Игорь Викторович Зелезецкий,
аналитик группы структурированного финансирования международного рейтингового агентства Moody's Investors Service

Объем секьюритизации на внешнем рынке в 2007 году может составить 5–7 млрд долл.

Российские компании уже проводили на зарубежных рынках секьюритизацию различных видов активов, на внутреннем рынке была проведена лишь одна сделка по рефинансированию пула ипотечных закладных («ГПБ-Ипотека»), еще одна готовится (АИЖК). Учитывая переориентацию заемщиков и банков на рублевые кредиты, сможет ли внутренний российский рынок составить конкуренцию внешнему с точки зрения секьюритизации ипотеки?

Я предполагаю, что в следующем году объемы внутренних (рублевых) выпусков будут расти, но еще не смогут достичь объемов оффшорных сделок. В дальнейшем изменения нормативно-правовой базы в России, усиление рубля и несколько других факторов могут сместить баланс в сторону внутренних эмиссий.

Например, резервные требования к банкам-нерезидентам больше не ограничивают их доступ к внутренним рынкам капитала. Учитывая текущее и ожидаемое усиление рубля, результатом, вероятно, будет увеличение спроса на рублевые инструменты.

С 2002 года объем рынка ипотечного кредитования в России ежегодно и стремительно растет, причем ведущими являются регионы Москвы и Санкт-Петербурга. Судя по некоторым оценкам, эта тенденция сохранится и в ближайшем будущем, но будет сопровождаться постепенным снижением столичной концентрации портфелей и увеличением доли ипотечного кредитования во многих других регионах России. На третий квартал 2006 года объем ипотечного кредитования в России составил приблизительно 6.9 млрд долл. США, при этом совокупная сумма эмиссий ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) составила 498.9 млн долл. США.

Президент Путин дал дополнительный стимул внутреннему рынку секьюритизации ипотеки в мае 2006 года, заявив, что цель проекта «Доступное жилье» заключается в снижении процентных ставок по ипотечным кредитам в предстоящие два года и в утроении объема ипотечного кредитования.

Существует мнение, что механизм «истиной продажи» (true sale) активов российскими оригинаторами может быть оспорен в случае банкротства оригинатора. Есть ли в действительности такой риск? Снижает ли это рейтинг выпускаемых ценных бумаг?

Я не думаю, что подобное мнение отражает намерения законодателя. Передача активов в рамках договора купли-продажи ипотечных кредитов регулируется законодательством РФ. Существует ряд российских законов, которые прямо разрешают уступку ипотечных кредитов. В частности, закон «Об ипотечных ценных бумагах», действие которого распространяется исключительно на отечественные сделки с участием российского эмитента, напрямую предусматривает секьюритизацию ипотечных кредитов.

Определенные опасения относительно нормативно-правовой базы в России связаны с возможностью реклассификации продажи активов, изменения сроков, допустимостью отчуждения недвижимости, являющейся предметом залога, и, в целом, пока еще более низкой предсказуемостью решений российских судов по сложным финансовым сделкам в сравнении с ситуацией на более зрелых финансовых рынках. По мнению нашего агентства, перерегистрация ипотек и уведомление заемщиков позволят уменьшить степень неопределенности, связанной с законом о банкротстве и с порядком обращения взыска-

ния на заложенное имущество. Высокий кредитный рейтинг сервисера и оригинатора также снижает вероятность осуществления неблагоприятных сценариев.

Учитывая степень неопределенности на молодом российском рынке секьюритизации, наше агентство полагает, что неопределенность в отношении нормативно-правовой базы и налогового режима в должной мере учтены в присвоенных к настоящему моменту рейтингах.

Как вы оцениваете текущее развитие рынка внешней секьюритизации? Какую сделку по странам СНГ вы считаете наиболее интересной за 2006 год?

В 2006 году было заключено 12 сделок с объемом выпуска более 3.6 млрд долл. США, что намного превзошло объем выпуска в 2005 году. Большинство этих сделок было обеспечено новыми классами активов, такими как арендные платежи, ипотечные кредиты, а также «переупаковки» активов. Кроме того, размер сделок также увеличивается, были совершены сделки уже на несколько сотен миллионов долларов. Всем этим сделкам были присвоены рейтинги Moody's, и всем старшим траншам (за исключением переупаковки кредита Чувашии) были присвоены рейтинги инвестиционного уровня. А рейтинг нот класса А, выпущенных ВТБ, превысил страновой потолок России для обязательств в иностранной валюте и составил А1. Упомянутые сделки также включают эмиссию Городского Ипотечного Банка, ставшую первой сделкой, обеспеченной пулом закладных. Как и в сделке для банка ВТБ, активы в ней были зарегистрированы на имя эмитента в Едином государственном реестре.

