Павел ДОВБНЯ,
руководитель направления,
Ценовой центр АО «ДОМ.РФ»

Юлия КУРБАТОВА,
руководитель направления,
Сопровождение сделок,
Секьюритизация АО «ДОМ.РФ»

ИЦБ ДОМ.РФ: опыт 2021 года

В первой части статьи анализируется статистика темпов досрочных погашений пулов закладных, находящихся в обеспечении стандартизованных однотраншевых облигаций с ипотечным покрытием и поручительством АО «ДОМ.РФ» (далее — ИЦБ ДОМ.РФ). Ожидаемый темп досрочных погашений является одним из ключевых параметров оценки ИЦБ ДОМ.РФ. На основе данных 2021 года делаются важные выводы об объемах выкупов дефолтных закладных, а также о соотношении между требуемой и максимально возможной доходностями будущих выпусков ипотечных облигаций. Вторая часть статьи посвящена механизму секьюритизации льготных программ ипотечного кредитования, который в 2021 году в рамках выпуска ИЦБ ДОМ.РФ был впервые опробован на российском рынке.

ЧАСТЬ 1. СТАТИСТИКА ПУЛОВ ЗАКЛАДНЫХ: ТРЕНДЫ И ОЖИДАНИЯ

В 2021 году ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» (далее — Ипотечный агент) было размещено 11 выпусков ИЦБ ДОМ.РФ на общую сумму 403 млрд рублей. Таким образом, совокупный объем выпусков ИЦБ ДОМ.РФ за пятилетнюю историю программы достиг 1.3 трлн рублей.

Статистический профиль ипотечных покрытий новых выпусков постепенно меняется с каждым годом. Так, средневзвешенная ставка по кредиту (WAC[1]) в пулах закладных новых выпусков ежегодно снижалась вслед за снижением ставок по ипотеке на первичном и вторичном рынках (Таблица 1). Уменьшение выдержки[2] пулов на момент выпуска свидетельствует о постепенном ускорении процесса секьюритизации. В то же время показатели первоначального LTV, текущего LTV и текущего PTI на момент размещения остаются на стабильном уровне в 66, 56 и 36% соответственно, тем самым демонстрируя высокое качество отобранных кредитов.

Одновременно со снижением WAC новых выпусков ИЦБ ДОМ.РФ в 2021 году произошел значительный рост средней на рынке ставки рефинансирования ипотеки: с 8% в начале 2021 года до более чем 10% годовых в начале 2022 года. На фоне роста ставки рефинансирования ипотеки

[1] От англ. weighted average coupon.

[2] Выдержка пула закладных на дату определяется как взвешенная по остаткам долга кредитов средняя разница между рассматриваемой датой и датой выдачи кредита.

Таблица 1. Выпуски ИЦБ ДОМ.РФ по годам

	Выпущено за год, млрд руб.	Кол-во выпусков за год, шт.	WAC*, % годовых	Выдержка, лет	Первонач. LTV на входе, %	Текущий LTV на входе, %	Текущий PTI на входе, %
2017	111	6	13.5	2.6	67	54	41
2018	136	5	11.2	2.3	66	54	39
2019	297	6	10.2	1.7	67	56	41
2020	371	12	9.6	2.0	66	55	34
2021	403	11	8.5	1.7	66	58	32
Всего	**1319**	**40**	**9.9**	**1.9**	**66**	**56**	**36**

* WAC и далее — средневзвешенные по объему выпусков за год

темп досрочных погашений (CPR) пулов закладных ИЦБ ДОМ.РФ снижался с 30% годовых в первом квартале 2021 года до 20% годовых в четвертом. Цикл ускоренной амортизации ИЦБ ДОМ.РФ на фоне низких ставок, начавшийся в середине 2019 года, завершился (Рисунок 1).

Вследствие роста ставки рефинансирования десять из одиннадцати выпусков 2021 года (25 из 39 находящихся в обращении) на начало 2022 года имеют отрицательный стимул к рефинансированию и находятся на участке S-кривой[1] с уровнем CPR 13–15% годовых (Рисунок 2). Таким образом, в 2022 году ожидаются низкие темпы досрочных погашений, в большей мере сформированные частичными погашениями.

В 2021 году в пулах ИЦБ ДОМ.РФ наблюдался самый низкий за историю ИЦБ ДОМ.РФ темп выхода закладных в дефолт[2] CDR — 0.5% годовых (Рисунок 3). Это связано с двумя факторами. Во-первых, значительное количество дефолтов реализовалось спустя три месяца после локдауна весны 2020 года, после чего общий уровень кредитного риска заемщиков в портфеле

[1] Стимул к рефинансированию определяется как разница между WAC пула и текущей ставкой рефинансирования ипотеки. Подробнее о стимуле и S-кривой можно узнать в статье «Амортизация ИЦБ ДОМ.РФ: оценка и влияние досрочного погашения ипотеки» в выпуске Энциклопедии 2021 г., а также в разделе «Статистика» сайта ицб.дом.рф.

