Дмитрий ДОРОФЕЕВ,
старший менеджер в управлении секьюритизации, «ВТБ Капитал»

Коммерческие ипотечные ценные бумаги: то же лицо, только в профиль

CMBS (commercial mortgage backed securities) — ценные бумаги, обеспеченные коммерческой ипотекой. Их часто сравнивают с ипотечными ценными бумагами (ИЦБ), обеспеченными жилищными ипотечными кредитами. Последние хорошо известны российским банкам и инвесторам: за последние несколько лет жилищные ИЦБ были выпущены целым рядом банков-оригинаторов. Сформировался пусть небольшой, но устойчивый круг инвесторов, которые понимают специфику инструмента, способны проанализировать особенности структуры, провести оценку таких бумаг и на основе полученных данных принять квалифицированное инвестиционное решение. В отличие от ипотечных бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой, коммерческие ИЦБ по-прежнему являются новинкой для российского рынка, хотя о своем намерении выпустить подобные бумаги заявляли несколько банков.

CMBS VS. ИЦБ

В основе жилищных и коммерческих ИЦБ лежат кредитные требования. Это важная особенность таких бумаг, так как в повседневной практике под CMBS часто подразумевают бумаги, обеспеченные потоком арендных платежей. С точки зрения экономической сути это действительно так, однако с точки зрения типичной структуры CMBS обеспечением по облигациям выступают именно кредиты или займы, которые, в свою очередь, обеспечены залогом соответствующих объектов недвижимости. Потоки аренды (как и ее экономический эквивалент в жилищных ИЦБ — заработная плата заемщиков) являются экономическим обеспечением возврата кредитов.

Здесь уместно будет провести параллель между экономическим обеспечением по обоим видам бумаг — арендой и зарплатой. Очевидно, что и та, и другая колеблются в зависимости от экономического цикла, однако волатильность

аренды, как правило, гораздо выше. На российском рынке преобладают краткосрочные (годовые) арендные договоры, что несет с собой так называемый rollover risk, то есть риск снижения арендных ставок или вовсе увеличение доли вакантных площадей в случае кризиса. Заработная плата (по крайней мере, если говорить о «белой» ее части) в российских реалиях гораздо менее подвержена риску абсолютного снижения в кризис, хотя ее rollover risk, а попросту говоря, риск потери заемщиком работы, также высок.

Для понимания сходства и различий двух ипотечных инструментов необходимо рассмотреть сходства и различия самих объектов залога — жилых домов и квартир для ИЦБ против объектов офисной, торговой, промышленной, складской недвижимости, отелей, баров, ресторанов и так далее в случае с CMBS. Как мы видим, существует гораздо больше видов коммерческой недвижимости, чем жилой. Такая гомогенность отражается и в методологиях оценки жилищных ИЦБ, которые полагаются на среднестатистические характеристики пулов ипотечных кредитов. Как правило, секьюритизируются тысячи, если не десятки тысяч таких кредитов, так что индивидуальные особенности каждого из объектов залога и динамику цен на каждый из них можно аппроксимировать по среднерыночным данным. В сделках CMBS даже на самом большом рынке — в США — секьюритизируются, как правило, от нескольких сотен до нескольких тысяч кредитов. Существуют также так называемые single object CMBS, когда залогом по ипотечному кредиту выступает один-единственный объект. Кроме того, отдельные сегменты рынка коммерческой недвижимости могут иметь очень различную динамику, именно поэтому в такие сделки разумно объединять схожие типы недвижимости. Таким образом, анализ отдельных объектов залога будет иметь гораздо большее значение для рейтинговых агентств и инвесторов в CMBS, чем для покупателей жилищных ИЦБ.

Нельзя забывать и о различной склонности к дефолту у заемщиков по жилищным и коммерческим ипотечным кредитам. Если у первых объектом залога, как правило, выступает единственное жилье, потеря которого может стать огромным эмоциональным потрясением для заемщика и его близких, то для вторых мотивация к обслуживанию долга несет исключительно коммерческую подоплеку.

РЕЙТИНГОВАНИЕ ИЦБ VS. CMBS

В сжатом виде подходы рейтинговых агентств к рейтингованию ИЦБ и CMBS сводятся к следующему: в обоих случаях анализируется способность обслуживать находящийся в залоге по облигациям долг. Сравниваются его величина и стоимость недвижимости — соотношение кредит/залог, а также потоковые показатели — Debt Service Coverage Ratio (DSCR) для CMBS и соотношение Debt-To-Income для ИЦБ. Важно понимать экономическое родство обоих инструментов.

На этом сходства, пожалуй, заканчиваются, и начинаются различия. Так, для определения стоимости недвижимости рейтинговые агентства не используют данные из отчетов об оценке или данные по рынку, а рассчитывают дисконтированную сумму ожидаемых арендных потоков. Затем эти потоки стресс-тестируют для определения того, какой объем долга соответствующего уровня рейтинга выдержит данный объект или группа объектов.

Стоит отдельно отметить существенные различия в профиле погашения обоих инструментов.

Для российских ипотечных кредитов характерны фиксированная ставка и аннуитетное погашение с правом досрочного погашения долга заемщиком. Из-за этого расчет дюрации и доходности облигаций при заданной цене имеет вариативный характер, что осложняет анализ и прайсинг таких инструментов.

Кредитные договоры под залог коммерческой недвижимости, как правило, имеют заранее определенный график погашения, причем досрочное погашение часто сопровождается штрафом.

Соответственно, коммерческие ИЦБ имеют гораздо более стабильный профиль погашения, и с этой точки зрения они проще для инвестиционного анализа.

ЦЕЛЬ ВЫПУСКА ИЦБ VS. CMBS

В случае с жилищными ИЦБ рассуждать о целях выпуска можно только с точки зрения банка-оригинатора. К таким целям можно отнести снижение стоимости фондирования, передачу рисков инвесторам, разгрузку баланса и другие. Заемщики по программам жилищной ипотеки не получают (если говорить о конкретной сделке, а не о рынке в целом) преимуществ в фондировании, которые появляются в результате выпуска бумаг.

Для CMBS, помимо мотивации банка, выдавшего кредит, есть и существенная мотивация заемщика — собственника недвижимости. Сделка CMBS может предполагать рефинансирование существующей, часто более дорогой задолженности. Преимущества от такого рефинансирования получает собственник недвижимости.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Наблюдаемая в последний год тенденция к изменению регулирования ЦБ РФ в пользу публичных рынков капитала против банковского финансирования (достаточно упомянуть уже принятые и планируемые ограничения объемов банковских депозитов и ценных бумаг в активах пенсионных фондов в пользу увеличения доли облигаций) приводит к тому, что публичные рынки капитала становятся более привлекательными по сравнению с банковским кредитом.

Эта тенденция может привести в конечном итоге к выпуску и последующему росту объемов CMBS на российском рынке.