Денис ГРИШУХИН,
директор подразделения «Секьюритизация», АИЖК

«Фабрика ИЦБ»: пилотная сделка и перспективы развития

28 декабря 2016 года состоялось первичное размещение пилотной сделки в рамках стратегической инициативы АИЖК «Фабрика ИЦБ», которая призвана стать действенным механизмом развития рынка ипотеки за счет обеспечения банков доступным фондированием. Объем пилотного выпуска составил 2.1 млрд руб., облигации выпущены под залог ипотечного портфеля Банка Жилищного Финансирования.

Структура выпуска в целом соответствует практике эмиссии Agency MBS в США. Основные особенности сделки по сравнению с традиционными структурами секьюритизации заключаются в следующем:

• облигации обеспечены солидарным поручительством АИЖК, выпуск также предусматривает обязательство АИЖК по выкупу из ипотечного покрытия всех дефолтных закладных;

• облигации являются однотраншевыми, без каких-либо структурных элементов кредитного усиления;

• облигации выпущены в рамках программы, позволяющей делать множество однотипных выпусков на основе единой рамочной документации;

• единым эмитентом по облигациям выступает дочерняя компания АИЖК — ООО «ИА «Фабрика ИЦБ»;

• сделка имеет сквозную (pass-through) структуру денежных потоков не только в части погашения номинальной стоимости облигаций, но и в части выплаты купонного дохода, выплата купона и частичное погашение номинальной стоимости облигаций осуществляются ежеквартально.

Остановимся подробнее на особенностях выпуска однотраншевых ипотечных ценных бумаг с поручительством АИЖК.

РАСЧЕТ КУПОНА ПО ОДНОТРАНШЕВЫМ ИЦБ

Если нефиксированный график амортизации, зависящий от поступлений в счет погашения основного долга по закладным, является уже давно привычным

для внебалансовых сделок ипотечной секьюритизации, то использование такого же принципа для расчета купонного дохода применяется впервые. Сам по себе расчет купона весьма прост и построен по стандартному принципу водопада, когда распределение процентных поступлений по пулу происходит в определенной последовательности до исчерпания суммы (см. Рисунок 1).

Стоимость поручительства и расходы на инфраструктуру устанавливаются на весь срок жизни облигаций, раскрываются в эмиссионной документации и в отчетах расчетного агента, что дает возможность инвестору сделать расчеты, необходимые для определения дюрации бумаги и ее доходности. В дальнейшем в рамках «Фабрики ИЦБ» планируется устанавливать максимальную величину наиболее значимых расходов, что повысит предсказуемость денежных потоков.

Таким образом, волатильность купонного дохода по облигациям определяется двумя основными факторами: колебаниями средневзвешенной ставки по кредитам, входящим в ипотечное покрытие, а также наличием в сделке некоторых расходов, выраженных в абсолютных величинах.

Изменения средневзвешенной ставки по кредитам обусловлены тем, что кредиты погашаются с неодинаковой скоростью. Несмотря на то, что разброс процентных ставок по закладным достаточно велик, высокая гранулярность пулов стабилизирует ставку по пулу. Это хорошо иллюстрируют исторические данные, представленные на Рисунке 2.

Наиболее значимые расходы, связанные с функционированием инфраструктуры сделки, выражены в процентном отношении к номиналу облигаций или пула и не создают волатильности ставки купонного дохода. Однако некоторые расходы выражены в абсолютных величинах (расходы на оплату услуг управляющей и бухгалтерской организаций, расчетного агента, биржи, ПВО), что приводит к снижению доходности по облигациям на конечном этапе жизни сделки, когда размер ипотечного покрытия значительно снижается. Для нивелирования этого эффекта планируется выставлять оферту по облигациям в точке, когда снижение доходности по облигациям становится значимым. В перспективе планируется все значимые расходы в рамках «Фабрики ИЦБ» перевести в относительное выражение.

Инвесторам следует также учитывать в расчетах, что величина первого купона по облигациям всегда меньше, чем величина последующих, так как в первый расчетный период оплачиваются единоразовые расходы, связанные с процедурой эмиссии облигаций.

ПОДДЕРЖКА АИЖК

Сделка обеспечена солидарным поручительством АИЖК, условия которого аналогичны уже существующим сделкам. Поручительство покрывает случаи просрочки исполнения эмитентом обязательств по выплате купона или погашению номинальной стоимости облигаций (включая частичное и досрочное погашение).