[2] Дефолтной признается закладная, в отношении которой срок неисполнения обязательства заемщика по внесению обязательного платежа в счет погашения основной суммы долга и/или выплаты процентов по обеспеченному ипотекой требованию составляет более чем 90 календарных дней.

Рисунок 1
CPR пулов закладных в обеспечении ИЦБ ДОМ.РФ

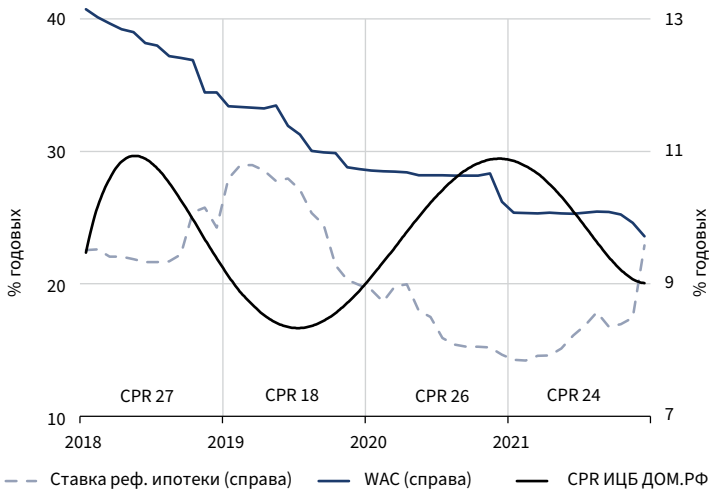
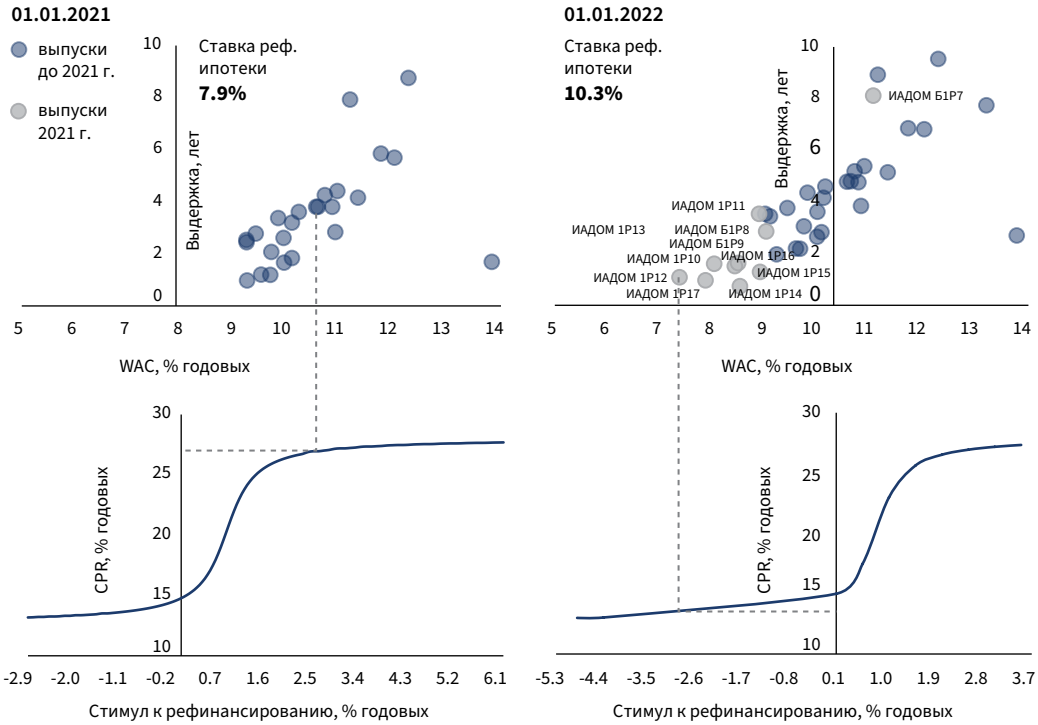


Рисунок 2. ИЦБ ДОМ.РФ и ставка рефинансирования ипотеки в начале 2021-го и 2022 годов



