Ольга КУРНАЕВА,
вице-президент по секьюритизации, управление инвестиционно-банковских операций, Райффайзенбанк

Ксения ПОЛЯКОВА,
ведущий специалист по секьюритизации, управление инвестиционно-банковских операций, Райффайзенбанк

Case study сделки ИА Абсолют 4. Инновации в ипотечных сделках секьюритизации

В сентябре 2016 года была успешно закрыта четвертая сделка Абсолют Банка по секьюритизации ипотечных активов, в которой Райффайзенбанк выступал в качестве организатора, банка счета, расчетного агента. Сделка структурирована и реализована с рядом новаций. В частности, предусмотрен механизм параллельной и пропорциональной погашению облигаций амортизации младшего долга. Эта новация может в дальнейшем стать драйвером повышения инвестиционной привлекательности облигаций с ипотечным покрытием.

ИА АБСОЛЮТ 4: КЛЮЧЕВЫЕ НОВАЦИИ

Абсолют Банк является крупным игроком российского ипотечного рынка, входящим в топ-10 ведущих ипотечных банков России, с долей участия 15% по состоянию на конец 2015 года. Ранее, в 2013–2014 годах, банк успешно закрыл три сделки ипотечной секьюритизации. В 2016 году состоялась четвертая.

С одной стороны, последняя сделка представляет собой классическую ипотечную секьюритизацию, однако есть существенное структурное отличие — нестандартное использование механизма амортизации младшего долга. Объем облигаций, выпущенных ООО «Ипотечный агент Абсолют 4», составил 4 964 млн руб. Размер резервного фонда специального назначения — 4.7%. Высокое качество ипотечного портфеля, уровень кредитной поддержки и инвестиционный рейтинг облигаций (Baa3 по Moody's) позволили разместить ипотечные бумаги с переподпиской по ставке купона в размере 9.85% годовых. Рынок оценил размещение ипотечных бумаг ИА Абсолют 4 достаточно

положительно. Интерес к облигациям проявили не только традиционные игроки (такие как АИЖК и НПФы), но и новые инвесторы.

Главной особенностью структуры сделки стало использование механизма погашения младшего долга (субординированного кредита, предоставленного оригинатором для целей оплаты части покупной цены закладных) до погашения облигаций.

Согласно решению о выпуске облигаций, начиная с пятой даты выплаты, с учетом соблюдения условий амортизации, младший долг начинает погашаться параллельно с облигациями.

Прописанная в решении о выпуске формула амортизации младшего долга

СК1 = (∑ДСО + ARAA + CRAA - PAA + M) · СКр / (СКр + НОМр)[1]

предусматривает, что основной долг, полученный эмитентом за расчетный период и направляемый им на досрочное погашение облигаций и младшего долга, распределяется в пропорции, установленной на дату окончания размещения облигаций.

Этот механизм является инновационным с точки зрения подхода к вопросу амортизации младшего долга. Раньше в сделках секьюритизации амортизация младшего долга до погашения облигаций была возможна только за счет процентных поступлений по портфелю. Оригинатор на основе информации, полученной от расчетного агента, самостоятельно определял сумму, которую он бы хотел направить на частичное досрочное погашение младшего долга, и сумму, которую планировал получить в виде процентного дохода по младшему долгу. Механизм, реализованный в сделке Абсолют Банка, позволяет использовать для погашения субординированного кредита денежные средства из поступлений по основному долгу, а избыточный спред направлять на выплату дохода по субординированному кредиту.

Такой подход позволил банку-оригинатору привлечь финансирование на более длинный по сравнению с другими сделками секьюритизации срок (дюрация бумаги выросла на 0.7 года) на выгодных условиях, избежать существенного переобеспечения по облигациям к дате их погашения и разгрузить капитал банка за счет снижения размера необходимого резервирования в связи с амортизацией младшего долга в течение жизни облигаций.

Реализованная схема амортизации является не только выгодной для оригинатора, но и безопасной для инвесторов. Во-первых, в сделке предусмотрены жесткие триггеры, при срабатывании которых амортизация останавливается (прежде всего, это наличие дефицита основного долга, несоблюдение требований к размеру дефолтных закладных в портфеле, а также замена сервисного агента). Во-вторых, не происходит снижение залогового обеспечения в течение жизни облигаций ниже ранее утвержденной субординации. Кроме того, в сделке применен консервативный подход к погашению, при котором размер амортизации младшего долга рассчитывается не на основе ее текущего уровня, а исходя из субординации, утвержденной на дату размещения. Таким образом, погашение субординированного кредита происходит более медленными темпами, чем погашение облигаций.

