Константин Васильев,
начальник отдела мировых рынков, партнер, Cbonds

Инвесторы прячутся под ПОКРЫВАЛОМ

Облигации с покрытием могут иметь хорошие перспективы на фоне всеобщего снижения склонности к риску, предоставив заемщикам возможность заимствовать на уровнях, близких к квазигосударственным, а инвесторам — получить двойную защиту и приоритет требований.

ОБЩЕМИРОВАЯ ПРАКТИКА

За последнее десятилетие облигации с покрытием (covered bond) стали одним из крупных сегментов европейского облигационного рынка и важным источником финансирования ипотечного кредитования благодаря наличию обеспечения и уровню рейтинга, близкому к AAA.

Определяющей особенностью облигаций с покрытием является двойная защита интересов инвесторов. Как правило, платежи по данным облигациям, выпускаемым финансовыми институтами, преимущественно банками, связаны с поступлениями по специальному пулу обеспечения — ипотечным кредитам наилучшего качества или кредитам государственному сектору. Причем инвесторы в эти облигации имеют по этому пулу обеспечения приоритетные требования. С другой стороны, у инвесторов есть и юридическая защита: облигации с покрытием выпускаются в соответствии с директивой CRD (Capital Requirements Directive), по которой существуют ограничения на качество долга в обеспечении: принимаются только высококачественные кредиты государственному сектору, ипотеки на судно, на жилую и коммерческую недвижимость с максимальным уровнем LTV (отношением кредита к залогу, loan-to-value ratio) в 80% и 60% соответственно[1].

Под определение облигаций с покрытием попадают и облигации, выпущенные не в рамках директивы CRD, а по частным соглашениям, и называемые «структурированные облигации с покрытием». Структурированные выпуски, как правило, появляются в тех странах, где отсутствует специальное законодательство (Великобритания, Нидерланды, США и др.) или эмитенты хотят получить большую свободу относительно учитываемых активов в обеспечении. Структурированные выпуски отличаются еще и тем, что если облигации выпускает банк, то активы находятся у SPV, которая гарантирует выпуск, а если облигации эмитирует не банк, а его дочерняя ипотечная компания, то это происходит под гарантию кредита банка, выданного на финансирование ипотечных кредитов.

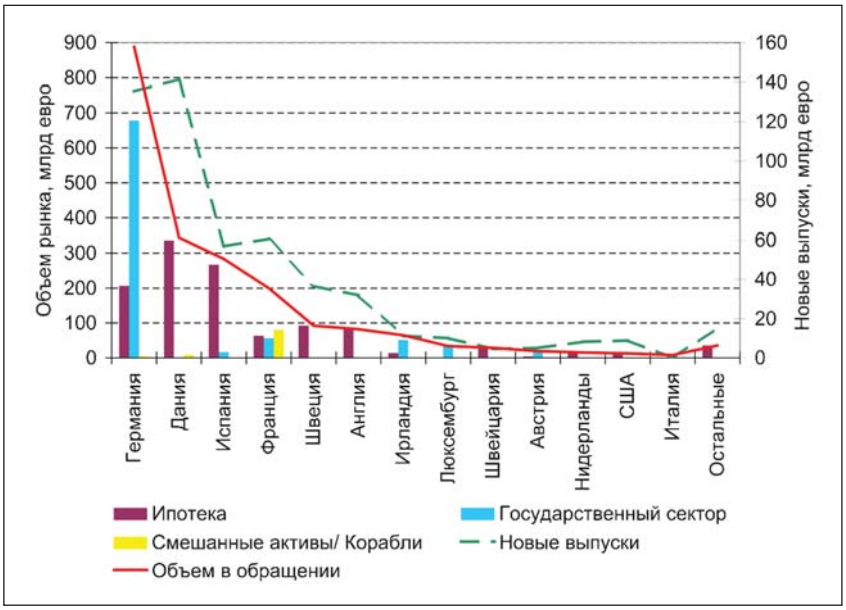
Дополнительным моментом защиты интересов инвесторов и популяризации рынка стало появление в 2004 году Комитета по облигациям с покрытием (Covered Bonds Committee), созданного Ассоциацией по облигационным рынкам (Bond Market Association) и Европейским форумом по секьюритизации (European Securitisation Forum). Также в 2004 году Европейская ипотечная федерация (European Mortgage Federation, EMF) объявила о создании Европейского совета по облигациям с покрытием (European Covered Bond Council), который должен объединить эмитентов, кредитных аналитиков, инвестиционных банкиров, рейтинговые агентства и других заинтересованных участников рынка.

