Игорь Русанов,
вице-президент,
начальник департамента
рынков капитала Газпромбанка

В 2007 году на внутреннем рынке будет предложено ИЦБ на сумму 20–30 млрд рублей

Газпромбанк (ГПБ) разместил для Банка «СОВФИНТРЕЙД» и рублевые облигации с ипотечным покрытием, и обеспеченные ипотекой евробонды. Какие задачи решает каждый из этих выпусков?

С начала 2005 года «СОВФИНТРЕЙД» (СФТ) начал активно позиционироваться и функционировать как ипотечный банк — оператор вторичного рынка ипотечного кредитования, выступая в роли покупателя пулов ипотечных кредитов, выданных банками и организациями — операторами первичного рынка ипотечного кредитования, непосредственно работающими с конечными заемщиками.

К настоящему моменту СФТ рефинансировал, то есть приобрел у операторов первичного рынка ипотечного кредитования, ипотечные активы на сумму более 17 млрд руб. Газпромбанк финансировал, финансирует и будет продолжать финансировать рост бизнеса СФТ. Вместе с тем, мы считаем, что существующий на Западе рынок ипотечных ценных бумаг и очень быстро формирующийся российский рынок представляют привлекательный источник дополнительного финансирования этого роста. Возможно, что в недалекой перспективе они станут основным источником его финансирования.

Есть ли для ГПБ маркетинговый эффект от проведения этих сделок?

Развитие операций на рынке ипотечных ценных бумаг является одним из приоритетных направлений развития нашего бизнеса. Мы уверены, что выпуск ипотечных ценных бумаг будет представлять интерес для широкого круга российских эмитентов, и готовы предложить им свои услуги по организации таких выпусков как на российском, так и на международном рынке.

В результате реализации сделок по выпуску рублевых облигаций с ипотечным покрытием и обеспеченных ипотекой евробондов Газпромбанк приобрел уникальный опыт, который позволит максимально эффективно структурировать и реализовать данные сделки для наших клиентов. Успешное завершение данных сделок является свидетельством высокого уровня профессионализма нашей команды и будет способствовать развитию наших операций на данном рынке.

На спрос каких групп инвесторов вы рассчитывали в случае внешней и внутренней секьюритизации? Каковы итоги размещения?

Традиционно инвесторская база по ценным бумагам, обеспеченным активами, несколько отличается от

инвесторской базы по корпоративным долговым инструментам. Основным отличием является более активное участие банков и институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды и страховые компании. При размещении как внутреннего, так и международного выпуска бумаг для «СОВФИНТРЕЙДа» кроме высокого интереса со стороны банков мы рассчитывали на повышенный интерес со стороны именно институциональных инвесторов.

Мы считаем, что это инструмент, который им идеально подходит, в частности, потому что у него довольно длинный срок обращения. Бумаги с аналогичным сроком обращения выпускают только крупнейшие стратегические компании, и все, кто хотел одолжиться, уже одолжился, а инструменты для вложения фондам нужны.

Кроме того, это амортизируемая бумага: те же пенсионные фонды должны выплачивать пенсии на регулярной основе, и ожидаемый регулярный поток входящих средств от бумаг СФТ очень хорошо ложится, с моей точки зрения, на их структуру баланса.

При размещении внутреннего выпуска мы рассчитывали на интерес иностранных инвесторов к данным ценным бумагам: в ходе проведения road show по Москве в конце ноября — начале декабря и российские банки, и дочерние структуры иностранных банков проявили интерес к облигациям с ипотечным покрытием «СОВФИНТРЕЙДа». В целом, наши ожидания относительно структуры инвесторской базы по внутреннему выпуску оправдались. В результате размещения 60% выпуска облигаций с ипотечным покрытием было размещено среди банков, спрос со стороны управляющих активами составил 28%. В размещении также приняли участие инвестиционные компании, негосударственные пенсионные фонды и страховые компании.

Следует заметить, что в настоящий момент участие пенсионных фондов в размещении облигаций с ипотечным покрытием на российском рынке в значительной степени ограничено законодательно. Пенсионные фонды могут инвестировать пенсионные накопления только в облигации с ипотечным покрытием, включенные в высший котировальный список одной из бирж. Ипотечные облигации СФТ на сегодняшний день не могут попасть в высшие котировальные списки бирж в связи с тем, что требования ФСФР, предъявляемые к бумагам, которые могут быть включены в высшие котировальные списки бирж, сформированы для корпоративных заемщиков. В частности, заемщик должен существовать не менее трех лет и иметь аудированную отчетность за три года. Очевидно, что такое требование в принципе неприменимо к SPV, которое является эмитентом ИЦБ и создается специально под выпуск этих бумаг. Предполагаю, что соответствующие изменения в законодательство будут внесены ФСФР уже в ближайшее время.

