Илиас ТСАКАЛИДИС,
заместитель председателя правления, Tengri Partners Investment Banking (Kazakhstan)

Секьюритизация в Казахстане — важный шаг на пути к здоровому финансовому сектору

На сегодняшний день реализация полноценных сделок секьюритизации путем использования рыночных механизмов в Казахстане попросту невозможна. Причина тому — ряд законодательных и регуляторных норм, которые не только подразумевают дополнительный риск потери стоимости для инвесторов (в особенности в сделках траншевой секьюритизации в случае дефолта SPV), но и препятствуют справедливому отражению экономической состоятельности сделки и качеству кредитного риска облигаций в уровне международного кредитного рейтинга.

Учитывая объем и энергозатратность инициатив по изменению законодательства, зачастую необходима конкретная сделка, которая бы наглядно продемонстрировала неэффективность тех или иных положений. В таком случае у регулятора и прочих участников рынка появляется живой пример и отпадает необходимость, что называется, мыслить «в теории». Приходит понимание, какие изменения могут обеспечить результат.

Таким примером стала дебютная сделка секьюритизации ипотечного портфеля крупнейшей ипотечной организации Казахстана — АО «Казахстанская жилищная компания» (далее — КЖК) в 2019–2020 гг. Сделка в размере до 26 млрд тенге (порядка $65 млн) организована Tengri Partners Investment Banking (Kazakhstan).

Учитывая дебютную природу сделки, предполагается использование «ванильной» структуры действительной продажи с тремя траншами (старший —

около 80%, мезонин — 13% и младший транш в размере 7%). При этом самый рисковый транш остается за оригинатором по аналогии с международными транзакциями, а мезонин и старший будут предложены институциональным инвесторам (международные финансовые организации, пенсионный фонд, банки и страховые компании).

Актуальные ставки ипотечных займов на рынке предоставляют достаточно излишнего спреда для состоятельности структуры сделки (средняя доходность портфеля 12.5% при уровне безрисковых ставок порядка 10.2% на схожий срок). При этом качество и зрелость портфеля дает еще больший комфорт инвесторам (средневзвешенный LTV — менее 40%, срок с момента выдачи — более 5 лет). Также присутствует механизм PDL и наличие резервного фонда.

Работа с рейтинговыми агентствами показала, что без учета странового риска структура сделки отвечает наивысшим требованиям и соответствует рейтингу на уровне AAA. Однако присутствие понятия «странового потолка» диктует максимально достижимый рейтинг на уровне BBB+, что уже на две позиции выше рейтинга оригинатора (сегодня BBB-).

Подготовка сделки позволила выявить основные барьеры для развития рынка, дала толчок к широкому обсуждению вопроса на законодательном уровне и послужила поводом для внедрения ключевых поправок в правовую инфраструктуру в целях ее приведения в соответствие с лучшими мировыми практиками.

Главным ограничением в Казахстане, в сравнении с более развитыми юрисдикциями, сегодня является отсутствие полноценного понятия субординации при регистрации нескольких выпусков облигаций SPV в пределах одной облигационной программы. Несмотря на то что приоритетность в распределении средств инвесторам от поступлений по подлежащим активам в течение жизни SPV возможна, соблюдение такой приоритетности в случае дефолта SPV, по сути, противоречит следующему положению закона.

В случае ликвидации SPV (вследствие ее банкротства) активы, выступающие обеспечением в сделке секьюритизации, должны быть пропорционально распределены (без учета субординации) напрямую между держателями облигаций. Другими словами, здесь используется так называемый подход physical settlement. Однако держателями могут являться институциональные инвесторы, которые попросту не имеют полномочий держать подобные права требования на балансе (будь то ипотечные займы, автокредиты и т. д.). Это неизбежно приведет к fire-sale или продаже актива с существенным дисконтом.

Вторым ограничением служит отсутствие четко определенного механизма как по передаче (в рамках текущей редакции закона), так и по реализации подлежащих активов. В рамках инициированных Tengri Partners и КЖК поправок такой механизм предусмотрен и во многом ориентирован на опыт Российской Федерации.

Наиболее подходящим кандидатом на роль лица, отвечающего за реализацию подлежащих активов с последующим распределением средств между держателями облигаций согласно заранее установленной субординации, на текущий момент является представитель держателей облигаций (далее — ПДО). Наиболее близкий по духу и функционалу к ПДО — это trustee, предусмотренный в международных сделках секьюритизации. Именно на него и предлагается возложить обязанности по временному управлению подлежащих активов до момента их реализации.

В случае принятия необходимых поправок рынку секьюритизации в Казахстане уготовано большое будущее. Причиной тому служит растущий рынок ипотеки и автокредитования на фоне ограниченного набора инструментов долгосрочного фондирования для локальных коммерческих банков и квазигосударственных компаний. К тому же, учитывая высокую долю неработающих займов и, следовательно, высокое давление на регуляторный капитал, секьюритизация, возможно, послужит единственным действенным способом повышения уровня ликвидности банков без необходимости господдержки, как это было ранее.