Наиболее распространенным видом облигаций с покрытием являются ипотечные облигации, появившиеся в Германии более чем 100 лет назад и носящие название Pfandbriefe. Отметим, что за эти 100 лет не было отмечено ни единого случая банкротства заемщика. Изначально Pfandbriefe являлись исключительно ипотечными ценными бумагами, однако впоследствии законодательством европейских стран было установлено, что в качестве покрытия могут служить и требования по кредитам, предоставленным органам власти или организациям, которые они контролируют. В Германии, в соответствии с Актом об ипотечных банках (Mortgage Bank Act), облигации могут быть двух видов: ипотечные облигации (Hypotheken Pfandbriefe) и облигации публичного сектора (Ofentliche Pfandbriefe), покрытием которых служат требования по кредитам, предоставленным государственному сектору.

[1] *Frank Packer, Ryan Stever, Christian Upper — «The covered bond market», BIS Quarterly Review, '09 2007*

Рынок Pfandbriefe и вообще облигаций с покрытием делится также еще на две группы — традиционные Pfandbriefe и Джамбо (Jumbo) Pfandbriefe. Первый предназначен для размещения выпусков малых размеров, характеризующихся невысокой ликвидностью и частыми доразмещениями. Сегмент Джамбо Pfandbriefe известен во всем мире, так как минимальный размер выпуска здесь составляет около 500 млн евро. В совокупности с наивысшими кредитными рейтингами и поддержанием котировок по меньшей мере тремя дилерами данный сегмент очень популярен среди международных институциональных инвесторов и занимает четвертое место в Европе после государственных облигаций Италии, Германии и Франции.

Распространение облигаций с покрытием по типу активов и странам, 2007 г.



Источник: The European Covered Bond Council (ECBC), http://ecbc.hypo.org

COVERED BONDS VS ABS

Облигации с покрытием, как и секьюритизация ипотеки (MBS), служат в первую очередь для рефинансирования ипотечных кредитов, но с учетом того что на фоне кредитного кризиса, инициированного американским рынком секьюритизации кредитов низкого качества, доверие к данному инструменту резко упало, covered bonds могут получить гораздо большее распространение во всем мире. Более высокая привлекательность для инвесторов появляется за счет их большей защиты — риски ликвидности, кредитные и некоторые другие риски остаются у заемщика, а инвесторы имеют приоритет в случае дефолта. Облигации с покрытием в мировой практике могут служить обеспечением по монетарным операциям Центрального банка, что позволит предоставить эмитентам дополнительные линии финансирования в периоды нестабильности рынка.