Кроме того, ипотечные ценные бумаги представляют интерес и для Агентства по страхованию вкладов (АСВ). Руководитель АСВ говорил в одном из своих интервью о том, что они внесли в свою инвестиционную декларацию изменения, позволяющие инвестировать в ипотечные ценные бумаги (ИЦБ), и АСВ будет инвестировать в эти бумаги. Правда, в 2006 году у АСВ нет возможности инвестировать в ИЦБ, так как инвестиционная декларация должна быть предварительно одобрена Минфином.

Что касается международного выпуска, то его маркетинг проводился среди широкого круга европейских инвесторов, включающего банки, управляющие компании и хедж-фонды. При размещении бумаг значительный спрос (63% от объема выпуска) был предъявлен со стороны банков. Доля участия управляющих активами составила около 31%.

Расскажите про структуру бумаг «ГПБ-Ипотека», размещаемых на российском рынке.

Ипотечные облигации ОАО «ИСО «ГПБ-Ипотека» — это первые облигации, выпущенные по российскому праву, структура которых максимально приближена к структуре бумаг, традиционно размещаемых на развитых рынках капитала при секьюритизации активов, то есть к структуре так называемых бумаг, обеспеченных активами (Asset-Backed Securities, ABS).

Такие бумаги отличаются от обычных корпоративных облигаций тем, что источником выплаты дохода по ним является портфель финансовых активов (кредитов, денежных прав требования и т. п.), а не доходы, генерируемые какой-либо производственной или иной бизнес-деятельностью эмитента. Этот портфель активов также является и обеспечением по выпущенным бумагам.

Облигации «ГПБ-Ипотеки» — это облигации, источником погашения которых является портфель из примерно 6000 закладных, удостоверяющих права требования по кредитам, предоставленным частным лицам под залог жилой недвижимости. Все эти закладные находятся в залоге у инвесторов в облигации «ГПБ-Ипотеки». Само ОАО «ИСО «ГПБ-Ипотека» по закону не может вести никакой деятельности кроме получения доходов по данному портфелю закладных и направления полученных таким образом средств на выплату дохода по его облигациям и погашение этих облигаций. Таким образом, структура облигации «ГПБ-Ипотеки» является классической структурой pass-through. Структура pass-through (от англ. «проходить через») означает, что эмитент не ведет никакой своей деятельности, он фактически является неким балансом, через который входящие деньги выплачиваются инвесторам. Структура pass-through — это просто «проходной баланс»: эмитент деньги получил, проценты заплатил, а остаток выплачивает в погашение долга.

>>> Для нашей сделки мы получили от юридических фирм, работавших над сделкой, достаточный уровень юридического комфорта, чтобы прийти к выводу о несущественности риска ее расторжения. <<<

Портфель закладных, являющихся источником средств для обслуживания и погашения облигаций «ГПБ-Ипотеки», был приобретен ею у СФТ, который является в классической терминологии, принятой для сделок по секьюритизации, инициатором сделки. К сожалению, в России вместо этого корректного перевода английского слова originator чаще употребляется калька «оригинатор».

Говоря о структуре сделки, нельзя обойти вниманием и принципиальный для любой секьюритизации вопрос о «чистоте продажи» активов, в нашем случае — портфеля

закладных. Вопрос, собственно, состоит в следующем: не может ли продажа портфеля закладных «ГПБ-Ипотеке» быть кем-то оспорена, и не может ли впоследствии сделка купли-продажи быть признана недействительной, а портфель закладных возвращен продавцу, то есть СФТ. И хотя в рамках действующего российского законодательства такой риск полностью исключить нельзя, для нашей сделки мы получили от юридических фирм, работавших над сделкой, достаточный уровень юридического комфорта, чтобы прийти к выводу о несущественности риска ее расторжения.

Почему в российской сделке бумаги не разделяются по траншам?

Выпуск нескольких серий облигаций, обеспеченных одним и тем же портфелем финансовых активов, но субординированных по отношению друг к другу (разделение на транши), традиционно используется для дополнительного повышения кредитного качества «старших» траншей. Например, в нашей международной сделке выпущено три транша облигаций.

Хотя законом «Об ипотечных ценных бумагах» и предусмотрена такая возможность, в рамках российского законодательства эта конструкция работает не совсем правильно. Дело в том, что облигация в российском праве — это безусловное обязательство эмитента своевременно и полностью выплачивать все причитающиеся по облигации купоны и в конце срока обращения ее погасить. Если по облигациям не платятся проценты, то это дефолт, и если в конце срока погашения облигация не будет погашена, это тоже дефолт.

