Всеволод ЧЕРНАКОВ,
руководитель департамента розничного бизнеса, ИнтехБанк

Мультиоригинаторные сделки: вероятные риски и возможности. Практический опыт реализации

Мультиоригинаторные сделки известны на рынке достаточно давно. Такой тип сделок очень распространен в развивающихся странах, где один оригинатор не может обеспечить интересный для рынка объем размещения (примером может служить множество мультиоригинаторных сделок по секьюритизации портфелей микрофинансовых организаций на рынке Индии). В России главным проводником идеи реализации мультиоригинаторных сделок выступило Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК), которое в декабре 2013 года запустило «Мультиоригинаторную платформу секьюритизации». Давайте разберемся, в чем заключаются ключевые преимущества и основные риски мультиоригинаторной сделки.

ПРЕИМУЩЕСТВА

Основным преимуществом механизма мультиоригинаторной сделки для оригинатора является снижение стоимости проекта за счет использования уже существующей SPV-компании, а также за счет разделения существенных затрат на организацию выпуска между всеми сооригинаторами (услуги организатора, юридической компании, бухгалтерской компании, компании, осуществляющей управление SPV-компанией и т.д.). При первоначальном анализе проекта секьюритизации ипотечных кредитов по мультиоригинаторной схеме для нашего банка мы оценили снижение единовременных и текущих фиксированных затрат на 30–50% по сравнению со стоимостью сделки, которую мы ранее реализовывали в качестве единственного организато-

Таблица 1

Экономика мультиоригинаторной и монооригинаторной форм секьюритизации[3]

	Монооригинаторная схема	Мультиоригинаторная схема
Ставка по ипотечному портфелю	12.75%	12.75%
Размер купона по старшему траншу	10%	10%
Доля старшего транша в облигационном займе	95%	95%
Единовременные затраты, в том числе:		
Оплата услуг организатора, тыс. руб.	10 000	6 000
Оплата услуг юридического консультанта, тыс. руб.	10 000	6 000
Постоянные затраты, в том числе:		
Переменные постоянные затраты[1]	2%	2%
Фиксированные постоянные затраты, тыс. руб.[2]	277	167

ра. Такое снижение затрат, естественно, значительно улучшило экономику сделки. Если говорить о мультиоригинаторных сделках в целом, то сокращение расходов позволяет увеличить доступность данных сделок: проект становится прибыльным для оригинатора даже при достаточно небольших объемах портфеля. При тех же объемах сделка с одним оригинатором была бы исключительно убыточной.

Для организатора основное преимущество мультиоригинаторной сделки также заключается в снижении ее стоимости за счет использования типовой документации. Кроме того, проект мультиоригинаторной сделки является менее сложным и более дешевым в администрировании. Сокращаются и сроки накопления пула необходимого размера.

Инвестору такой тип сделки также дает определенные (хотя и не настолько явные) преимущества в виде географической диверсификации входящих в пул ипотечных кредитов (за счет сведения в сделку оригинаторов с разной географической структурой ипотечного портфеля), диверсификации рисков оригинаторов (за счет наличия в сделке нескольких оригинаторов). С другой стороны, так как в сделку входят более мелкие оригинаторы, риски по ней несколько выше, чем в монооригинаторной сделке.

[1] Плата за сопровождение, поручительство, услуги спецдепозитария и т.д.

[2] Оплата услуг управляющей компании, бухгалтерской компании и т.д.

ЭКОНОМИКА СДЕЛКИ

Давайте сравним экономику двух форм секьюритизации и определим объем портфеля, достаточный для получения расчетной безубыточности по итогам года реализации проекта (см. Таблицу 1).

Исходя из предложенных условий, уровень безубыточности проекта в первые 12 месяцев в случае монооригиаторной сделки достигается, если объем портфеля составляет не менее 2 млрд руб., а в случае с мультиоригинаторной сделкой — 1 млрд руб.

РИСКИ

АИЖК как основной проводник идеи реализации мультиоригинаторных сделок следующим образом определил основные риски по данным сделкам.