Ипотечного агента снизился. Во-вторых, в связи с уменьшением выдержки пулов новых выпусков ИЦБ ДОМ.РФ общая выдержка портфеля Ипотечного агента не меняется и на конец каждого года начиная с 2017-го остается на уровне 3 лет. Как следствие, совокупный портфель закладных Ипотечного агента удерживается на одном и том же участке теоретической винтажной кривой дефолтности, на котором в относительно спокойный период значение CDR сохраняется около 0.6% годовых (см. 2018–2019 годы на Рисунке 3). Иными словами, CDR совокупного портфеля закладных Ипотечного агента остается на одном уровне в связи с тем, что пока еще низкий CDR по молодым пулам компенсирует уже более высокий CDR по выдержанным пулам.

Не менее важной качественной статистикой рынка секьюритизации в России является соотношение между максимально возможной и требуемой доходностями потенциальных выпусков ипотечных облигаций. На Рисунке 4 видно, что в начале 2022 года средняя ставка по ипотеке, выданной в первой половине 2021 года, составляет около 8.3% годовых[1]. Это значение демонстрирует примерный уровень ставок по значительной доле кредитов, доступных для секьюритизации в начале 2022 года. Максимальная доходность ИЦБ ДОМ.РФ, которую может обеспечить данный уровень ставок по ипотеке, составляет около 7.3% годовых[2]. В то же время в начале 2022 года требуемая доходность по ИЦБ ДОМ.РФ на горизонте стандартной для новых выпусков дюрации 3 года превышает 10% годовых (значение КБД Московской биржи в точке 3 года + G-спред

[1] Здесь и далее в целях корректного сравнения все значения ставок и доходностей представлены в терминах годовой капитализации процентов.

[2] Значение получено путем вычитания из 8.3% годовых условных 100 б. п. расходов Ипотечного агента, включающих расходы на поручительство ДОМ.РФ и основной сервис закладных.

80–100 б. п.). Вследствие этого ожидается, что в 2022 году наиболее выгодной стратегией секьюритизации для банков станет балансовая операция замены пула закладных на выпуск ИЦБ в целях повышения ликвидности и управления капиталом.

ЧАСТЬ 2. ОПЫТ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ ЛЬГОТНЫХ ПРОГРАММ

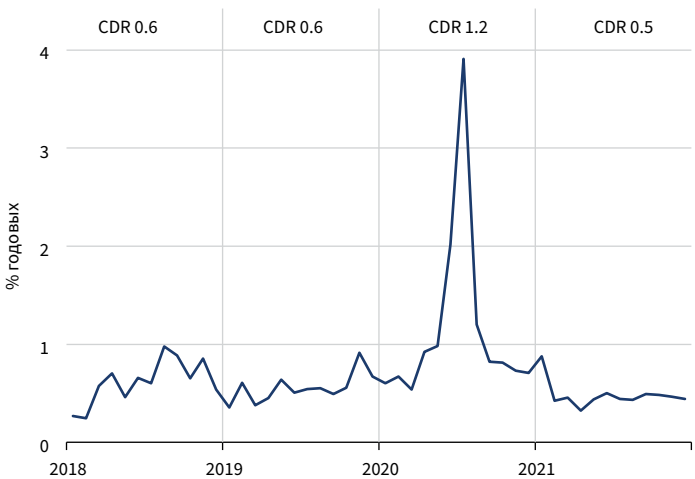
В 2021 году ДОМ.РФ разработал механизм секьюритизации кредитов, выданных в рамках государственных льготных программ. Данные программы предусматривают снижение ставки для заемщика за счет возмещения банку-кредитору недополученного дохода из бюджета РФ. Сумма возмещения определяется плавающей ставкой, изменения которой следуют за изменениями ключевой ставки Банка России (далее — ключевая ставка). В отношении большинства государственных льготных программ предусмотрено лимитирование их объема и, соответственно, распределение лимита между кредиторами. Утилизация лимита осуществляется в момент выдачи кредита первоначальным кредитором и далее не восполняется при продаже кредита, в том числе ипотечному агенту, при этом возмещение по программе начинает транслироваться новому владельцу.

Для тестирования механизма было сформировано ипотечное покрытие, полностью состоящее из закладных, которые были выданы по программе «Семейная ипотека»[1]. На основе данного покрытия в ноябре 2021 года проведено размещение выпуска ИЦБ ДОМ.РФ с новым для рынка ипотечных облигаций типом купона: ставка купона в каждую ежемесячную выплату по облигациям определяется как сумма значения ключевой ставки на начало предыдущего месяца и определенной на момент размещения фиксированной части.

