Сергей КАДУК,
начальник Управления секьюритизации и структурных продуктов, ПАО «Совкомбанк»

Single asset, single borrower выпуски как подкласс сделок CMBS и их потенциал в России

Так называемые SASB-сделки (single as set, single borrower), где обеспечением выступает один или несколько ипотечных кредитов на один крупный объект недвижимости, стали основным типом CMBS-сделок (Commercial Mortgage Backed Securities) в США в 2021 году. Объем SASB-сделок в 2021 году в два раза превзошел объем классических кондуитных сделок.

Самые громкие сделки прошлого года включали: здание Grace Building в Нью-Йорке стоимостью $734 млн, здание 277 Park Ave в Нью-Йорке стоимостью $750 млн и гостиничный курорт The Atlantis на Багамах стоимостью $1 млрд.

ОБЗОР РЫНКА

Современный CMBS-рынок зародился в США в 1989 году как следствие кризиса системы ссудно-сберегательных банков (Savings & Loans). Для разгрузки балансов банков была создана программа секьюритизации, в ходе которой государственная компания Resolution Trust Corporation (RTC), оставляя большую часть рисков по портфелям коммерческой ипотеки на себе, продавала в рынок более надежные, защищенные от потерь транши.

Частные банки, получившие опыт участия в бумагах, выпускаемых под эгидой RTC, стали развивать собственные CMBS-секьюритизации, так называемые private-label CMBS. За тридцатилетнюю историю рынок частных коммерческих ипотечных бумаг прошел большой путь и превысил $550 млрд в 2021 году. Общий объем новых выпусков составил $109 млрд, почти в два раза превысив объемы 2020 года.

В классической форме CMBS выпускаются через траст-кондуит (REMIC),

что позволяет выплачивать средства инвесторам без налоговых удержаний. Кондуитные сделки имеют сходные характеристики: размер сделок около $1 млрд, портфель из 50–100 кредитов от $1 до 100 млн, где 10 крупнейших кредитов составляют более 50% портфеля. Кредиты со сроками 10 лет с фиксированными ежемесячными процентами — такие бумаги обычно выкупаются институциональными инвесторами, банками и страховыми компаниями в соответствии с их потребностями в риске, доходности или дюрации.

SASB (single asset, single borrower) сделки стали появляться после кризиса 2008 года. Основу обеспечения составляют кредиты, обеспеченные одним или несколькими (до 10 шт.) объектами недвижимости. 2021-й стал знаковым годом для SASB-сделок в США, так как объемы выпуска SASB-сделок впервые и значительно обогнали объемы кондуитных сделок: $77.7 млрд SASB-сделок против $30.5 млрд кондуитных.

Такое развитие событий было обусловлено несколькими факторами:

- низкие процентные ставки и желание заемщиков рефинансироваться через секьюритизацию;
- спрос инвесторов на высокодоходные инвестиции (SASB предлагают дополнительную маржу);
- рост стоимости активов в отдельных городах;
- уменьшение пулов CMBS после кризиса;
- общее привлечение покупателей к приобретению так называемых trophy-assets: знаковых, хорошо известных объектов недвижимости;
- конкурентоспособный рынок кредитования CMBS, который был готов финансировать подобные сделки.

ОСОБЕННОСТИ SASB-СДЕЛОК

В отличие от кондуитных SASB-сделки не шаблонны и могут сильно отличаться одна от другой. Лежащий в обеспечении кредит может быть либо с фиксированной, либо с плавающей ставкой, может иметь сроки и порядок погашения, типичные для конкретного рынка и типа недвижимости. В кредит могут быть зашиты опционы, степ-ап купоны и иные спецусловия.

Также имеется большой контраст в структуре сделок. Кондуитные сделки стандартны: старшие «AAA» транши требуют 30% кредитного усиления. SASB сделки индивидуальны, размер кредитного усиления, который может потребоваться для «AAA» траншей, может составлять от 30% до 70%.

Различия на этом не заканчиваются. Как правило, кондуитные сделки содержат несколько «AAA» траншей с ожидаемой средней жизнью (WAL) меньшей, чем у субординированных траншей. Водопад платежей обычно последовательный, а кредитные убытки распределяются снизу вверх. Это дает каждому траншу различную чувствительность к изменению кривой и кредитному качеству. При этом средняя жизнь и доходность каждого транша хорошо предсказуемы. Это достигается благодаря тому, что большинство коммерческих ипотечных кредитов имеют похожие характеристики в отношении запретов на досрочные погашения. Досрочные погашения обычно возможны только в определенные периоды времени и содержат условия по поддержанию доходности для кредиторов. Условия могут включать требования по приобретению Treasuries для компенсации выпадающих денежных потоков, штрафы и комиссии за досрочное погашение.

