

Ипотечное кредитование и секьюритизация

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР
ИЮНЬ 2007

Содержание

Новости и события	1
Зарубежный опыт: последние новости рынка секьюритизации активов в США. Экспертные мнения о развитии американского рынка секьюритизации. ABS, CDO с залогом ипотечных кредитов низкого качества	6
Секьюритизация активов: выпуск ипотечных ценных бумаг Первого ипотечного агента АИЖК: структура и особенности сделки. Мнение организаторов сделки и участников рынка об итогах выпуска	14
Ценные бумаги: обзор российского рынка ипотечных ценных бумаг, изменения доходности на долговом рынке	20
Статистика	21



НОВОСТИ И СОБЫТИЯ

Газпромбанк и Barclays Capital завершили размещение ценных бумаг в рамках второй международной секьюритизации портфеля закладных АКБ «Совфинтрейд»

Газпромбанк и Barclays Capital, выступившие ведущими организаторами второй международной секьюритизации портфеля закладных АКБ «Совфинтрейд», ЗАО объемом 6,9 млрд рублей, завершили размещение ценных бумаг Gazprombank Mortgage Backed Securities серии 2007-1. Соорганизатором старшего транша облигаций A1 выступил Lehman Brothers International (Europe). В ходе проведенной маркетинговой кампании в Великобритании и странах континентальной Европы размещаемые ценные бумаги привлекли значительный интерес со стороны инвесторов.

Инвесторам было предложено четыре рейтингованных транша ценных бумаг, в отношении которых установлена различная очередность исполнения обязательств. Старший транш облигаций A1 номинальной стоимостью 147,15 млн евро (кредитный рейтинг A3/BBB+ от Moody's / Standard&Poors) размещен среди инвесторов по ставке купона 1-мес. Euribor + 110 базисных пунктов. Старший транш облигаций A2

номинальной стоимостью 850 млн рублей, имеющий одинаковый приоритет исполнения обязательств с траншем A1 (кредитный рейтинг A3/BBB+ от Moody's / Standard&Poor's), размещен по фиксированной ставке купона 7,5 % годовых. Рублевые субординированные транши B и C номинальной стоимостью 311,8 и 329,0 млн рублей соответственно (кредитный рейтинг Baa3/BBB- от Moody's и Ba2/BB- от Standard&Poor's) размещены по фиксированной ставке купона 7,75 % годовых и 10,5 % годовых соответственно. Кредитное усиление держателям рейтингованных траншей облигаций предоставлено посредством субординированного транша Da, выкупаемого Совфинтрейдом и неамортизируемого денежного резервного фонда в размере 1,5% от объема сделки.

Облигации размещены среди 25 инвесторов. 43,69% выпуска размещены среди инвесторов Великобритании, 17,36% – Германии, 15,86% – Австрии. Также в размещении приняли участие французские, итальянские, португальские и испанские инвесторы. Российские инвесторы приобрели 6,9% выпуска. Основными инвесторами выступили управляющие фондами (52,87%) и банки (40,29%). Спрэд над базисной ставкой по старшему траншу облигаций, номинированному в евро, был снижен на 0,2% по сравнению с первой международной секьюритизацией портфеля АКБ «Совфинтрейд», ЗАО, реализованной в декабре 2006 года. Сужение спрэдов по размещаемым в рамках секьюритизации облигациям свидетельствует о повышении инвестиционной привлекательности ипотечного бизнеса банка в глазах иностранных и российских инвесторов.

В рамках данной сделки был использован ряд инновационных подходов к размещению ценных бумаг, позволивших организаторам сделки добиться оптимальных условий размещения. Во-первых, старший класс выпускаемых ценных бумаг был разделен на транши в иностранной валюте и рублях. При этом впервые в истории секьюритизации активов на развивающихся рынках распределение объема выпускаемых бумаг в иностранной валюте и местной валюте определялось на основании объема инвесторского спроса. Во-вторых, впервые в истории российского рынка секьюритизации широкому кругу инвесторов были предложены два рублевых субординированных транша облигаций. Заявки на приобретение данных траншей в 3,5 раза превысили номинальный объем предлагаемых бумаг. Кроме того, эффективность сделки Совфинтрейда была повышена за счет замены части денежного резервного фонда на субординированный нерейтингованный транш облигаций класса Da, выкупаемый банком.