Таблица 1. Различия между облигациями с покрытием и секьюритизацией активов

Характеристика	Облигации с покрытием	Секьюритизация
Цель выпуска	Рефинансирование	Снижение рисков, арбитраж, рефинансирование
Эмитент	Оригинатор	SPV
Юридические ограничения	Выпускаются по специализированному законодательству	В основном нет
Право требования	Приоритет. Двойное право требования: все имущество эмитента и залог, включая денежные потоки	Требования по ипотечному покрытию
Структура	Активы держатся на балансе оригинатора, но определены как принадлежащие покрывающему пулу	Активы передаются SPV
Пул обеспечения	Новые активы поступают по мере наступления срока погашения других	Статичен
Высвобождение капитала	Нет	Есть, но чрезмерное увлечение может привести к частичному регрессу и ухудшению баланса
Прозрачность активов для инвесторов	Ограниченная, но качество контролируется трасти или рейтинговым агентством	Высокая
Риск досрочного погашения/ Кредитный риск/ Риск ликвидности	Нет риска досрочного погашения для инвестора, сохраняется для эмитента	Несут инвесторы
Денежные потоки	Очень предсказуемы	Менее предсказуемы
Структура погашения	Единоразовое погашение в конце срока	Амортизированная
Транши	Нет	Есть
Ставка купона	В основном фиксированная	В основном плавающая
Стоимость заимствований для эмитента	Дешевле структурировать и меньше премии за риск	Дороже

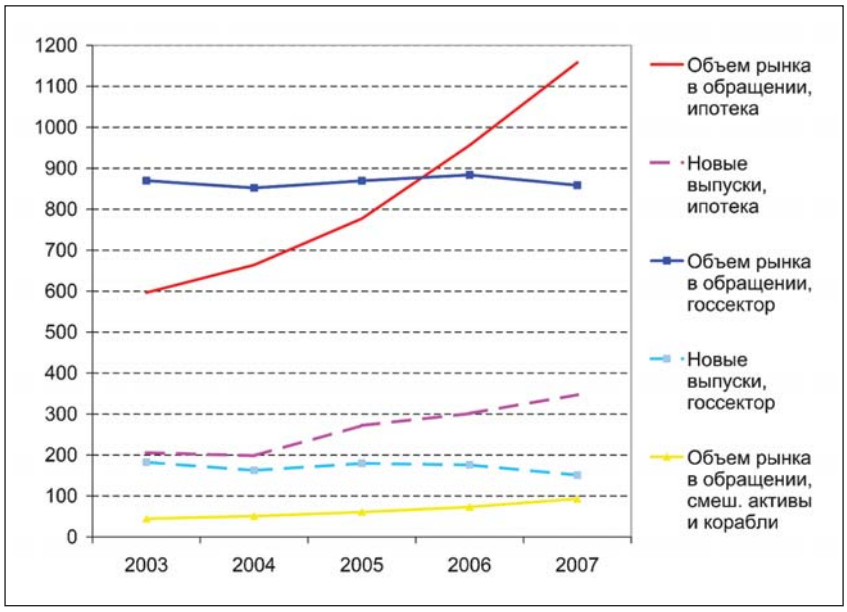
Дополнительным фактом параллельного развития двух похожих рынков является большая диверсификация инвесторов и инвестиций. По данным Международного Банка Расчетов (BIS Quarterly Review, '09 2007), в облигации с покрытием инвестируют в основном банки — 45%, затем страховые и пенсионные фонды — 37%, а в ABS в первую очередь инвестируют структурные инвестиционные компании (SIV) — 49%, банки — только 25%, а фонды вообще меньше 3%. Данная схема показывает, что с помощью облигаций с покрытием можно получить доступ к длинным резервам страховых и пенсионных компаний во всем мире.

Более подробно отличия в инструментах приведены в таблице 1.

Важной проверкой облигаций с покрытием стал текущий кредитный кризис. Пока не было отмечено ни одного дефолта на данном рынке и значимых снижений рейтингов, а спреды показали отличную стабильность — спред по доходности между покрытыми облигациями в Германии и госбумагами вырос до максимального уровня за последние пять лет и достиг 40 б.п., тогда как другие рынки показали переоценку до 100 б.п. Тем не менее, небольшое снижение спроса все-таки произошло, и European Covered Bond Council рекомендовала в ноябре 2007 года европейским банкам приостановить торги облигациями с покрытием между собой из-за возросшей волатильности.

Объединяющими факторами секьюритизации и облигаций с покрытием в Европе служат методы повышения кредитного качества ценных бумаг — при выпуске covered bond используются те же приемы кредитной поддержки, что и при выпуске MBS, например избыточное обеспечение. Законодательство на данных рынках также незначительно меняется, и некоторые участники рынка ожидают, что данные инструменты будут использоваться заемщиком одновременно в рамках некоторой долговой программы.