МЕХАНИЗМ РЕВОЛЬВЕРА КАК ФАКТОР ПОВЫШЕНИЯ СПРОСА

Как было отмечено выше, выпуск ИА Абсолют 4 вызвал интерес различных инвесторов. Однако в целом рыночная практика такова, что в большинстве подобных сделок ключевыми инвесторами остаются пенсионные фонды. В некоторой степени это говорит о невысокой популярности данного сегмента рынка.

В настоящий момент основным камнем преткновения для инвесторов является низкая ликвидность облигаций с ипотечным покрытием. В то же время ряд инвесторов считает покупку ипотечных бумаг нецелесообразной из-за высоких нормативов нагрузки на капитал и низкого спреда к кривой ОФЗ в сравнении, например, с кратко- и среднесрочными

[1] Пункт 17.6 решения о выпуске ипотечных ценных бумаг общества с ограниченной ответственностью «Ипотечный агент Абсолют 4» (зарегистрировано Банком России 20 сентября 2016 года, государственный регистрационный номер 4-01-36524-К).

облигациями банков первого эшелона. Существенные недостатки облигаций с ипотечным покрытием — амортизационное погашение их номинальной стоимости (причем с нефиксированным графиком) и невозможность четко определить суммы и сроки погашения облигаций, а значит, и их доходность к погашению. Все эти факторы делают ипотечные облигации менее привлекательными для широкого круга инвесторов.

Еще один сдерживающий фактор развития рынка — недостаточная информированность инвесторов об особенностях ипотечных облигаций, их преимуществах перед корпоративными бумагами, нехватка консультационной помощи при проведении анализа ИЦБ.

В этой связи повышение ликвидности вторичного рынка ипотечных ценных бумаг, привлечение локальных и иностранных инвесторов на этот рынок представляются обязательными условиями развития ипотечной секьюритизации.

На наш взгляд, один из вариантов достижения инвестиционной привлекательности таких облигаций — использование механизма револьвера в сделках ипотечной секьюритизации. В этом случае платежи по основному долгу идут не на погашение обеспеченных бумаг, а на дополнение портфеля активов новыми кредитами, что позволяет удлинить срочность сделки от одного года до нескольких лет. Более того, график погашения становится прозрачнее на период действия револьвера и дает возможность для более точного расчета доходности по бумаге к моменту оферты. Поскольку любая сделка секьюритизации требует довольно значительных первоначальных расходов, удлинение срочности сделки может существенно уменьшить общую годовую стоимость привлечения. Однако этот механизм несет в себе некоторые риски. Такие структуры, как правило, требуют дополнительного повышения кредитного качества за счет увеличения субординированного финансирования ипотечного агента. Этих рисков можно избежать, если изначально правильно проанализировать и структурировать портфель кредитов, установить стоп-триггеры для пополнения портфеля, а также обеспечить контроль над механизмом регулярного пополнения пула, который, на наш взгляд, должен осуществляться на стороне представителей владельцев облигаций или специализированного депозитария.

По окончании револьверного периода эмитент совместно с оригинатором должны предусмотреть оферту на выкуп облигаций. В ходе оферты инвестор может обратно продать бумагу ипотечному агенту во избежание рисков, которые могут возникнуть в связи с началом нефиксированного амортизационного погашения.

В настоящее время в России механизм револьвера в основном применяется в отношении секьюритизации неипотечных активов. Так, например, сделка секьюритизации автокредитов Кредит Европа Банка 2015 года была реализована через СФО с использованием залоговых счетов, открытых в нескольких банках, а также механизма револьвера.

Как показывает западная практика, ипотечные сделки с применением револьвера имеют место и достаточно успешно реализовываются. В современных экономических условиях для поддержания конкурентной среды на рынке ипотечной секьюритизации в нашей стране необходимо рассматривать механизмы различной сложности, в том числе механизм револьверного пополнения портфеля.

ДЛЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО БИЗНЕСА

АО «РАЙФФАЙЗЕНБАНК»
на рынке секьюритизации

+ 7 (495) 721 99 00
www.raiffeisen.ru

Райффайзен БАНК | Разница в отношении

Мы предоставляем полный спектр услуг в рамках сделок секьюритизации:

- Структурирование сделок
- Биржевое размещение выпускаемых ценных бумаг
- Фондирование в форме бридж-кредита и warehouse
- Сопровождение в качестве банка счета, расчетного агента, спецдепозитария ипотечного покрытия
- Другие услуги в рамках сделок

Опытная команда международной группы Raiffeisen

Реклама.