Одной из отличительных особенностей сделок банка «Совфинтрейд» является значительная региональная диверсификация портфелей закладных. В частности, в рамках данной сделки был секьюритизирован портфель закладных, выданных в 47 регионах РФ по единым установленным им стандартам. Основную долю в портфеле занимают закладные, выданные в Республике Татарстан (25,9%), Челябинской области (8,4%), Иркутской области (7,39%), Новосибирской области (6,1%) и Вологодской области (5,0%). Доля закладных, выданных в Москве и Московской области, не превысила 0,9% от объема секьюритизированного портфеля.

Данная сделка по секьюритизации закладных является третьей по счету сделкой, организованной Газпромбанком для Совфинтрейда, который уже секьюритизировал ипотечных активов на российском и международных рынках капитала на общую сумму 15,6 млрд рублей, что составляет около 54% от общего объема ипотечной секьюритизации российских финансовых институтов к текущему моменту. При этом каждая из сделок Совфинтрейда по секьюритизации своих портфелей закладных, в которых Газпромбанк выступил организатором, является знаковой для рынка секьюритизации российских ипотечных активов и неизменно становится крупнейшей по объему секьюритизируемых ипотечных активов. До конца 2007 года Совфинтрейд планирует дополнительно привлечь финансирование объеме около 10 млрд рублей в рамках программы финансирования посредством секьюритизации.

Moody's присвоило рейтинг сделке секьюритизации ипотечных активов Москоммерцбанка

Международное рейтинговое агентство Moody's присвоило предварительные долгосрочные рейтинги RMBS, выпускаемым в рамках сделки трансграничной секьюритизации ипотечных активов Москоммерцбанка. Эмитентом ценных бумаг выступает специально созданная компания (SPV) Moscow Stars B.V., зарегистрированная в Нидерландах. Номинальный срок погашения ценных бумаг – декабрь 2034г. Организаторами сделки выступили HSBC Bank PLC и Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG.

Выпуск состоит из трех траншей общим объемом 184,4 млн. долларов. Старшему траншу класса А объемом 163,2 млн. долл. (88,5% выпуска) присвоен предварительный рейтинг Ваа2. Транш класса В объемом 16,6 млн. долларов получил рейтинг Ва2. Младший транш класса С объемом 4,6 млн. долларов не рейтинговался.

Ипотечные активы, которые лежат в основе сделки, обладают хорошими кредитными характеристиками. Средний текущий коэффициент LTV по портфелю составляет 67,58%. Все ипотечные кредиты, входящие в состав покрытия, оформлены залоговыми. Портфель состоит из 1327 кредитов с фиксированной ставкой, выданных в Москве (71,72%) и Московской области (38,38%). Максимальный размер кредита в портфеле составляет 1 млн. долларов, средний размер кредита по портфелю – 138,97 тыс. долларов.

Облигации АИЖК серий А2, А3, А6 и А9 включены Фондовой биржей ММВБ в котировальный список «А» второго уровня

13 июня 2007 года Облигации ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» серий А2, А3 и А6 переведены Фондовой биржей ММВБ из котировального списка «Б» в котировальный список «А» второго уровня. 15 июня 2007 года ММВБ включила в котировальный список «А» второго уровня облигации АИЖК серии А9.

До настоящего момента в котировальном списке «А» второго уровня уже обращались облигации ОАО «АИЖК» серий А5, А7 и А8, что привело к росту их ликвидности. На текущую дату среднемесячный оборот по облигациям серии А5 составляет более 150 млн. руб., серии А7 - более 160 млн. руб., серии А8 - более 220 млн. руб.

Включение облигаций в котировальный список высшего уровня позволит существенно расширить круг инвесторов в облигации ОАО «АИЖК», в том числе снимет ограничения на инвестирование в облигации средств накопительной ипотечной системы жилищного обеспечения военнослужащих. Принимая во внимание то, что в соответствии с Правительственной Концепцией развития унифицированной системы рефинансирования ипотечных жилищных кредитов ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» до 2010 года должно осуществить выпуск корпоративных облигаций на сумму 124 млрд. рублей, присутствие в котировальных списках высшего уровня благоприятно скажется на ликвидности будущих выпусков ОАО «АИЖК».

