Александр Разумный,
вице-президент отдела международного финансирования и отношений с международными финансовыми институтами, «КИТ Финанс Инвестиционный банк» (ОАО)

Секьюритизация в БУДУЩЕМ

В конце 2007 года большое количество российских банков из топ-100 объявило о своих планах по секьюритизации различных активов, искренне надеясь, что кризис в США, связанный с кредитами subprime, так и останется чем-то далеким. Мало кто мог и подумать, что планы так и останутся планами, а фондирование придется искать совсем в других источниках, чем мировой рынок капитала. Банки, связанные с государством, получили финансирование от основного акционера, остальным же пришлось сократить в разной степени масштабы кредитования.

Большинство трансграничных сделок секьюритизации, прошедших в 2008 году, представляли собой фактически частные сделки, когда весь выпуск ценных бумаг распределялся среди ограниченного круга инвесторов, под интересы которых и выстраивалась вся структура сделки. В частности, это подтверждает и тот факт, что меньше половины выпусков допущены к торгам на европейских биржах, по остальным же предусмотрена возможность лишь внебиржевого обращения.

Объем размещенных ценных бумаг, обеспеченных активами, составил более 45 млрд руб. (без учета сделок АИЖК на внутренним рынке), причем более половины из них представляли собой сделки по секьюритизации ипотечных кредитов, а остальной объем пришелся на секьюритизацию факторинговых платежей. Обращает внимание на себя тот факт, что большинство ценных бумаг номинированы в рублях (в отличие от практики прошлых лет, когда бумаги номинировались в долларах и евро), как и обеспечивающие их активы. Это говорит о том, что немногочисленным инвесторам было интересно брать на себя рублевые риски, и они видели в этом дополнительную прибыль. Но можно с уверенностью сказать, что произошедшая девальвация рубля полностью «уничтожила» и данный малочисленный класс инвесторов.

Кризис «плохих» долгов набирает в нашей стране обороты, и хотя последние снижения рейтингов по российским сделкам ABS были вызваны в основном снижением странового рейтинга России, в конце 2009 года можно ожидать реакции рейтинговых агентств на рост доли просроченных обязательств в общем объеме активов, являющихся обеспечением по выпущенным ценным бумагам. Под особым вниманием могут оказаться выпуски, обеспеченные ипотечными кредитами, так как, по оценке некоторых экспертов, доля просроченных кредитов может вырасти до 10% от общего объема. Между тем, первая жертва этого кризиса уже есть — это две сделки ЗАО «ФК «Еврокоммерц», где обеспечением являются платежные требования в рамках факторинговых операций. Из-за катастрофического роста просрочки по таким операциям рейтинг одной из сделок был снижен до преддефолтного уровня (с указанием на то, что вероятность полного погашения обязательств по выпущенным облигациям крайне низка), а по другой отозван. Неясны причины с отзывом Standard & Poor's рейтинга по сделке МФК «ТРАСТ».

ЧТО МОЖЕТ СЛУЖИТЬ ДРАЙВЕРАМИ РАЗВИТИЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ В 2009 ГОДУ?

По данным European Securitisation Forum, 95% сделок по секьюритизации активов в Европе в 2008 году были проведены исключительно с единственной целью — получением финансирования в ЕЦБ или Банке Англии с помощью механизма РЕПО. По сравнению с предыдущим годом объем выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами, в Европе вырос более чем в 1.5 раза и составил 711 млрд евро, причем доля RMBS в общем объеме составила 82% против 57% в прошлом году. Можно сказать, что секьюритизация позволила европейским банкам необходимым образом «упаковать» имеющиеся «длинные» активы и получить финансирование в единственно доступном на данный момент источнике.

Сделки 2008 года

Оригинатор	Объем выпуска	Тип активов	Наличие рейтинга у старшего транша
ЗАО «ФК «Еврокоммерц»	11 250 000 000 руб.	факторинговые платежи	Fitch Ratings, C
ЗАО «ФК «Еврокоммерц»	3 325 000 000 руб.	факторинговые платежи	отозван
КБ «ЕВРОТРАСТ» (ЗАО)	2 735 000 000 руб.	ипотечные кредиты	не присваивался
«КИТ Финанс Инвестиционный банк» (ОАО)	6 050 000 000 руб.	ипотечные кредиты	Standard & Poor's, BBB
«КИТ Финанс Инвестиционный банк» (ОАО)	4 750 000 000 руб.	ипотечные кредиты	Standard & Poor's, BBB
МФК «ТРАСТ»	4 120 000 000 руб.	факторинговые платежи	Отозван
КБ «Русский ипотечный банк» (ООО)	$140 000 000	ипотечные кредиты	не присваивался
АКБ «МБРР» (ОАО)	1 449 000 000 руб.	автокредиты	ценные бумаги погашены
ВТБ 24 (ЗАО)	$300 280 000	ипотечные кредиты	Moody's, A3
ОАО «АИЖК»	10 728 000 000 руб.	ипотечные кредиты	Moody's, Baa1
ОАО «АИЖК»	11 331 000 000 руб.	ипотечные кредиты	Moody's, Baa1