«Распределение рисков между оригинаторами:

1. Кредитный риск:

a. Катастрофический: возникают убытки по младшим траншам.

b. Нормальный: разная доходность по младшим траншам, риски не смешиваются.

2. Операционный риск: некачественная работа инфраструктуры, в первую очередь сервиса по закладным, замена сервисного агента.

3. Риск контрагента:

a. Ненакопление пула в плановом объеме, увеличение расходов на сделку.

[3] Расчеты являются приблизительными, сделаны исходя из средних данных по рынку, без учета влияния просроченной задолженности и некоторых других факторов. Моделирование сделано лишь для целей демонстрации общих показателей сделки и не является реальным моделированием сделки.

b. Невыкуп остатка закладных при завершении сделки, как следствие — убытки по младшему траншу»[1].

Необходимо отметить, что приведенный агентством список охватывал практически все известные на тот момент риски. Этот перечень можно было бы дополнить лишь риском организатора, который связан с изменением (уточнением) правил отбора закладных для формирования пула ипотечного покрытия (но было бы странным со стороны организатора заявлять о возможности существования такого риска).

Катастрофичность кредитного риска при возникновении убытков по младшему траншу у одного из оригинаторов связана с тем, что это может привести к кросс-дефолту по облигациям другого оригинатора (даже если он не испытывает никаких трудностей). Чтобы избежать подобной ситуации, организатор должен сформировать такую структуру выпуска, которая позволила бы минимизировать последствия возникновения дефолта одного из оригинаторов за счет формирования качественного ипотечного покрытия, определения надлежащих размеров младшего транша и резервного фонда.

ПРАКТИЧЕСКИЙ ОПЫТ РЕАЛИЗАЦИИ МУЛЬТИОРИГИНАТОРНОЙ СДЕЛКИ

До принятия решения об участии в мультиоригинаторной сделке по секьюритизации портфеля ипотечных кредитов мы уже имели успешный опыт реализации сделки по выпуску ипотечных ценных бумаг в сотрудничестве с АИЖК. В реализованной ранее сделке ИнтехБанк выступал единственным оригинатором, однако из-за небольшого объема выпуска и высоких расходов на организацию сделка была на пределе окупаемости.

Приступая к подготовке мультиоригинаторной сделки, банк произвел ее моделирование, проанализировал водопад расходов. В результате сделка была признана привлекательной, так как планируемый объем пула был значительно больше, чем в предыдущей сделке, это позволяло сформировать достаточные денежные потоки. Кроме того, заявленные агентством разовые и постоянные затраты, как уже было сказано ранее, должны были значительно снизиться (примерно на 30–50%).

Мы также произвели анализ возможных рисков. Все указанные риски банк оценил для себя как маловероятные.

Кредитный риск. Банк использовал достаточно консервативный подход к анализу рисков, поэтому мы были уверены в качестве формируемого портфеля, а также в том, что подходы к отбору закладных, установленные агентством, позволят избежать накопления некачественного портфеля у наших сооригинаторов.

Операционный риск. Так как ИнтехБанк являлся сервисным агентом по собственному пулу, то риски возникновения проблем по собственному сопровождению не рассматривались, риски сопровождения у сооригинаторов снижались за счет наличия резервного сервисного агента.

Риски контрагента (ненакопление пула). Риски собственного ненакопления необходимого пула банк оценивал как маловероятные, так как был разработан специальный план реализации проекта, отдельный раздел которого был посвящен схеме продаж. Мы четко понимали, какие каналы продаж должны быть задействованы, какие ресурсы необходимы для реализации этих задач. Риски контрагента также рассматривались как несущественные в связи с тем, что нам были известны механизмы отбора оригинаторов, наименование нашего сооригинатора. Мы были уверены в том, что данный контрагент сможет собрать пул необходимого качества. Уверенности добавлял и тот факт, что сооригинатор уже понес существенные затраты по планируемой сделке, что вряд ли позволило бы ему отказаться от участия в проекте.