На сегодняшний день на ФБ ММВБ обращаются 9 облигационных займов ОАО «АИЖК» на общую сумму 24,42 млрд. рублей, из которых 7 включены в котировальные списки высшего уровня. Все выпуски облигаций ОАО «АИЖК» обеспечены государственными гарантиями Российской Федерации.

Банк «Совфинтрейд» переименован в «ГПБ-Ипотека»

28 июня Дочерняя организация Газпромбанка – АКБ "Совфинтрейд", ЗАО - переименована в Акционерный банк "ГПБ-Ипотека" (Закрытое акционерное общество). Новое название в первую очередь призвано отразить основное направление деятельности этой кредитной организации как специализированного ипотечного банка.

«Совфинтрейд» - специализированный ипотечный банк Группы Газпромбанка. Именно этот статус кредитной организации и отражает новое название, - отметил заместитель Председателя Правления Газпромбанка, Председатель Совета Директоров АБ "ГПБ-Ипотека" (ЗАО) Александр Муранов. - На протяжении двух лет "Совфинтрейд" развивает систему рефинансирования ипотечных жилищных кредитов. За такой короткий срок Банк достиг значительных успехов, став одним из лидеров рынка в этом сегменте».

"Банк пошел по пути формирования собственной сети региональных операторов, осуществляющих деятельность по выдаче, рефинансированию и обслуживанию ипотечных жилищных кредитов, - подчеркивает Председатель Правления ГПБ-Ипотеки Валерий Серегин. - К настоящему времени нами выработана четкая схема секьюритизации ипотечных активов и совместно с Газпромбанком отработан механизм эффективного

размещения ипотечных ценных бумаг на зарубежных и российском финансовых рынках. Наш банк первым разместил облигации с ипотечным покрытием на российском финансовом рынке".

ГПБ-Ипотека – один из лидеров российского рынка ипотечного кредитования и ведущий российский банк по объемам секьюритизированных ипотечных жилищных кредитов. В 2006 году Банк осуществил секьюритизацию ипотечных активов на внутреннем и внешнем финансовых рынках на общую сумму 9,7 млрд. рублей, что составляет около 70% от общего объема ипотечной секьюритизации российских финансовых институтов.

Выпуск облигаций с ипотечным покрытием Ипотечной специализированной организацией "ГПБ-Ипотека" (SPV банка Совфинтрейд, созданное в соответствии с российским законодательством), организованный в конце 2006 года Газпромбанком, позволил Совфинтрейду (сейчас – "ГПБ-Ипотека") стать первым банком в России, осуществившим секьюритизацию ипотечных активов на внутреннем финансовом рынке. Выпуском объемом 3 млрд рублей агентство Moody's присвоило кредитный рейтинг на уровне суверенного рейтинга РФ – "Baa2". Доходность при размещении составила 7,27% годовых. Основным спросом на инновационный для российской практики инструмент предъявили отечественные институциональные инвесторы. Ими было сформировано две трети объема заявок. В целом база инвесторов получилась очень диверсифицированной: банки, негосударственные пенсионные фонды, страховые, инвестиционные, управляющие компании.

Спрос на облигации DeltaCredit с плавающей купонной ставкой превысил предложение в 2,7 раза

30 мая 2007 года впервые на российском рынке на фондовой бирже ММВБ состоялось размещение банковских облигаций с плавающей процентной ставкой — второго выпуска облигаций специализированного ипотечного банка DeltaCredit. Объем спроса на аукционе превысил предложение в 2,7 раза.

По результатам конкурса премия к ставке MosPrime на три месяца была установлена в размере 30 базисных пунктов (0,30% годовых). Таким образом, ставка первого купона была определена эмитентом в размере 5,10% годовых, что является самым низким значением купона за всю историю рынка негосударственных облигаций.

В ходе аукциона было подано 25 заявок инвесторов на общую сумму 5,43 миллиардов рублей, общий размер премии к ставке MosPrime, указанный инвесторами в заявках, варьировался в диапазоне от 19 до 119 базисных пунктов. Весь объем выпуска был размещен в течение одного дня. Организатором выпуска является «Райффайзенбанк». Со-андеррайтерами выпуска выступили: «Банк Кредит Свис», «ИНГ Банк», «Голдман Сакс», «Дойче Банк», «Ситибанк».