Источник: данные Cbonds, собственные расчеты

Что касается внутреннего рынка, то главным драйвером развития секьюритизации здесь может выступить возможность финансирования под залог ипотечных ценных бумаг в ЦБ РФ. Российские банки накопили задолженность по ипотечным кредитам в размере, превышающем 1 трлн руб. (почти половина из которой приходится на Сбербанк), но долгосрочные источники финансирования отсутствуют, а фондирование за счет краткосрочных пассивов убыточно из-за роста ставок. В течение прошлого года был принят ряд поправок в действующее законодательство, которые упрощают процесс выпуска ипотечных ценных бумаг. К тому же, на рынке уже накоплен некоторый опыт в данном вопросе. Механизм по секьюритизации на внутреннем рынке других классов активов практически отсутствует. В 2009 году стоит ожидать только каких-то законодательных изменений в этом вопросе (в частности, анонсированного принятия закона о секьюритизации).

Без стабилизации экономической ситуации в стране вряд ли стоит ожидать даже частных размещений на внешнем рынке. Особняком здесь стоят сделки, проведенные группой ВТБ в конце 2008 и начале 2009 года. Первая представляет собой стандартную для RMBS-сделок структуру, но покупателями нот выступили две ирландские SPV, которые, в свою очередь, выпустили ноты, обеспеченные поступлениями от SPV — владельца ипотечных кредитов. Вторая сделка выглядит также немного экзотично: это CLO, обеспеченные кредитами и облигациями крупных корпоративных заемщиков, с конечным месторасположением рисков в Российской Федерации. На момент закрытия сделки портфель активов включал 20 кредитов и 9 нот участия в кредите (Loan Participation Notes). В соответствии с организационно-правовой структурой сделки, эмитентами являются четыре целевые компании (SPV), зарегистрированные в Ирландии и осуществляющие текущую деятельность в тесной взаимосвязи. Облигации, эмитируемые каждой из них, обеспечены равными по объему активами идентичных заемщиков. Согласно информации, распространенной в пресс-релизе Moody's, структура, состоящая из четырех целевых компаний, была создана для того, чтобы обеспечить соблюдение определенных регулятивных лимитов, установленных в отношении риска на одного контрагента.

Хотя в официальных комментариях ВТБ к этим размещениям об этом не говорится, но создание подобных структур позволяет указанным ценным бумагам формально соответствовать требованиям ЕЦБ к активам, принимаемым в обеспечении по операциям РЕПО с ним, что значительно повышает их привлекательность (они могут быть включены в список принимаемых в залог ценных бумаг при операциях с ЕЦБ — аналог российского Ломбардного списка). Существующие ABS с российскими активами не могут быть включены в указанный список, так как не удовлетворяют требованию ЕЦБ, согласно которому приобретение таких активов (выступающих обеспечением) должно регулироваться правом страны, входящей в ЕС. Интересным является тот факт, что с 1 марта 2009 года ЕЦБ ввел новое требование к бумагам, принимаемым в обеспечение при операциях РЕПО:

- исключена возможность включения ABS, где обеспечением являются выпуски других ABS или CLN;
- повышены требования к рейтингу ценных бумаг до AAA.

Но данные нововведения касаются только ценных бумаг, выпущенных после 1 марта 2009 года.

Повышение требований к рейтингу делает невозможным даже теоретическое включение каких-либо инструментов, связанных с российскими активами, в обеспечение по операциям РЕПО с ЕЦБ.

В целом, прошедший год и перспективы текущего года выглядят не слишком оптимистичными для секьюритизации в частности и мирового рынка капиталов в целом. Но даже в такое непростое время секьюритизация активов позволяет привлекать средства для их финансирования, а также «превращать» большой класс различных однородных активов в ценные бумаги (отделяя при этом риски актива от рисков банка-оригинатора такого актива), что, в свою очередь, дает возможность оперативно реализовывать такие активы заинтересованной стороне. Сегодня можно констатировать, что секьюритизация заняла определенное место в финансовом мире, и никакие кризисные явления не смогут поставить под сомнение ее право на существование.