Выпустив два транша облигаций и оговорив в их условиях, что средства, которые приходят «ГПБ-Ипотеке», направляются в первую очередь на исполнение обязательств по старшему траншу, а оставшиеся после этого средства направляются на исполнение обязательств по младшему траншу, «ГПБ-Ипотека» теоретически могла оказаться в такой ситуации, что по старшему траншу все обязательства исполнены, а по младшему траншу часть обязательств не выполнена. В этой ситуации младший транш облигаций оказался бы в дефолте, и держатели младшего транша облигаций могли бы потребовать банкротства всей компании. То есть ситуацией управляли бы держатели младшего транша, они бы диктовали условия держателям старшего транша, а не наоборот.

Однако считаю необходимым упомянуть, что фактически эмиссия ценных бумаг, произведенная «ГПБ-Ипотекой», разделена на два транша — старший и субординированный. Только младший (субординированный) транш выпущен не в виде облигаций, а в виде привилегированных акций. Держатели этих привилегированных акций сформировали у «ГПБ-Ипотеки» денежный резервный фонд в сумме, составляющей 15% от объема выпущенных облигаций, или 450 млн рублей. Данный фонд является неамортизируемым.

Размер резервного фонда — не менее 15% от суммы выпуска — был продиктован рейтинговым агентством Moody's при присвоении им рейтинга ипотечным бумагам «ГПБ-Ипотеки». Этот дебютный выпуск российских ипотечных ценных бумаг получил от агентства Moody's рейтинг Baa2, соответствующий рейтингу рублевых долговых обязательств российской федерации, то есть ГКО-ОФЗ.

Портфель закладных, входящих в состав покрытия, был приобретен «ГПБ-Ипотекой» у «СОВФИНТРЕЙДа». Есть ли у «СОВФИНТРЕЙДа» собственная сеть региональных операторов, через какие структуры «СОВФИНТРЕЙД» производил выкуп закладных у региональных банков?

Региональная сеть СФТ на сегодняшний день насчитывает 77 региональных операторов, действующих в шестидесяти регионах РФ, которые выкупают закладные у первоначальных кредиторов — региональных банков, которые, в свою очередь, выдают кредиты физическим лицам по правилам, установленным СФТ. Региональные операторы СФТ заново проверяют, насколько эти кредиты соответствуют заданным стандартам (соответствие качества заемщика, качества обеспечения, вплоть до формата закладной). Если кредит, который предлагает региональный банк, соответствует требованиям СФТ, то оператор его покупает.

Затем региональный оператор перепродает эти кредиты СФТ, но продолжает предоставлять сервисное обслуживание по этим кредитам. В частности, региональные операторы ведут работу с заемщиками, следят за своевременностью выплат по кредитам. Если возникают проблемы с заемщиком, оператор идет к нему, стучится в дверь и говорит: «Парень, заканчивай пить — пора платить». Если же заемщик не может платить по каким-то причинам, и нужно квартиру продавать и заемщика выселять, все это также делает региональный оператор.

Сколько времени у вас заняли структурирование и реализация российской сделки?

Мы активно и вплотную занялись структурированием российской сделки в феврале 2006 года. Много времени заняло исполнение формальных требований законодательства, включая регистрацию ипотечного агента (SPV) в форме открытого акционерного общества, эмиссию его обыкновенных и привилегированных акций, получение необходимых одобрений от Федеральной антимонопольной службы, подготовка и регистрация проспекта эмиссии облигаций, соблюдение требований к раскрытию информации, установленных на российском рынке ценных бумаг.

10 ноября 2006 года облигации были размещены по закрытой подписке. Если бы бумага была размещена по открытой подписке на аукционе, с ней нельзя было бы совершать сделки до момента регистрации отчета об итогах выпуска, что, в свою очередь, занимает от двух недель до полутора месяцев. Мы посчитали, что так делать не стоит, т. к. инструмент совершенно новый, и блокировать бумагу даже на небольшой период — это неправильно. Инвестор должен чувствовать себя абсолютно комфортно. У него должен быть инструмент, который он может в любой момент продать, если ему это будет нужно, обменять, рефинансировать.

Закрытой подпиской мы достигли того, что де-юре получилась полностью законченная бумага, готовая ко вторичному обращению. Всегда есть юридический риск того, что после размещения бумаги отчет не будет зарегистрирован, эмиссия будет аннулирована. На сегодняшний день подобных юридических рисков нет. 20 декабря бумага была полностью продана инвесторам на аукционе на ММВБ, на данный момент она является свободно обращающимся инструментом на биржевом и внебиржевом рынках.