Облигации общей номинальной стоимостью два миллиарда рублей имеют срок обращения три года. По выпуску предусмотрена выплата ежеквартальных купонов. Ставки 2-12 купонов равны сумме ставки MosPrime на три месяца, установленной в последний день каждого купонного периода, и премии в 30 базисных пунктов, но не более 8,50% годовых.

Как замечает финансовый директор ипотечного банка DeltaCredit Сергей Озеров, «Размещение на бирже облигаций с плавающей процентной ставкой — еще один показатель того, что банк разрабатывает различные способы для привлечения средств на развитие доступной ипотеки», — добавил г-н Озеров. Средства от размещения облигаций будут направлены банком DeltaCredit на развитие ипотечного кредитования в Москве и других регионах России.

Объем ипотечных кредитов, приобретенных Русским Ипотечным Банком у региональных операторов, составил 145 млн. рублей

За 2 месяца действия проекта Русского Ипотечного Банка по рефинансированию портфелей ипотечных кредитов, выданных региональными операторами по стандартам АИЖК, суммарный объем приобретенных Банком кредитов составил 145 млн. рублей.

Председатель Правления Русского Ипотечного Банка Татьяна Вознесенская охарактеризовала деятельность Банка следующим образом: «Сейчас мы полностью завершили отладку всех бизнес-процессов по приобретению ипотечных кредитов, выданных региональными операторами. Динамичный рост участников проекта позволяет сказать, что наши условия вызвали значительный интерес у целевой аудитории».

В число партнеров Русского Ипотечного Банка, с которыми сотрудничество осуществляется на постоянной основе, входят ОАО «Кубанская ипотечная корпорация», ОАО «Липецкая региональная ипотечная корпорация», ОАО «Тамбовская региональная ипотечная корпорация», коммерческий банк «Соотечественники» (г.Омск), ОАО «Южно-Уральское Агентство по ипотечному жилищному кредитованию», ОАО «Башэкономбанк», Сервисное ипотечное агентство г. Магнитогорска, ГУП РК «Фонд госимущества Республики Карелия» и др.

АИЖК снижает процентные ставки по стандартным ипотечным кредитам

ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» в соответствии с решением Правления Агентства объявляет о введении с 1 июля 2007 года обновленной линейки стандартных кредитных продуктов. В зависимости от срока кредитования и суммы первоначального взноса процентная ставка по ипотечным кредитам составит от 10,75% до 14% годовых в рублях.

Соотношение кредит/залог, %	Процентная ставка, %		
	от 12 до 120 мес. (от 1 до 10 лет) включительно	более 120 до 240 мес. (от 10 до 20 лет) включительно	более 240 до 360 мес. (от 20 до 30 лет) включительно
от 30% (включительно) до 50% (включительно)	10,75	11,00	11,25
более 50% до 70% (включительно)	12,00	12,25	12,50
более 70% до 90% (включительно)	13,50	13,75	14,00

Как следует из таблицы, Агентство вводит девять новых ипотечных стандартных продуктов вместо ранее действовавших шести, что позволит потенциальным заемщикам выбрать наиболее комфортные условия кредитования и повысит доступность ипотеки для граждан со средними доходами.

Ранее в январе 2006 года ОАО «АИЖК» ввело шесть стандартных ипотечных продуктов с различными процентными ставками в зависимости от сроков кредитования и размера первоначального взноса с минимальной ставкой в 12% годовых и максимальной - 16% годовых.

В июле 2006 года минимальная ставка кредитования по стандартным продуктам Агентства была снижена до уровня 11,5% годовых (максимальная до 14,5% годовых), в октябре - до 11% годовых (максимальная - 14% годовых).



ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ

Виктория Бакланова, СГА

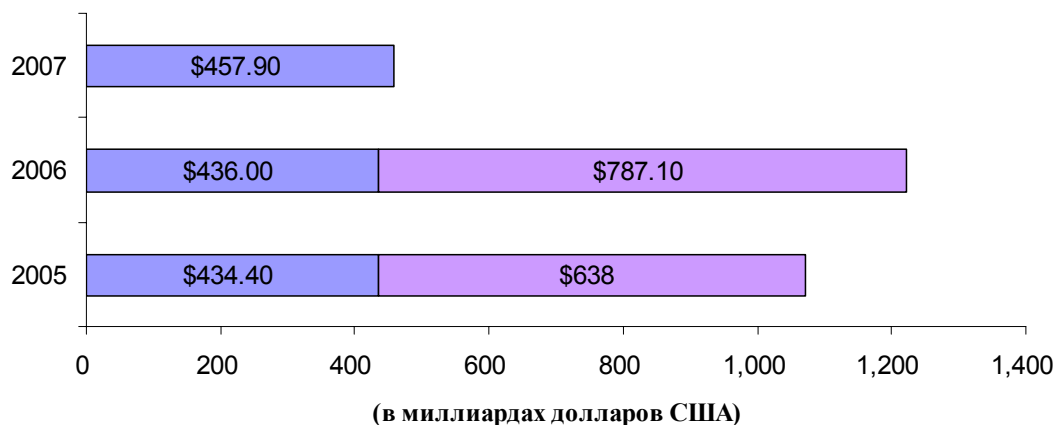
директор группы рейтингов инвестиционных фондов и управляющих компаний рейтингового агентства Fitch Ratings, Нью-Йорк

Обзор рынка секьюритизации активов в США

Выпуск всех видов секьюритизированных ценных бумаг в США с начала года составил 458 миллиардов долларов. Аналитики отмечают, что, несмотря на то, что выпуск вырос на 5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, темпы роста замедлились. Ведь еще два месяца назад этот показатель составлял 10%. Данные на приведенном ниже графике иллюстрируют объемы выпуска секьюритизированных ценных бумаг за первые 5 месяцев этого года по сравнению с 2005 и 2006 годами.

С развитием кризиса на рынке ипотечных кредитов низкого качества, выпуск секьюритизированных ценных бумаг все меньше зависит от этого сектора: на данный момент только 35% новых предложений заложено подобными кредитами, тогда как на пике 70% всех предложений опиралось на ипотечные кредиты низкого качества. По состоянию на конец мая, лидирующим является сектор CDO. За первые 5 месяцев этого года выпуск CDO возрос на 41% и составляет около 30% всех новых предложений.

**Выпуск секьюритизированных ценных бумаг в США
(2005 - Май 2007)**



**Выпуск секьюритизированных ценных бумаг в США
по видам залога (Май 2007 г.)**



Состояние сектора ипотечных кредитов низкого качества остается напряженным. Задолженности по кредитам, выданным в 2006, составляют 14%, что более чем в два раза превышает задолженности по кредитам, выданным в 2000-2005 годах. Средняя задолженность по этим кредитам составляет 6,4%. Просрочка платежей заемщиками естественным образом транслируется в понижение рейтингов ценных бумаг, выпущенных на основе этих кредитов. На данный момент сектор ипотечных кредитов низкого качества лидирует по количеству выпусков ценных бумаг, кредитные рейтинги на которые были понижены как следствие неудовлетворительного поведения залогового портфеля. Всего за пять месяцев этого года негативными рейтинговыми акциями было затронуто подобных ценных бумаг на общую сумму 11,3 миллиардов долларов США.

Самой большой новостью рынка автокредитов в мае явилась покупка автокомпании Chrysler Group фондом частных инвестиций Cerberus Capital Management за 7,4 миллиардов долларов США. Chrysler Group была частью компании DaimlerChrysler с 1998 года, когда она была куплена компанией Daimler-Benz за 38 миллиардов долларов. Сделка завершает не особо успешные девятилетние отношения между двумя компаниями и освобождает Daimler от значительных пенсионных и медицинских обязательств по отношению к рабочим Chrysler Group. Детали сделки все еще обсуждаются, по ее завершению, которое ожидается в 3-м квартале этого года, Chrysler Group будет переименована в Chrysler Holdings LLC, а DaimlerChrysler – в Daimler AG.