Динамика объема рынка и новых эмиссий по типу активов



Источник: The European Covered Bond Council (ECBC), http://ecbc.hypo.org

ПО ДЕСЯТИНЕ В ГОД

Совокупный объем рынка составляет более 2.1 трлн евро и растет примерно на 10% в год. Объем рынка превышает 100 млрд евро в Германии, Дании, Испании и Франции, на эти четыре рынка приходится около 80% от общего объема рынка, при этом рынки достаточно разнообразны по структуре. В Германии объем публичных Pfandbriefe больше объема ипотечных облигаций в три раза, а в Дании и Испании рынок представлен практически только облигациями с ипотечным покрытием. Во Франции же эти два сегмента развиты наравне со смешанными активами, рынок которых есть только в данной стране. Облигации, выпущенные под покрытие пула кредитов на покупку кораблей, пока есть только в Германии и Дании, объем бумаг в обращении превышает 13.1 млрд евро. Рынок облигаций с покрытием каждый год увеличивает свое географическое распространение — уже более 20 стран приняли соответствующее законодательство.

Объем новых эмиссий десять лет назад не превышал 100 млрд евро, сейчас на рынок за год выпускаются бумаги более чем на 0.5 трлн евро. Наиболее активно в последнее время развиваются облигации, покрытые ипотекой, — за последние пять лет рынок вырос в два раза с 600 млрд до 1.2 трлн евро, объем новых эмиссий в год превышает 300 млрд евро. Емкость рынка облигаций, покрытых кредитами госсектору, достаточно стабильна и колеблется около 850 млн евро, объем новых выпусков составляет около 170 млн евро. Данный сегмент начал снижаться в последнее время, так как компании госсектора все более активно сами выходят на облигационный рынок, минуя банковское кредитование.

Традиционным лидером по размещению облигаций с покрытием является Barclays Capital (см. таблицу 2.), который в 2007 году организовал 71 эмиссию на 15.5 млрд евро, из которых 47 эмиссий на 13.7 млрд евро были индикативного размера (JUMBO). За первое полугодие 2008 года Barclays сохранил свое лидерство, разместив на фоне кредитного кризиса столько же эмиссий, сколько и за весь прошлый год, — на 11.6 млрд евро. Как правило, высокие позиции организаторам обеспечиваются в основном работой с Джамбо-выпусками — доля таких эмиссий в 2007 году составляла 17%, но по объему превышала 60%. Достаточно стабильно высокие позиции в рейтинге у UniCredit Group, Deutsche Bank и BNP Paribas.

Тем не менее, работа с небольшими выпусками также позволяет организаторам попадать в топ-10. Так, Landesbank Baden-Wuerttemberg (LBBW) занимает по итогам первой половины 2008 года и 2007 года десятое место со 103 сделками на 9 млрд евро в прошлом году.

ПЕРВЫЕ ШАГИ

Российская дореволюционная история также помнит облигации с покрытием (кредитами железным дорогам и др.), но рынок этот не получил бурного развития, так как в случае банкротства заемщика инвестор сталкивался с проблемами реализации полученных активов. Большее распространение получили облигации, выпущенные под гарантии и поручительство других компаний.