Однако в отличие от ранее размещенных сделок с поручительством АИЖК, в

Рисунок 1. Расчет купона по однотраншевым ИЦБ с поручительством АИЖК

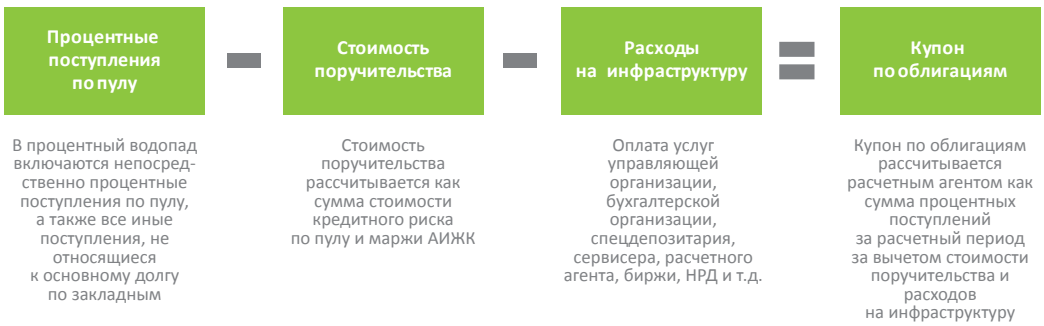
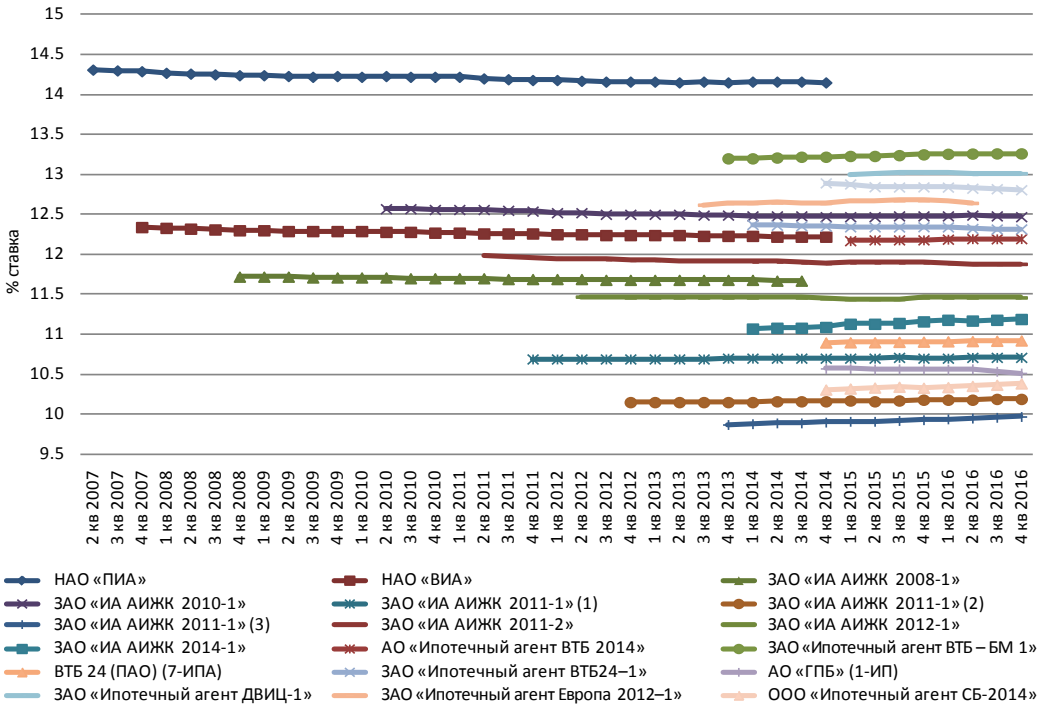


Рисунок 2. Средневзвешенная процентная ставка по закладным, входящим в ипотечное покрытие



Источник: АИЖК

данной сделке, как и во всех последующих в рамках «Фабрики ИЦБ», поддержка АИЖК выражается также в форме обязательства по выкупу из ипотечного покрытия всех дефолтных закладных в течение срока жизни сделки. Закладные выкупаются по номинальной стоимости плюс начисленные, но не выплаченные проценты, что полностью снимает кредитный риск с инвестора. Деньги, полученные ипотечным агентом от выкупа дефолтов, распределяются по водопадам в порядке, установленном условиями выпуска. Таким образом, для инвестора дефолт равнозначен полному досрочному погашению закладной.

