«ГПБ-Ипотека»: первый блин или первый бенчмарк?

Сергей Лялин

В декабре 2006 года на российском рынке облигаций произошло знаковое событие: размещение первого на отечественном рынке выпуска ипотечных ценных бумаг (ИЦБ) компании «ГПБ-Ипотека». Этот выпуск представляет собой секьюритизацию ипотечных кредитов, собранных дочерним банком Газпромбанка — «СОВФИНТРЕЙДом» — и переданных на баланс «ГПБ-Ипотеке». Облигации «ГПБ-Ипотеки» были выпущены объемом 3 млрд руб. с фиксированным купоном 8% годовых. В отличие от практики секьюритизации на западном рынке, облигации «ГПБ-Ипотеки» не предусматривали ранжирования по траншам, что было обусловлено несовершенством российского законодательства. Агентство Moody's присвоило выпуску облигаций рейтинг Baa2, т. е. на уровне суверенного рейтинга России. Особенностью данных бумаг является порядок налогообложения: по российскому законодательству ипотечные ценные бумаги, выпущенные до 2007 года (собственно, единственной такой бумагой и стал выпуск «ГПБ-Ипотеки»), облагаются налогом по ставке 9% (против 24% по обычным корпоративным облигациям и 15% по государственным ценным бумагам).

По определению, ипотечные ценные бумаги не могут иметь точно определяемую дюрацию, поскольку денежный поток в значительной степени зависит от досрочного погашения кредитов заемщиками, чьи кредиты попали в «пул» для секьюритизации. Более того, поскольку этот выпуск был первым на российском рынке, даже приблизительную оценку дюрации дать достаточно сложно — отсутствует соответствующая статистика. С целью снижения неопределенности относительно возможной дюрации бумаг по облигациям «ГПБ-Ипотеки» предусмотрен колл-опцион, который эмитент может реализовать, если непогашенный остаток номинальной стоимости достигнет уровня 20%. Проще говоря, в момент, когда 80% от пула кредитов будет погашено, эмитент сможет выкупить бумаги у инвесторов — и скорее всего, он это сделает, поскольку чем меньше окажется непогашенный остаток, тем дороже будет обслуживать выпуск с точки зрения операционных издержек. В итоге, по мнению организатора выпуска, Газпромбанка, дюрация составит примерно 2.4 года. Впрочем, не все аналитики согласны с такой оценкой — так, по мнению аналитиков Райффайзенбанка, более справедливая оценка существенно выше и составляет около 4–5 лет.

«Техническое» размещение прошло в ноябре, но организатор (Газпромбанк) предпочел зарегистрировать отчет об итогах размещения, чтобы представить рынку уже «готовый» продукт, который может сразу обращаться на вторичном рынке. «Вторичное размещение» состоялось 20 декабря. Был сформирован синдикат, куда вошли соорганизаторы (Ситибанк и HSBC) и соандеррайтеры (Ханты-Мансийский Банк, УК «ТРАНСФИНГРУП», «РН-траст», «РИГрупп-Финанс», ИБ «ТРАСТ», ИГ «РЕГИОН»). Синдикат, кстати, по своим именам не выглядит слишком внушительным: солидности придают Ситибанк и HSBC, а вот ведущих российских инвестбанков в синдикате не оказалось (разве что к таковым можно отнести ИБ «ТРАСТ»). Но в Газпромбанке рады тому, что в синдикат вошли «конечные инвесторы» — управляющие компании крупных пенсионных фондов

В ходе аукциона были поданы 44 заявки, спрос превысил 3.5 млрд рублей. Ориентир по цене был задан в диапазоне 102.18–102.78%, в итоге цена размещения составила 102.18%, т. е. на уровне нижней границы диапазона. При оценочной дюрации 2.4 года это соответствует доходности 7.27% годовых. Учитывая, что организаторы размещения оценивают планируемую дюрацию этого выпуска в 2.4 года, ближайшим по дюрации выпуском ОФЗ является выпуск 25057 с дюрацией 2.76. Доходность этого выпуска на 20 декабря составляла 6.2%, таким образом, спред бумаг «ГПБ-Ипотеки» к ОФЗ составил 107 б.п. Правда, подчеркнем, что доходность этих бумаг зависит от того, как оценить их дюрацию (что, в свою очередь, зависит от динамики досрочных погашений). Если оценивать дюрацию выше, то и оценка доходности будет выше.

Мнения относительно итогов размещения и того, высокая или низкая доходность сложилась по облигациям «ГПБ-Ипотеки», разделились. С одной стороны, при рейтинге на уровне суверенного (Baa2) эти бумаги имеют премию больше 100 б.п. к ОФЗ, что не так уж и плохо. С другой стороны, по факту бумаги «ГПБ-Ипотека» почти не имеют премии к сравнимым с ними бумагами АИЖК. Так, выпуск АИЖК-3 с примерно такой же дюрацией торгуется под доходность в диапазоне 7.1–7.2%, т. е. премия «ГПБ-Ипотеки» к АИЖК-3 практически отсутствует. А бумаги АИЖК, в отличие от «ГПБ-Ипотеки», уже неплохо известны рынку и имеют четко

определяемую дюрацию (и следовательно, доходность к погашению).