Таблица 2. Рейтинг организаторов облигаций с покрытием на европейском рынке, ТОП 10

№	Рейтинг организаторов, 1П 2008	Объем эмиссий, млрд евро	Кол-во выпусков	Рейтинг организаторов, 2007	Объем эмиссий, млрд евро	Кол-во выпусков	Рейтинг организаторов JUMBO, 2007	Объем эмиссий, млрд евро	Кол-во выпусков
1	Barclays Capital	11.61	74	Barclays Capital	15.47	71	Barclays Capital	13.67	47
2	UniCredit Group	10.11	65	ABN AMRO	14.72	56	Natixis	13.07	45
3	Deutsche Bank	8.75	37	Natixis	14.67	57	ABN Amro	11.20	35
4	BNP Paribas	7.05	28	BNP Paribas	13.11	57	Societe Generale	10.31	31
5	HSBC	6.54	24	UniCredit Group	12.43	94	UniCredit Group	10.28	49
6	NordLB	6.28	48	Deutsche Bank	12.32	73	BNP Paribas	9.49	25
7	Non-government bond/ no bookrunner	6.23	8	Societe Generale	11.81	44	Deutsche Bank	9.46	43
8	UBS	6.08	28	Nord/LB	11.61	81	Dresdner Kleinwort	7.73	43
9	Natixis	6.04	26	Commerzbank Group	11.31	78	HSBC	7.30	29
10	Landesbank Baden-Wurttemberg	5.77	76	Landesbank Baden-Wuerttemberg — LBBW	9.15	103	Citigroup	7.20	20
	Итого по топ-10	74.4			126.6			99.7	
	Общий итог	160.8	829		258.9	983		161.2	168
	Доля JUMBO выпусков	50%	11%		62%	17%			

Источник: EuroWeek по данным Dealogic. Расчеты: Cbonds

В текущий момент облигации с покрытием только начинают появляться в СНГ и, как и во всем мире, покрытием служат ипотечные кредиты. К данным сделкам пусть и достаточно условно можно отнести первые выпуски облигаций в России — АИЖК, «ГПБ-Ипотека», КБ «МИА», в Украине — облигации Укргазбанка, в Казахстане — ипотечные облигации Альянс Банка, «ЦентрКредит» и другие Однако специализированное законодательство еще не развито, рейтинги данных выпусков только в России сопоставимы с суверенными, а спреды еще слишком широкие — 60–100 пунктов над государственной кривой против 15–20 б.п. на развитых европейских рынках.

По мнению участников рынка, если при наличии специального законодательства ипотечное покрытие будет соответствующим образом «ограждено» в пуле других банковских активов, облигации с покрытием могут стать более подходящим средством секьюритизации ипотечных активов в России, чем MBS, так как они менее дорогостоящие, основываются на надежной и безопасной процедуре передачи прав собственности, не требуют наличия у финансовых организаций современных информационных систем, дающих возможность надлежащего обслуживания ипотечных кредитов, то есть возможности отследить и охарактеризовать поведение каждого отдельного кредита. Важно подчеркнуть, что предтеча искомому законодательству уже есть: в соответствии с Федеральным законом РФ от 11.11.2003 №152-ФЗ, облигациями с ипотечным покрытием являются долговые ценные бумагами, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом ипотечного покрытия. При этом ипотечное покрытие могут составлять только: обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и (или) об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные закладными; ипотечные сертификаты участия; денежные средства в валюте Российской Федерации или иностранной валюте; государственные ценные бумаги и недвижимое имущество.

Отметим, что развитие рынка облигаций с покрытием идет не только на развивающихся рынках. Целенаправленно, под эгидой министра финансов, на фоне всеобщего кризиса доверия начали активно рассматривать данный рынок в США — крупнейшие банки страны начинают массовый выпуск облигаций с покрытием. Bank of America, Citigroup, JP Morgan Chase и Wells Fargo, выпускавшие до этого простые ипотечные облигации, планируют занять около $1 трлн. Хотя ипотечные облигации также обеспечены закладными на жилье, под них, как правило, выпускаются производные финансовые инструменты. В случае дефолта по производным инструментам инвестору бывает сложно предъявить требования к эмитенту. Облигации же с покрытием являются прямыми обязательствами банка-эмитента.

Таким образом, облигации с покрытием являются важным источником финансирования ипотечных кредитов и предоставляют возможность занимать различным группам эмитентов в условиях финансовой нестабильности. Чем эмитенты, судя по всему, и не замедлят воспользоваться.