Если АИЖК не выкупает хотя бы одну дефолтную закладную более трех месяцев, то, согласно условиям выпуска, владельцы облигаций получают право требовать их досрочного погашения. Это выступает дополнительной гарантией для инвесторов по выкупу АИЖК дефолтных закладных.

ОТСУТСТВИЕ КРЕДИТНОГО УСИЛЕНИЯ

Пилотная сделка в рамках «Фабрики ИЦБ» является первой на российском рынке однотраншевой внебалансовой ИЦБ, не имеющей структурных элементов кредитного усиления. Ранее в 2016 году уже выпускались внебалансовые ИЦБ с одним траншем, что было связано с изменением риск-веса младших траншей. Но все такие сделки имели кредитное усиление, призванное абсорбировать потери по входящим в пул кредитам. В сделках «Фабрики ИЦБ» все риски передаются АИЖК через выкуп дефолтов, поэтому необходимость в кредитном усилении отсутствует и оно не формируется.

Отсутствие кредитного усиления снимает с оригинатора риск возможных изменений банковского регулирования в отношении различных элементов структуры,

заменяющих младший транш и несущих первый риск. В частности, речь идет о возможном увеличении риск-веса при расчете норматива Н1 для субординированных кредитов и мезонинных траншей ИЦБ.

СТОИМОСТЬ ПОРУЧИТЕЛЬСТВА

Как уже указывалось, стоимость поручительства по сделкам «Фабрики ИЦБ» состоит из двух частей: стоимости риска и маржи АИЖК. Основной переменной в этой формуле является стоимость риска. Она рассчитывается индивидуально для каждого пула и может колебаться в широком диапазоне в зависимости от качества кредитов, входящих в состав пула, и результатов выборочной проверки.

Расчет стоимости поручительства осуществляется последовательно в трех модулях расчета:

• Макроэкономический модуль — состоит из модели нескольких ключевых макроэкономических показателей и модели процентной ставки спот для однолетних ОФЗ. Используется для генерации случайных макросценариев (не менее 1000).

• Модуль денежных потоков — комплекс моделей миграции денежных потоков по кредитным состояниям (просрочки, дефолта, досрочного погашения), модели потерь в случае дефолта и модели частичных досрочных возвратов. Используется для расчета денежных потоков в каждом макросценарии.

• Финансовый модуль — модуль обработки сценарных денежных потоков и вычисления экономических показателей по ипотечному пулу, включая ожидаемые потери, экономический капитал и стоимость поручительства.

Необходимо отметить, что важнейшими факторами, влияющими на стоимость риска в составе поручительства, являются сроки и эффективность процедур работы с дефолтными закладными. В целях контроля этих показателей в соответствующие договоры сервиса закладываются целевые значения, нарушение которых может привести к замене сервисного агента. В их числе средний срок инициирования судебного производства, средний срок судебного производства, средний срок исполнительного производства, средний срок реализации объектов недвижимости.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ПРОГРАММ ОБЛИГАЦИЙ

Пилотная сделка в рамках «Фабрики ИЦБ» была выпущена с использованием нового механизма эмиссии — программы облигаций с ипотечным покрытием. Изменения в ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах», дающие возможность использовать этот механизм, были приняты в конце 2015 года и впервые апробированы в дебютном выпуске. В рамках процедуры эмиссии Банк России зарегистрировал рамочную программу, позволяющую эмитировать до 20 выпусков облигаций на сумму до 30 млрд руб. Затем в рамках программы были зарегистрированы условия выпуска (вторая часть решения о выпуске), содержащие конкретные условия данного выпуска облигаций и сведения об ипотечном покрытии.

Каждый выпуск облигаций в рамках программы будет обеспечиваться отдельным ипотечным покрытием. Дополнительным средством защиты от смешивания разных ипотечных покрытий стал механизм запрета кросс-дефолта — еще одна новелла для регулирования ИЦБ. Данный механизм предусматривает, что требования кредитора или владельцев облигаций, не удовлетворенные за счет средств, полученных в результате реализации ипотечного покрытия при обращении на него взыскания, считаются погашенными.