Риски контрагента: невыкуп остатка закладных при завершении сделки. Вероятность реализации этого риска банк оценивал как крайне невысокую. Для себя мы такую вероятность не рассматривали в принципе. Что касается контрагентов, то у нас практически не было сомнений в том, что не возникнет никаких проблем с выкупом остатка закладных при завершении

[1] Презентация «Мультиоригинаторная платформа секьюритизаци», подготовлена Музыкиной Е.С. — заместителем директора департамента структурированных продуктов АИЖК, 14.03.2014.

сделки, благодаря тщательному отбору оригинаторов, а также фактическому отсутствию подобных случаев.

Риски организатора. У банка уже имелся один успешно реализованный проект и опыт взаимодействия с АИЖК, поэтому риски организатора банк оценил как крайне низкие.

По результатам экономического анализа проекта и оценки рисков банк принял решение о запуске проекта. В декабре 2014 года ИнтехБанк подписал с АИЖК договор об организации выпуска, а также договор о промежуточном финансировании. Практически сразу после этого сработал не учтенный заранее риск ухудшения экономической ситуации. В декабре 2014 года вслед за ключевой ставкой резко вырос размер ставки промежуточного финансирования. Однако несмотря на это риск ухудшения экономической ситуации не стал критическим для проекта: во-первых, ставка по купону была зафиксирована ранее. Кроме того, банк заранее сформировал небольшой пул дешевых кредитов, благодаря чему нам удалось быстро перейти на выдачу кредитов по ставкам, соответствующим уровню ставки промежуточного финансирования.

Вторым сработал риск организатора. Летом 2015 года в АИЖК сменилась управленческая команда, а вслед за ней изменились и требования к рискам по закладным. Стоит отметить, что сам набор рисков не поменялся (требования остались в рамках, указанных в договоре организации выпуска), однако значительно ужесточился контроль за их исполнением, а также были установлены более жесткие границы допущений некоторых требований. Еще раз уточню, что эти изменения также не шли в разрез с договором. В результате реализации данного риска было отбраковано до 20% набранного пула и сроки реализации проекта сдвинулись на два месяца. Несмотря на это банк смог подстроиться под указанные требования и обеспечить выдачу новых кредитов, которые бы полностью соответствовали требованиям АИЖК. Сотрудники ИнтехБанка, участвовавшие в проекте, успешно адаптировались к новым условиям работы.

Третьим сработал риск контрагента — риск ненакопления пула. Наш сооригинатор не справился со срабатыванием риска организатора. Если в нашем случае было отбраковано до 20% набранного пула, то наш сооригинатор не смог обеспечить подобное качество ипотечного покрытия: в его пуле было отбраковано уже до 50%. Этот уровень стал для него критическим: наш сооригинатор уже не мог набрать пул достаточного размера, а при имеющемся размере пула проект становился для него убыточным. Поэтому, оценив уже понесенные затраты и возможные потери от проекта в будущем, наш контрагент в конце 2015 года отказался от участия в проекте.

Для нас это означало одномоментный рост постоянных затрат почти в два раза. Однако и этот факт не оказал катастрофического влияния на проект: к тому моменту мы уже практически набрали необходимый размер пула. Повышение затрат снизило прибыльность проекта, однако он по-прежнему остался экономически выгодным. В результате выхода нашего единственного сооригинатора из сделки проект фактически перестал быть мультиоригинаторным. Единственное, что роднило его с мультиоригинаторной схемой — реализация в рамках мультиоригинаторной SPV-компании.

Четвертым сработал риск, который не был учтен ни нами, ни Агентством по ипотечному жилищному кредитованию, — регуляторный риск. В результате введения норм Базеля III для оценки младших траншей в один день весовой коэффициент младших траншей, используемый для расчета нормативов достаточности капитала, увеличился в 12.5 раза! Такой рост был критическим для банка при реализуемой субординации облигационного займа. Однако точка невозврата была уже пройдена: мы набрали необходимый для реализации проекта пул и развернуть процесс обратно было уже невозможно. Необходимо отметить, что в данной ситуации АИЖК пошло навстречу практически всем оригинаторам: субординация займа была изменена. При этом постоянные затраты для банка значительно увеличились, но проект не стал убыточным, балансируя на уровне минимальной прибыльности.