Разделились мнения и относительно того, насколько велик был интерес инвесторов. Сам Газпромбанк в своем релизе заявил о том, что «в размещении принял участие широкий круг инвесторов, включая негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, управляющие компании, банки и зарубежных инвесторов, что свидетельствует о высоком интересе участников рынка к данному инструменту». По оценке Газпромбанка, примерно треть выпуска ушла зарубежным инвесторам, из отечественных инвесторов больше половины (60%) взяли банки, 17% — НПФ, остальное — инвестиционные управляющие и страховые компании.

А вот в вышедшей на следующий день статье в газете «КоммерсантЪ» со слов тех же участников рынка дается достаточно низкая оценка спроса на эти бумаги. Истина, скорее всего, лежит где-то посередине: невысокая переподписка (всего на 500 млн) и размещение по нижней границе диапазона говорят о том, что спрос вряд ли был ажиотажным, хотя, с другой стороны, сам факт размещения и наличие достаточно диверсифицированного круга покупателей свидетельствуют о том, что этот спрос был достаточным для успешного размещения выпуска.

С момента начала торгов ликвидность бумаг достаточно низкая. В период с 21 декабря по 26 января с бумагами «ГПБ-Ипотеки» прошло всего 27 сделок, было всего 7 торговых дней, когда совершались сделки. И хотя общий оборот не так уж и мал (619 млн руб.), львиная его доля пришлась на торговый день 22 декабря, когда прошли 3 сделки на 475 млн руб. Все сделки прошли в достаточно узком диапазоне: 102.2–102.27%. Впрочем, те же бумаги АИЖК вряд ли можно назвать ликвидным инструментом, да и мало кто ожидал, что бумаги «ГПБ-Ипотеки» будут активно торговаться на вторичке.

Как же можно оценить итоги размещения бумаг «ГПБ-Ипотека»? Это успех в развитии нового сегмента рынка или фактический провал? Мы склоняемся скорее к позитивному видению итогов размещения. Как принято говорить, «игра забывается, результат остается». И таким результатом является тот факт, что на российском рынке есть первая обращающаяся ипотечная ценная бумага. Пусть у нее и ограниченная ликвидность, все же она имеет котировки и эпизодические сделки, которые позволяют получить примерный ориентир по доходности к погашению и спреду к ОФЗ. Таким образом, появился бенчмарк — и теперь все последующие сделки секьюритизации ипотечных кредитов, которые будут производиться, будут «прайситься к этому бенчмарку».

В ближайшее время возможно внесение изменений в законодательные и подзаконные акты, благодаря которым инвестировать средства в ипотечные ценные бумаги смогут два крупных инвестора: АСВ (Агентство страхования вкладов) и Пенсионный фонд. Приход этих инвесторов может достаточно сильно повысить спрос на ипотечные ценные бумаги. Нет сомнений в том, что в 2007 году на российском рынке будут новые выпуски ипотечных облигаций: над своей первой сделкой работает АИЖК, ГПБ планирует организацию второй сделки, заявил о своих планах еще ряд банков. Несомненно, им тоже придется столкнуться с немалыми трудностями в размещении своих бумаг, но, по крайней мере, у них уже есть какой-то ориентир, какая-то планка, которую надо превзойти — и нет сомнений в том, что они эту планку будут «брать», и новые размещения будут более успешными. Но сам факт появления этой планки нельзя недооценивать.

Мнение

Василий Иванов,

управляющий портфелем, УК «Альфа-Капитал»

Бумаги «ГПБ-Ипотеки» представляли для нас интерес с точки зрения консервативных и сбалансированных портфелей наших клиентов. Причин интереса к этим бумагам с нашей стороны несколько. Первая — это надежность этих бумаг. Вторая — это то, что по мере развития рынка ипотечных ценных бумаг мы ожидаем того, что спред этих бумаг к ОФЗ несколько снизится, а мы получим некоторый capital gain. Что касается ликвидности, то для консервативных портфелей она не столь важна, поскольку из таких портфелей крайне редко происходит отток средств, соответственно, нет потребности в том, чтобы быстро продать актив.

Бумаги «ГПБ-Ипотеки» были интересны для портфелей ПИФов, НПФов и индивидуального доверительного управления (включая резервы страховых компаний по долгосрочному страхованию жизни). Наибольший интерес был с точки зрения портфелей ПИФов и НПФов.

Если говорить о доходности бумаг и спреде к ОФЗ, то мы считаем, что спред вполне оправдан. Сложностью является неопределенная дюрация, но с учетом того, что пул кредитов сформирован из ипотечных кредитов с достаточно высокой процентной ставкой, мы ожидаем значительного объема досрочных погашений, в результате чего дюрация будет достаточно короткой. В любом случае, неопределенность относительно дюрации заложена в спреде по данным бумагам.

Мы планируем увеличивать объем вложений в бумаги «ГПБ-Ипотеки» по мере притока средств в портфели наших клиентов.