Сделки SASB выпускаются несколькими траншами, зачастую с одинаковым ожидаемым WAL, а основными различиями между траншами является уровень кредитной поддержки. Важным отличием SASB является распределение сумм досрочных погашений. Стандартно досрочные погашения распределяются пропорционально между траншами. Также возможны варианты, когда 15–25% процентов предоплатных платежей распределяются пропорционально, а остаток распределяется последовательно по старшинству траншей.

РИСКИ SASB-СДЕЛОК

Основными рисками SASB-сделок являются, очевидно, риск неплатежей по кредиту, вызванный недополучением дохода от аренды или банкротством соб-

ственника, и риск переоценки предмета залога, вызванный изменением экономических факторов или выявленными дефектами в состоянии здания. Обычно риск переоценки здания реализуется как следствие недополучения арендных платежей и невозможности найти замену неплатежеспособному арендатору.

Уровень неплатежей 90+ в 2021 году существенно снижался после пика в 2020 году в 12%, вызванного COVID-19, до исторических средних уровней 4–5%.

За 2021 год 575 объектов недвижимости были переоценены в среднем на 34.4% ниже начальной оценки. Новые оценки заказывают после дефолта по кредитам с целью ограничить выплаты инвесторам от сервисеров. Бывают и совсем исключительные случаи с переоценкой объектов до 10–15% от начальной стоимости.

SASB-СДЕЛКИ В РОССИИ

Короткая история CMBS-секьюритизации в России насчитывает всего 3 сделки. Все они не имели рыночного характера и не рейтинговались. Все эти сделки являлись SASB, так как обеспечивались одним или двумя объектами недвижимости.

Рейтингование CMBS-сделок в России возможно только в случае SASB-сделок. На момент подготовки этой статьи у российских рейтинговых агентств отсутствовали утвержденные методологии для сделок, состоящих из многих коммерческих ипотечных кредитов. Напротив, сделки с единичными кредитами «Эксперт РА» может рейтинговать с помощью «Методологии присвоения кредитных рейтингов инструментам структурированного финансирования, выпущенным в рамках сделок секьюритизации негранулированных пулов активов», а АКРА может применить «Методологию присвоения кредитных рейтингов эмитентам, инструментам и обязательствам проектного финансирования по национальной шкале для Российской Федерации».

Пример рейтингования сделки, содержащей в числе прочего и ипотеку (залог) коммерческой недвижимости, есть. Сделка «СФО РуСол 1» рейтинговалась рейтинговым агентством АКРА с помощью на методологии рейтингования сделок проектного финансирования.

В текущем состоянии развития рынка перспективы для выпуска рыночных рейтингованных коммерческих ипотечных бумаг имеются только для SASB-сделок.

Корпоративно-
инвестиционный
бизнес

Секьюритизация

ВТБ Капитал

ЛУЧШИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК НА РЫНКЕ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

Cbonds

Самая «розничная» сделка первичного размещения: сделка секьюритизации потребительских кредитов ВТБ объемом 35 млрд руб.

2021

ВТБ

Самая крупная сделка на рынке ипотечной секьюритизации: выпуск ипотечных облигаций с поручительством ДОМ.РФ объемом 207,6 млрд руб.

2021

VTBCAPITAL.RU / +7 (495) 960 99 99

Данный рекламный модуль подготовлен АО ВТБ Капитал, размещается на правах рекламы и охраняется авторским правом. Воспроизведение в любом виде любой части настоящего модуля не разрешается без предварительного письменного согласия АО ВТБ Капитал. Термины, используемые в настоящем рекламном модуле, отражают терминологию, употребляющуюся в сложившейся рыночной практике, и могут полностью не соответствовать значениям, определенным применимым законодательством, включая законодательство РФ. Деятельность АО ВТБ Капитал регулируется Центральным Банком Российской Федерации. АО ВТБ Капитал имеет лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №045-11463-100000, выдана Федеральной службой по финансовым рынкам 31 июля 2008 года.
ВТБ Капитал, Инвестиционный бизнес Группы ВТБ.

* Лучший инвестиционный банк на рынке секьюритизации в регионе CEE и EMEA по версии EMEA Finance в 2009, 2010, 2013 – 2020

АО ВТБ Капитал