Пятым сработал риск, который мы менее всего ожидали, который вовсе не участвовал в планировании и не рассматривался

как возможный: в банке была введена временная администрация и установлен мораторий на требования кредиторов. Возник операционный риск в связи с невозможностью банка исполнять свои обязанности по обслуживанию пула ипотечных кредитов. Однако оперативное взаимодействие банка, SPV-компании и АИЖК, а также тот факт, что упомянутое событие пришлось на середину, а не на конец месяца (время поступления платежей по кредитам, входящим в пул), позволили практически безболезненно передать пул резервному сервисному агенту. Объем непоступивших платежей был очень мал и не повлиял в целом на обслуживание пула ипотечного покрытия.

Анализируя практический опыт реализации мультиоригинаторной сделки, можно сделать следующие выводы.

Из шести учтенных рисков сработали четыре, а также один неучтенный риск. Потенциально может сработать и риск контрагента — риск невыкупа младшего транша. Однако несмотря на срабатывание практически всех заложенных в проект рисков, это не привело (мы полагаем, что и не приведет в будущем) к дефолту по облигациям. Кроме того, до момента введения временной администрации в банке проект был для него прибыльным.

С чем связана такая ситуация? Ответ достаточно прост: не сработал самый катастрофический риск — кредитный (риск убытков по младшему траншу). Это связано в первую очередь с тем, что пул ипотечного покрытия был сформирован за счет качественных кредитов, потоки по ним обеспечивают платежи по старшему траншу, а также покрывают затраты на деятельность SPV-компании в полном объеме. Важную роль сыграло и правильное субординирование займа — выделение необходимого объема младшего транша и формирование резервного фонда в необходимом объеме. Достаточно оперативная передача сервиса также помогла избежать серьезных проблем с денежными потоками.

Мультиоригинаторная сделка по секьюритизации портфелей ипотечных кредитов является очень устойчивой формой сделки при наличии четких требований к включаемым в пул ипотечным кредитам и при правильном субординировании сделки. Такая форма сделок обеспечивает мелким и средним банкам более легкий доступ к секьюритизации и рынкам капитала. Ведь именно отсутствие финансирования удерживает небольшие банки от активного участия в рынке ипотечного кредитования.

АИЖК как главный институт развития рынка секьюритизации ипотеки должно приложить все усилия для увеличения доступности инструментов мультиоригинаторной секьюритизации за счет снижения требований к объемам пулов либо за счет возврата к схеме промежуточного финансирования.

Кроме того, необходимо дополнительно проработать механизмы срочного перевода сервиса в случае, если банк-сервисный агент начинает испытывать трудности. Переход сервиса должен происходить в срок, не превышающий одну неделю. Как показала практика, «холодный» или «горячий» варианты резервного сервиса, которые предлагает АИЖК, когда переход осуществляется в срок от месяца, неприемлемы в случае возникновения серьезных проблем у сервисера.

В целом развитие и активное использование мультиоригинаторных схем позволит ускорить развитие рынка ипотеки в России, а также сделает мелкие и средние банки более устойчивыми.

ЛюдиИпотеки.рф

СООБЩЕСТВО УЧАСТНИКОВ ИПОТЕЧНОГО РЫНКА

- блоги ведущих аналитиков
- комментарии участников рынка
- вакансии и резюме

НОВОСТИ

- ипотечный рынок
- секьюритизация
- законодательство
- экономика и финансы

МАГАЗИН ФИНАНСОВЫХ ИССЛЕДОВАНИЙ

- ипотека и недвижимость
- финансовый рынок
- кредитование
- банковский сектор

СООБЩЕСТВО УЧАСТНИКОВ ИПОТЕЧНОГО И ФИНАНСОВОГО РЫНКА

+7 (916) 113-80-01

www.ludiipoteki.ru

На правах рекламы