Если сравнивать две эти сделки (выпуск ИЦБ в России и за рубежом), с какими сложностями вы столкнулись при структурировании каждой из них?

Основной проблемой при структурировании международной сделки по секьюритизации закладных «СОВФИНТРЕЙДа» была разработка структуры сделки, обеспечивающей эффективное разделение валютных и процентных рисков между эмитентом и инвесторами. В результате было разработано решение, позволяющее максимально переложить данные риски на инвесторов, обеспечив при этом коммерческую эффективность сделки для эмитента.

В отношении сделки по выпуску облигаций с ипотечным покрытием на российском рынке основная сложность, безусловно, состояла в том, что необходимые структурные элементы сделки приходилось конструировать с помощью инструментов российского законодательства, что ввиду его несовершенства представлялось весьма сложной задачей. Тем не менее, мы нашли решения, позволяющие одновременно обеспечить надежную юридическую структуру выпуска и эффективность сделки для эмитента.

Как вы оцениваете финансовую эффективность данных сделок?

Обе сделки являются коммерчески эффективными для «СОВФИНТРЕЙДа». При этом выпуск российских облигаций с ипотечным покрытием был более выгоден для эмитента в связи с существенно меньшими затратами на реализацию сделки. Для реализации международной сделки потребовалось привлечение консультантов по зарубежному праву и налогообложению, а также получение рейтингов от двух рейтинговых агентств.

ГПБ стал пионером в сфере секьюритизации ипотеки на российском рынке. Как вы оцениваете перспективы этого инструмента? Видимо, с учетом того что многие крупные банки сейчас переориентируются на рублевые кредиты, он будет весьма популярным? Какой объем ипотечных кредитов может быть, по вашим прогнозам, секьюритизирован внутри страны в следующем году?

Мы считаем, что в 2007 году внутренних бумаг будет предложено на 20–30 млрд рублей. Объем внешних бумаг на 2007 год сегодня сложно прогнозировать. Пока что тенденции, которые мы наблюдаем, позитивны, на мой взгляд, они создают хорошую основу для быстрого развития этого инструментария у нас в стране. Если все будут работать слаженно в этом направлении, а инвестиционно-банковское сообщество сможет воспользоваться появившимися возможностями, то, может быть, мы довольно быстро сможем избавиться от зависимости от западного рынка. Не исключено, что внутренний рынок секьюритизации составит конкуренцию еврорынку.

Нет ли «политики» в вашем решении провести сделку по секьюритизации в России?

Возможно, что с точки зрения «большой политики» было бы правильнее, если бы инициатором (originator) первой сделки по ипотечной секьюритизации на российском фондовом рынке было АИЖК. Мы же делали выпуск, исходя из тех соображений, что это нужно нам, мы понимали, как это сделать, и мы это сделали. Мы организовывали эту сделку как коммерческая структура, у которой есть свое представление о развитии рынка.

Как вы считаете, сможет ли развитие рынка секьюритизации ипотеки снизить стоимость ипотеки для населения? Какой еще положительный общественный эффект от развития данного рынка вы видите?

У рынка ИЦБ есть серьезная социальная и политическая составляющая. Национальный проект «Доступное жилье» возник не на пустом месте. Согласно исследованиям Института экономики города, в настоящий момент прямой дефицит жилья составляет в России около 1.5 млрд кв. м, в то время как около 60% населения желает улучшить свои жилищные условия. В условиях продолжающегося роста цен на недвижимость и текущего уровня доходов населения, пожалуй, для большинства наших сограждан единственный способ сегодня приобрести квартиру — это воспользоваться ипотекой.

Реализовать проект «Доступное жилье» невозможно без развития опережающими темпами инструментов для финансирования ипотеки. Сегодня эта проблема решается тем, что банки финансируют ипотеку со своих балансов. Однако капитал банковской системы является ограниченным ресурсом, и в какой-то момент, если ипотека будет развиваться правильными темпами, этого ресурса может не хватить. Однако пенсионные фонды, страховые компании и другие группы инвесторов, располагающие долгосрочными финансовыми ресурсами, через эффективное использование инструментов рынков капитала могут обеспечить рынок ипотеки необходимыми инвестициями. Кроме того, развитие самостоятельного рынка ипотечных бумаг даст правильную индикацию того, сколько же на самом деле должен стоить ипотечный кредит для заемщика, и, возможно, позволит снизить стоимость ипотеки.

>>> Если все будут работать слаженно в этом направлении, а инвестиционно-банковское сообщество сможет воспользоваться появившимися возможностями, то, может быть, мы довольно быстро сможем избавиться от зависимости от западного рынка. <<<

Интервью брали Анна Чепракова и Константин Васильев