ИНФРАСТРУКТУРА СДЕЛКИ

Инновационный подход был применен и в области инфраструктуры сделки. Проблемы, имевшие место в отдельных сделках секьюритизации в 2015–2016 годах, показали, что роль инфраструктуры зачастую недооценивается как рейтинговыми агентствами, так и инвесторами. Поэтому в рамках «Фабрики ИЦБ» были приняты меры для снижения рисков, связанных с функционированием инфраструктуры. Ипотечный агент, эмитирующий облигации, является дочерней компанией АИЖК, а функции управляющей и бухгалтерской организаций выполняют компании группы АИЖК. Это обеспечивает более эффективный контроль за деятельностью ипотечного агента и отсутствие необоснованных расходов. АИЖК является также расчетным агентом в сделке и резервным сервисным агентом (основной сервис осуществляется

оригинатором). Последнее особенно важно в свете имевших место случаев потери основных сервисеров в сделках секьюритизации и перехода функций основного сервиса к резервному сервисеру. Эти случаи показали, что резервный сервисер не является декоративной фигурой и от эффективности его работы иногда зависит судьба всей сделки.

ОСОБЕННОСТИ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Важно отметить особенности регулирования однотраншевых ИЦБ с поручительством АИЖК. В соответствии с Инструкцией Банка России № 139-И для таких бумаг установлен пониженный коэффициент риска в размере 20%. Таким образом, для банков, имеющих на балансе такие ИЦБ, нагрузка на капитал снижается. При продаже этих бумаг инвесторам их консолидация с оригинатором по МСФО не производится, что дает возможность распустить резервы. ИЦБ с поручительством АИЖК полностью соответствуют требованиям для включения в Ломбардный список Банка России, в котировальный список первого уровня и для инвестирования средств пенсионных накоплений.

С учетом перечисленных преимуществ АИЖК рассматривает облигации «Фабрики ИЦБ» как одно из наиболее перспективных направлений развития рынка секьюритизации. Для АИЖК реализация этой стратегической инициативы является основным направлением деятельности на рынке ипотечных ценных бумаг.

Мы рассчитываем активно расширять объемы эмиссии однотраншевых облигаций в рамках «Фабрики ИЦБ». В 2017 году планируется реализовать такие сделки с крупнейшими участниками рынка ипотечного кредитования на общую сумму до 110 млрд руб., а цель на среднесрочную перспективу — распространить этот механизм на большую часть российского рынка ипотечной секьюритизации. Для достижения этой цели мы планируем совместно с Банком России и заинтересованными министерствами совершенствовать нормативно-правовую базу, снимая ограничения на инвестирование средств ключевых групп инвесторов в облигации «Фабрики ИЦБ», дорабатывать параметры выпускаемых облигаций с учетом требований рынка, в том числе в части обеспечения большей предсказуемости денежных потоков, работать над повышением ликвидности, выполняя функции инвестора и маркет-мейкера. Планируется также повышать уровень стандартизации всех инструментов и процедур в рамках «Фабрики ИЦБ», разрабатывать меры по дальнейшему снижению стоимости и сроков подготовки сделок секьюритизации. Это позволит сформировать новый рынок однородных, высоколиквидных и надежных ипотечных ценных бумаг.

АГЕНТСТВО ИПОТЕЧНОГО ЖИЛИЩНОГО КРЕДИТОВАНИЯ

«ФАБРИКА ИЦБ» АИЖК

Новые возможности для банков по привлечению финансирования и снижению ставок по ипотечным кредитам:

Ликвидный инструмент долгового рынка	*Высокая ликвидность, включение в ломбардный список Банка России*
Высвобождение капитала	*Коэффициент риска 20% вместо 50-150% для закладных, сокращение резервов*
Налоговые выгоды	*Налог на прибыль в 15% по ипотечным ценным бумагам вместо 20% по ипотечным закладным*
Минимальный кредитный риск	*Кредитный риск покрывается за счет солидарного поручительства АИЖК, выкуп АИЖК дефолтных закладных*
Единый эмитент	*ООО «ИА «Фабрика ИЦБ»*
Короткие сроки выпуска	*До двух недель*

ВЫПУСК ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ НА ПРОГРАММНОЙ ОСНОВЕ

e-mail: FactoryRMBS@ahml.ru
тел.: +7 (495) 775-47-40
сайт: дом.рф

Реклама