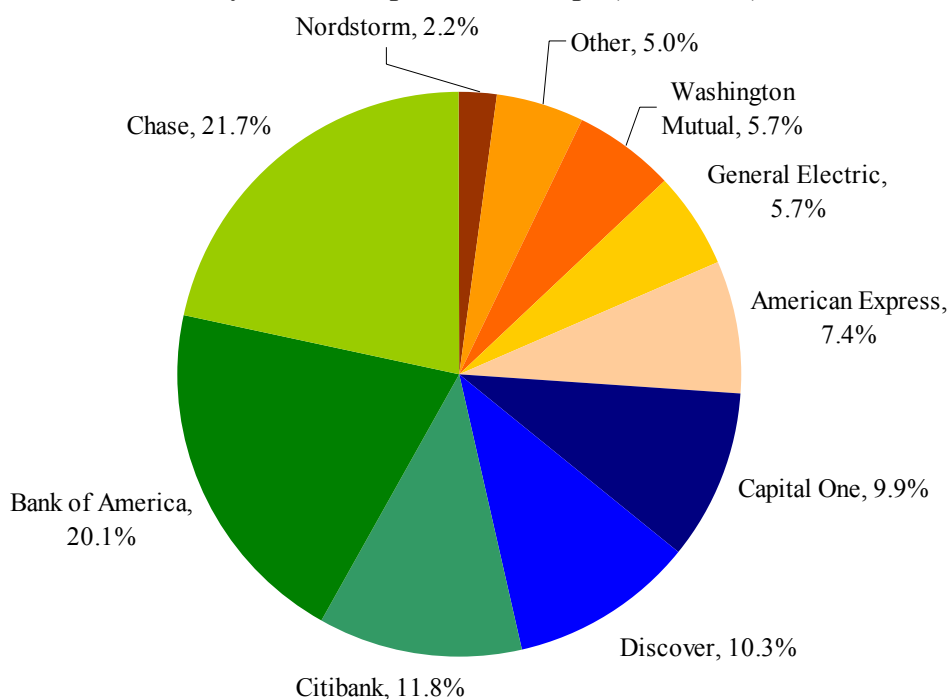
В результате сделки фонд частных инвестиций Cerberus также приобретает примерно 11% рынка автокредитования. Надо заметить, что в ноябре 2006 года Cerberus купил 51% в уставном капитале компании GMAC Financial Services, финансовом подразделении компании General Motors. Аналитики оценивают, что в течение этого года Cerberus может выпустить секьюритизированных ценных бумаг с автокредитами в залоге на сумму около 30 миллиардов долларов, что может оказать серьезное негативное влияние на рынок и повлечет расширение спрэдов. Для сравнения, 30 миллиардов составляет примерно 1/3 от всего выпуска прошлого года. Компания Ford, самый крупный оригинатор этого рынка, в прошлом году выпустила ценных бумаг в рамках секьюритизации на 12 млрд. долларов.

Сектор кредитных карт исторически является наиболее стабильным сектором американского рынка секьюритизации. На его устойчивость не повлияли ни зарубежные финансовые кризисы, ни террористические акты, ни негативные показатели смежных сегментов рынка. Высокая занятость, устойчивая экономическая

ситуация и стабильно высокий рейтинг продолжают привлекать внимание инвесторов к этим ценным бумагам.

Только в мае этого года инвесторы вложили 8 миллиардов в новые выпуски подобных ценных бумаг, а всего в 2007 году было выпущено 39.2 миллиарда долларов долга с залогом кредитных карт. Самым крупным оригинатором этого сектора является банк Chase. Приведенная ниже диаграмма иллюстрирует рыночные доли крупнейших американских банков по выпуску секьюритизированных бумаг с залогом поступлений от кредитных карт.

Рыночные Доли Американских Оригинаторов в Секторе Выпуска ABS Кредитных Карт (май, 2007)



В заключение обзора, хотелось бы отметить, что несмотря на возвращение спредов в большинстве секторов на докризисный уровень, особенно в отношении траншей с высоким кредитным рейтингом, волатильность сохраняется. Негативные ожидания большинства игроков оказались пророческими в отношении как минимум двух хедж-фондов, потерпевших значительные убытки в результате ошибочных стратегий на рынке секьюритизированных ценных бумаг с залогом кредитов низкого качества. Упомянутые хедж-фонды были образованы внутри крупных финансовых организаций United Bank of Switzerland (UBS) и Bear Stearns и занимались, в основном, инвестициями собственных средств этих организаций с применением высокого леввериджа. Ошибки трейдеров этих фондов на данный момент широко обсуждаются в американской финансовой прессе. Мы рассмотрим их торговые стратегии в следующем выпуске аналитического сборника.