Еще одним заметным достижением в 2006 году стало присвоение рейтинга качества сервисера (SQ — servicer quality) на уровне SQ3+ Банку «Русский Стандарт».

Однако одной из ключевых сделок года была первая рублевая секьюритизация банка «СОВФИНТРЕЙД», являющегося дочерним банком Газпромбанка.

Ипотечные кредиты портфеля «ГПБ-Ипотека» были выданы в 200 различных регионах России и практически не включали активы из Москвы и Санкт-Петербурга. Продажа закладных и большинство юридической документации по сделке регулируется российским законодательством, в частности, федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах», последние поправки в который были внесены в июле 2006 года.

Несмотря на то что в центре внимания были сделки российского рынка ИЦБ, 2006 год был довольно значительным годом для «неипотечной» секьюритизации. Подобно рынку ИЦБ, российский рынок потребительских кредитов также стремительно растет, особенно секторы автокредитов, кредитных карточек и потребительских кредитов. Объем российских потребительских кредитов вырос с 33 млрд долл. США в конце 2005 г. до 66 млрд долл. США к сентябрю 2006 г. На волне этого быстрого роста было произведено несколько эмиссий, обеспеченных потребительскими кредитами. В 2006 году были заключены две большие сделки, обеспеченные автокредитами Банка «Русский Стандарт» и Банка «МДМ».

Как и в большинстве финансовых секторов Российской Федерации, огромный рост наблюдается на рынке лизинга. В апреле 2006 года состоялась секьюритизация платежей, осуществляемых ОАО «Российские железные дороги» трем компаниям по лизингу подвижного состава. Эта эмиссия является первой сделкой секьюритизации лизинговых платежей в России, в 2007 году ожидается еще несколько подобных сделок.

Какие сделки будут еще появляться, какие нет? Секьюритизация какого типа станет локомотивом рынка?

Мы ожидаем продолжения тенденции бурного роста секьюритизации в России и, как и большинство экспертов рынка, предполагаем, что в 2007 году будут выпущены новые эмиссии на сумму 5–7 млрд долл. США. Ипотечные кредиты являются классом активов с самым большим потенциалом для секьюритизации в России, а среди новых категорий сделок мы, вероятно, увидим секьюритизацию коммерческих ипотечных кредитов. Также наблюдается высокий интерес к российским деривативам, например, CDO и ряду других структурированных продуктов на рынке облигаций.

Насколько велика в осуществленных сделках секьюритизации «маркетинговая составляющая» по сравнению с чисто финансовыми задачами?

Маркетинговая составляющая всегда ощутима на стадии дебютов, однако это дорогое удовольствие, если экономика сделки не продумана.

Это коммерческий элемент, который только косвенно связан с анализом, проводимым нами как рейтинговым агентством. Для нас маркетинговая и политическая мотивации вторичны по отношению к «финансовой силе» и структурной надежности сделки.

Приведите, пожалуйста, примеры сделок по России, когда эмитентам удалось достичь максимального рейтинга. Почему именно эти сделки были столь успешными?

Для того чтобы рейтинг нот смог превысить страновой потолок России для обязательств в иностранной валюте, необходимо принять меры для снижения таких рисков, как риск ограничения переводимости, риск ограничения конвертируемости и риск реденоминации. Например, в секьюритизации ВТБ рейтинг нот класса А, выпущенных компанией Russian Mortgage Backed Securities 2006-1 S.A., превысил страновой потолок России для долговых обязательств в иностранной валюте, который в настоящее время находится на уровне А2, и достиг странового потолка России для долговых обязательств в местной валюте А1. Рейтинг в данной сделке ИЦБ поддерживается международным платежным механизмом (International Payment Facility), предоставляемым Внешторгбанком и гарантированным Международной финансовой корпорацией (International Finance Corporation) (рейтинг Aaa/P-1), что позволяет рейтингу нот класса А превысить страновой потолок России для обязательств в иностранной валюте. Механизм, примененный в этой сделке, может быть задействован для осуществления процентных выплат, причитающихся по нотам класса А и класса В, в случае ограничения конвертируемости и/или переводимости платежей в долларах США по причине моратория или по иным причинам.

Как вы оцениваете в развитии рынка секьюритизации роль таких участников рынка, как ипотечные кондуиты: АИЖК, ГПБ, RuMAC?

Появление кондуитов — это типичная составляющая большинства рынков секьюритизации. Кондуиты позволяют складировать активы для выпуска краткосрочных обеспеченных ценных бумаг ABCP (Asset-Backed Commercial Paper) и создавать конкурентоспособную платформу для регулярных долгосрочных эмиссий и секьюритизационных программ с участием нескольких сторон. В российском контексте кондуиты смогут скупать активы у большого числа региональных оригинаторов, предоставляя последним эффективный доступ к рынкам ценных бумаг.

Интервью брал Константин Васильев