в том, что до наступления определенных в решении о выпуске ИЦБ событий все поступления по закладным, которые относятся к основному долгу (включая резервирование дефолтных закладных и прочие перечисления на счет основного долга), направляются не на погашение облигаций, а на приобретение новых закладных, отвечающих заранее определенным критериям отбора. Действующая редакция Федерального закона «Об ипотечных цен-

Рисунок 1
Револьверная секьюритизация



ных бумагах» позволяет создавать пополняемые структуры.

Срочность облигаций для инвестора может быть определена через опционы на приобретение облигаций. После прохождения оферты облигации могут быть размещены на вторичном рынке на новый револьверный период до следующей оферты или в виде классических ИЦБ с ежеквартальной амортизацией. Период пополнения ограничивается определенным сроком (обычно в пределах трех-пяти лет), по истечении которого рейтинговое агентство должно еще раз внимательно проанализировать сделку и подтвердить, что пополняемый период может быть продлен.

Таким образом, можно создать условно бесконечную сделку с замещаемым портфелем закладных, входящих в ипотечное покрытие.

В итоге инвесторы получают бумагу с высоким рейтингом, которую значительно проще анализировать, чем стандартную ИЦБ. Фактически для инвестора это обли-

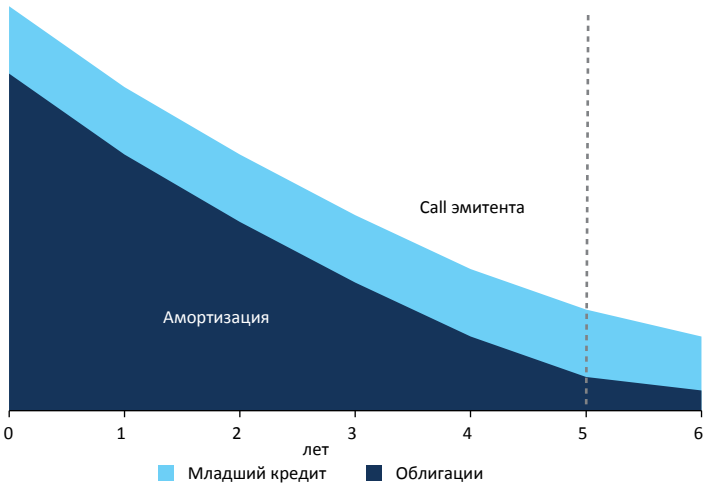


Рисунок 2
Классическая структура секьюритизации

гация полностью прозрачного ипотечного банка с высоким уровнем капитала, баланс которого ежеквартально полностью очищается от плохих активов. Инвесторам не обязательно моделировать поведение портфеля: доходность и срок зафиксированы, а кредитное качество подтверждено авторитетным рейтинговым агентством с большим опытом анализа секьюритизационных структур. Со времен первых сделок секьюритизации в РФ произошло несколько масштабных экономических кризисов, но ни общее ухудшение экономической ситуации, ни банкротство ряда банков-оригинаторов существенно не сказались на кредитном качестве ИЦБ, и инвесторы вернули все вложенные в ипотечные облигации средства в полном объеме.

ПРЕИМУЩЕСТВА И РИСКИ ПОПОЛНЯЕМОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

По сравнению с классическими амортизируемыми ипотечными бумагами револьверные ИЦБ имеют ряд преимуществ и в то же время несут в себе дополнительные риски, которые могут быть нивелированы вспомогательными структурными элементами.