При подготовке данного материала использовались материалы Deutsche Bank.

Игорь Аксенов [1], CFA
CDO трейдер, Royal Bank of Scotland

Комментарии о развитии американского рынка секьюритизации. **Часть 1: Эволюция ABS и CDO[2] с залогом ипотечными кредитами низкого качества**

Участники российского финансового рынка хорошо знакомы с газетными статьями о кризисе американского рынка недвижимости, потерями инвесторов при покупке ценных бумаг, обеспеченными ипотечными и потребительскими кредитами низкого качества[3] и т.д. Не за горами и заголовки в стиле последних статей Bloomberg News – «токсичные облигации».

В этой статье автор ставит целью разобраться в газетной шумихе и обозначить реальную ситуацию на рынке ипотечных SPV[4] в США. Признавая, что сложно охватить всю палитру игроков рынка, а также различные структуры и активы связанные с SPV, акцент сделан на эволюции рынка sub-prime и его взаимосвязи с кризисом на рынке CDO, пик которого пришелся на апрель этого года.

Что же такое sub-prime

Определение sub-prime mortgage относится к категории ипотечных займов первой очереди, выданных заемщикам с отсутствующей или плохой кредитной историей (задержки с выплатой ранее взятых кредитов, большое количество долгов). Следует отметить, что акцент делается на добросовестное поведение заемщика в прошлом, и уровень заработка как таковой не играет решающей роли. В разных изданиях используется ряд других определений, в частности home equity loans (HEL), RMBS B&C и т.д.

Большинство ипотечных займов в США относится к категории prime. Их доходность определяется, прежде всего, уровнем процентных ставок в экономике, так как риск невозврата ложится в большинстве случаев на Freddie Mac (FHLMC), Fannie Mae (FNMA) и Ginnie Mae (GNMA) – правительственные или окологovernmentальные структуры, которые гарантируют банкам возврат их средств.

Рынок sub-prime представляет собой, по разным оценкам, от 8 до 15% всех ипотечных займов выданных в США. В связи с высокими рисками невозврата, процентная ставка на такие займы определяется прежде всего финансовым положением заемщика и состоянием предмета залога; уровень процентных ставок в экономике играет значительно меньшую роль.

Рынок sub-prime существовал всегда, так как всегда были потенциальные покупатели жилья с относительно низким доходом, готовые взять ипотечный кредит под относительно высокий процент. При существовавших долгое время жестких требованиях к порядку выдачи подобных кредитов, риск невозврата более чем окупался высокой процентной ставкой по кредиту. Доминирующую позицию на рынке занимали небольшие региональные компании, знающие свою клиентуру и получавшие немалую прибыль от практической монополии на этом узком секторе рынка.

Эффект секьюритизации

Усиленный рост этого сегмента рынка начался в начале 90х годов: механизм секьюритизации значительно расширил объем средств доступных компаниям оригинаторам. Видоизменился сам процесс кредитования: в большинстве случаев кредиторы сразу же продавали все долговые транши SPV (перекладывая риски на плечи инвесторов), но почти всегда оставляли себе residuals[5] которые передавались в залог крупным банкам для привлечения дополнительных оборотных средств.

Доходность до того малоизвестного сектора обеспечила переток капитала из других сегментов рынка. Крупные банки начали открывать собственные подразделения по работе с займами sub-prime или скупать уже существующие специализированные компании. Рост объема средств и числа участников рынка привели к росту конкуренции за заемщика и к падению ставок, что увеличило доступность кредита.

Система контроля качества выданных займов, с самого начала проблематичная, отошла на второй план. Кредиторы стремились, прежде всего, нарастить объемы выданных займов. Снижение требований к заемщикам было сложно заметить, так как не существовало единых параметров отчетности, которые бы соблюдались всеми игроками рынка.

Банки имели значительно больший доступ к информации подобного рода; но фактически, до тех пор, пока инвесторы выкупали все транши, обеспеченные займами sub-prime, банки были готовы расширять кредитные линии для этого сектора.