Кроме того, среди ИЦБ ДОМ.РФ это первый выпуск, верифицированный в качестве социального и соответствующего принципам социальных облигаций (SBP) Международной ассоциации рынков капитала (ICMA). Для получения независимого заключения рейтингового агентства о признании выпуска облигаций соответствующим стандартам ICMA необходимо доказать, что выпуск отвечает принципам социальных облигаций. В целях соответствия выпуска данным критериям были проработаны подходы к оценке и отбору закладных, подготовке и публикации отчетности, внесен ряд изменений в эмиссионную документацию. ДОМ.РФ также утвердил концепцию социальных облигаций с ипотечным покрытием,

[1] «Семейная ипотека» — льготная программа ипотечного кредитования, реализуемая в рамках федерального проекта «Финансовая поддержка семей при рождении детей» национального проекта «Демография», в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 30.12.2017 №1711.

Рисунок 3
CDR пулов закладных в обеспечении ИЦБ ДОМ.РФ



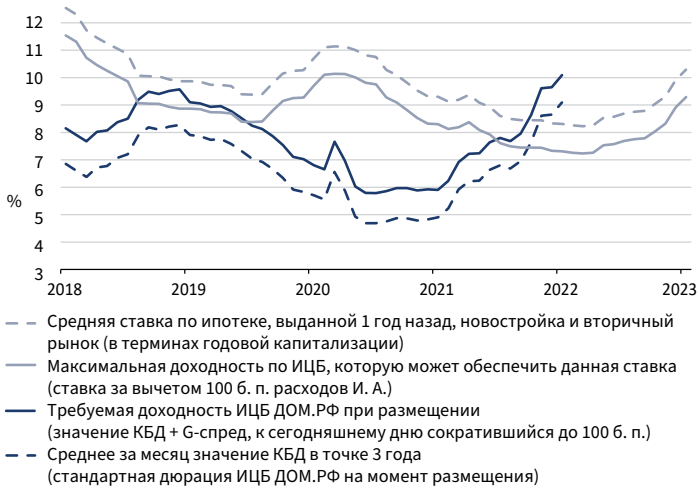


Рисунок 4
Соотношение максимально возможной и требуемой доходностей потенциальных выпусков

в которой описываются возможные критерии отбора закладных для выпуска социальных облигаций[1].

Формула расчета ставки купона

Процентные поступления по кредитам, выданным в рамках программы «Семейная ипотека», формируются из двух источников. Первую часть платит заемщик по фиксированной процентной ставке, установленной кредитным договором (далее — Ставка КД). Вторая часть — это надбавка к Ставке КД, выплачиваемая из средств федерального бюджета РФ (далее — Надбавка). Размер Надбавки зависит от размера ключевой ставки и вычисляется[2] как разница между ключевой ставкой, увеличенной на 3, 4 или 5 п. п.[3], и Ставкой КД. Несмотря на то что в рамках «Семейной ипотеки» фактическая Ставка КД может быть ниже 6% (для повышения конкурентной привлекательности кредиторами применяются различные опции, снижающие ставку), для расчета размера Надбавки значение Ставки КД не может быть меньше 6% годовых:

Надбавка % год. **= ключевая ставка** % год. **+ {3, 4 или 5}** % год. **– max (6%, Ставка КД)** % год.

В целях единообразия и упрощения расчетов ипотечное покрытие для выпуска ИЦБ ДОМ.РФ было собрано из кредитов со Ставкой КД меньше либо равной 6% годовых, а также имеющих одинаковую формулу расчета Надбавки:

Надбавка % год. **= ключевая ставка** % год. **+ 4**% год. **– 6**% год. **= ключевая ставка** % год. **– 2**% год.

Получение Надбавки связано с фактическим поступлением платежей от заемщика. Если заемщик допускает просрочку по кредиту, то Надбавка может быть получена только тогда, когда платежи по закладной возобновятся. Как следствие, условиями выпуска предусмотрено, что при выкупе ДОМ.РФ закладной в качестве дефолтной[4] Ипотечный агент утратит право на получение Надбавки за период отсутствия по ней платежей, а право ее получения в случае, если заемщик возобновит платежи, перейдет новому кредитору. Поступление кредитору средств от обращения взыскания на предмет ипотеки не приводит к получению Надбавки.

[1] Концепцию социальных облигаций с ипотечным покрытием ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент» можно найти по ссылке: https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=36731&type=1.

[2] Надбавка определяется ежемесячно, при этом используется значение ключевой ставки на начало месяца, в котором поступил платеж заемщика.

[3] Значение, используемое в расчете, определяется в зависимости от типа предмета ипотеки и периода выдачи кредита.