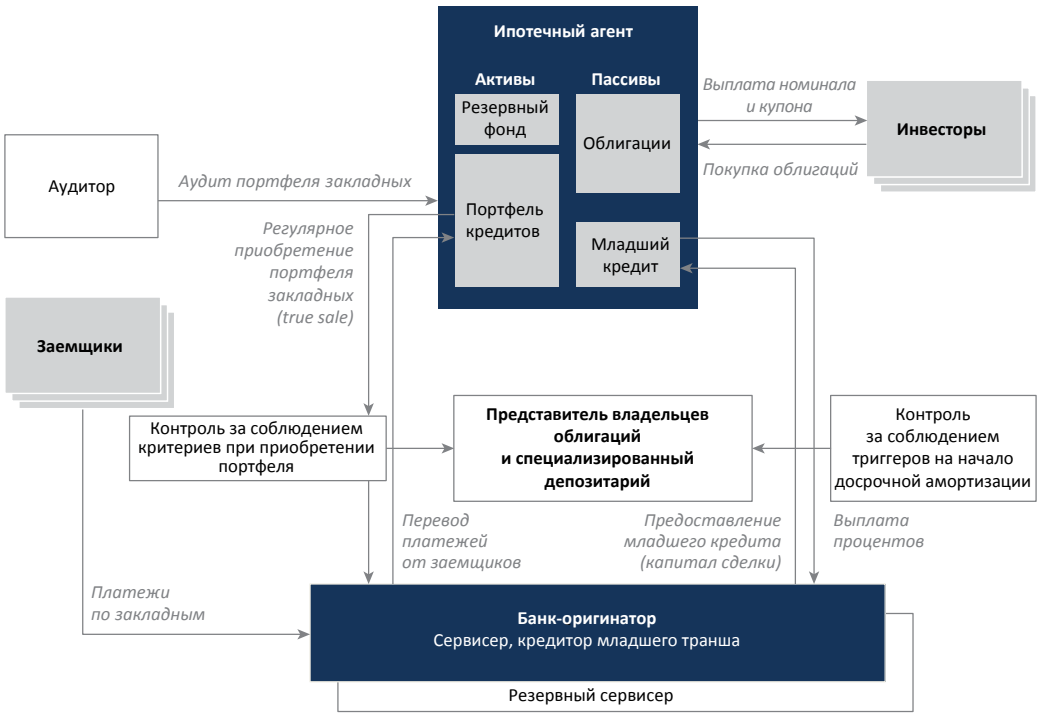
Преимущества для банков-оригинаторов:

1. Сокращение общей стоимости привлеченного финансирования за счет уменьшения первоначальных расходов (в процентном соотношении).
2. Сокращение операционных расходов за счет сокращения количества ипотечных агентов (часть ипотечного портфеля утилизируется действующими сделками).
3. Ритмичный процесс пополнения ипотечного покрытия.
4. Сохранение постоянной пропорции между старшим и младшим финансированием.
5. Возможность маркетирования облигаций среди более широкого круга инвесторов за счет упрощения расчетов.

Преимущества для инвесторов:

1. Фиксированный срок бумаги за счет опциона на приобретение ИЦБ в опреде-

Рисунок 3. **Основные участники сделки**



ленную дату позволяет точно планировать срок владения бумагой, денежные потоки и доходность.

2. Структура ежеквартально очищает баланс ипотечного агента от дефолтных кредитов.

3. Револьверная структура предполагает большую прозрачность для инвесторов для эффективного контроля за пополнением портфеля.

Риски для инвесторов, связанные с пополнением портфеля, и возможные пути их минимизации за счет структуры сделки:

1. *Сокращение ставок по новым кредитам вследствие рыночных факторов.* Может регулироваться за счет увеличения размера кредита на приобретение закладных от банка-оригинатора по согласованной с рейтинговыми агентствами формуле.

2. *Сознательное замещение портфеля низкокачественными кредитами.* Для снятия риска требуется жесткий внешний контроль за соблюдением всех условий сделки и текущего состояния портфеля со стороны независимых от банка-оригинатора участников сделки: представителя владельцев облигаций, специализированного депозитария, аудитора, расчетного агента и рейтингового агентства.

3. *Банкротство оригинатора, отказ от исполнения опциона или сознательное приостановление пополнения портфеля.* В этом случае структура начинает ускоренную амортизацию (все платежи идут исключительно на погашение облигаций и оплату инфраструктурных расходов). В решении о выпуске можно предусмотреть премию по ставке для инвесторов на период ускоренной амортизации по вине оригинатора.

Хорошо структурированная револьверная сделка будет обладать надежностью классических ИЦБ, будет более прозрачной и простой для инвесторов, анализирующих бумагу, и потребует меньших затрат от банка-оригинатора. При правильном маркетинге выпуска можно заметно расширить круг инвесторов и за счет этого увеличить ликвидность.

Новые структуры секьюритизации, в том числе сделки через «Фабрику ИЦБ» АИЖК и револьверные сделки, должны дать импульс к дальнейшему развитию рынка ипотечных облигаций, расширению круга инвесторов, а также появлению новых специалистов по секьюритизации.