[4] В дополнение к предоставленному поручительству по выпуску облигаций ДОМ.РФ осуществляет выкуп дефолтных закладных из ипотечного покрытия.

На Рисунке 5 схематично изображена логическая последовательность получения формулы, согласно которой ежемесячно рассчитывается ставка купона по выпущенным облигациям. Описанный выше принцип формирования процентных поступлений по пулу за вычетом расходов Ипотечного агента, в которые входят в том числе поручительство ДОМ.РФ и сервис закладных, путем несложных арифметических операций однозначно определяет максимально допустимый данным ипотечным покрытием ежемесячный уровень ставки купона (ключевая ставка + 1.9% годовых). Превышение максимально возможной фиксированной части ставки купона над итоговой (0.65% годовых) позволило оригинатору закладных продать пул с премией.

Итоговое значение фиксированной части ставки купона 0.65% годовых выставлено с целью обеспечения модельного Z-спреда 70 б. п. при размещении по номинальной стоимости. Значение фиксированной части было установлено в ходе открытого сбора заявок. Более детально ценовые характеристики выпуска можно изучить в Калькуляторе ИЦБ ДОМ.РФ (далее — Калькулятор), доступном на сайте ицб.дом.рф.

Неравенство между фиксированной частью и модельным спредом связано с тем, что форма кривой бескупонной доходности Московской биржи (далее — КБД), по которой с добавлением Z-спреда дисконтируется ожидаемый денежный поток, отличается от формы кривой форвардных значений ключевой ставки, согласно которой моделируется плавающая часть ставки купона. Форвардная кривая ключевой ставки в Калькуляторе рассчитывается на основе данных Bloomberg по котировкам процентных свопов на ключевую ставку с учетом ожидаемого графика заседаний ЦБ по вопросам денежно-кредитной политики.

Преимущества выпуска ИЦБ с плавающей ставкой купона

Секьюритизация льготных программ ипотеки обладает целым рядом преимуществ как для инвесторов, так и для оригинаторов. Прежде всего, у облигаций со ставкой купона, привязанной к ключевой ставке, низкий уровень процентного риска. В связи с тем что форвардная кривая ключевой ставки, как правило, находится на одном уровне с КБД, текущая рыночная цена таких облигаций практически не уходит от номинальной[1]. Данное свойство минимизирует влияние опциона досрочного погашения и существенно снижает зависимость цены от модельных уровней CPR. Таким образом, подобные выпуски облигаций являются привлекательными для диверсификации портфеля бумаг с фиксированной доходностью.

В случае продажи пула секьюритизация льготных программ позволяет оригинатору не фиксировать убыток по закладным даже в самых напряженных условиях роста рыночных ставок. В случае замены пула на ИЦБ ДОМ.РФ, помимо стандартных преимуществ в виде расширения возможностей по управлению балансом, снижения налоговой нагрузки, а также существенного роста ликвидности, в том числе за счет возможности привлечения краткосрочного фондирования посредством сделок РЕПО, оригинатор также сохраняет описанные выше преимущества для инвестора.

[1] Отклонения цены от номинальной возможны в двух случаях: во-первых, если форма форвардной кривой ключевой ставки существенно расходится с формой КБД; во-вторых, если текущий рыночный Z-спред значительно отличается от установленной при размещении фиксированной части ставки купона. Оба случая достаточно редки и характерны для крайне нестабильной рыночной конъюнктуры.

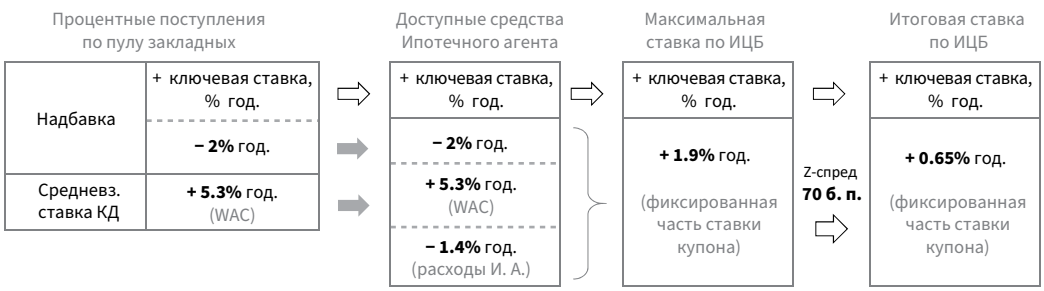



Рисунок 5. Определение ставки купона по ИЦБ ДОМ.РФ (секьюритизация «Семейной ипотеки»)