Логическое развитие такой ситуации привело к практически абсолютному краху в 1997-1998 году, когда рост задержек платежей заставил конечных покупателей траншей осознать, насколько рискованные займы обеспечивают их вложения. Переоценка рисков заставила банки практически полностью закрыть кредитные линии для небольших компаний-оригинаторов, что привело к их банкротству и переходу их активов под контроль крупных банков. Ставки по кредитам вернулись на их прежний уровень, значительно сузив рынок.

Другие сектора рынка

В конце 90х годов ситуация развивалась по аналогичному сценарию в других, ранее обделенных вниманием инвесторов высокорисковых секторах рынка. SPV, обеспеченные эзотерическими активами[6], также пережили приток денег, рост конкуренции, падение ставок, падение кредитных стандартов, и последующий коллапс с массовыми невозвратами и потерями для инвесторов.

Негативный опыт такого рода привел к активному нежеланию большинства реальных инвесторов вкладывать деньги в эти сектора рынка. По сей день многие страховые компании запрещают управляющим портфелями вложения в эти сектора, делая исключения только для траншей категории A2 или даже Aa2 и выше[7]. Вложения в младшие транши стали уделом опытных индивидуальных инвесторов и хедж фондов, в то время игравших минимальную роль на рынке.

Новый подъем рынка активов с обеспечением начался после многократного понижения процентных ставок в конце 2001 года (federal funds rate упала до 1.25%). Доходность традиционных секторов рынка упала, государственные облигации США и prime MBS приносили все меньше и меньше дохода. Одновременно с этим в связи со спадом в экономике, начавшемся в 2000 году, общий объем корпоративных займов серьезно снизился. Как и в начале 90х, sub-prime mortgage market оказался одним из немногих секторов рынка, где абсолютная доходность (впрочем также как и риск) осталась на высоком уровне.

Развитие рынка CDO

Вместе с расцветом и спадом спроса на транши SPV обеспеченные sub-prime, похожая эволюция произошла на рынке SPV, обеспеченных корпоративными облигациями (CDO). Не вдаваясь в детали отличий CDO от SPV, работавших с ипотечными облигациями, что может являться предметом отдельного комментария, следует отметить, что структура платежей CDO распределяет риск менее равномерно: старшие транши имеют значительно меньший риск потерь или прекращения выплат, чем аналогичные транши ипотечных SPV, в то время как младшие транши предполагают возможность временной невыплаты купона (с последующим возмещением потерь). Сложность юридической и налоговой структуры CDO наряду с фактором новизны продукта и неразвитостью рынка долгое время удерживали доходность всех траншей на более высоком уровне, чем у аналогичных ипотечных SPV.

Более высокая доходность вместе с диверсификацией рисков привлекли инвесторов на этот рынок, также как и раньше на рынок ипотечных SPV. Пик рынка пришелся на 1999-2000 годы, когда большее количество облигаций низкого кредитного качества (junk bonds), выпущенных телекоммуникационными и интернет-компаниями, выкупались не реальными инвесторами, а CDO.

Подводя итоги кризиса, можно сказать что эти SPV доказали свою жизнеспособность: спад в экономике и серия банкротств эмитентов junk bonds, как и ожидалось, привели к немалым потерям инвесторов, но только тех которые вложили деньги в младшие транши CDO. Старшие транши никогда не прекращали платежей, и

многие инвесторы были удовлетворены высокой доходностью своих вложений, особенно на фоне низкой доходности других инструментов.

Сближение двух рынков

В ситуации падения доходности традиционных секторов экономики в условиях низких процентных ставок и общего экономического спада в 2001-2002 году, желание выгодно разместить свободные средства в инструменты с возможно малым риском привело к естественному сближению рынков CDO и ипотечных SPV.

Положительную роль в складывающейся ситуации сыграли рейтинговые агентства, которые оказались готовы использовать существующие методики оценки рисков для анализа нового типа CDO, обеспеченных траншами ипотечных SPV.

Эволюция ABS CDO

Высокая доходность старших траншей ипотечных SPV и низкая доходность старших траншей CDO делала возможным максимально прибыльный арбитраж при минимальных рисках. А именно, управляющие портфелем CDO скупали старшие транши ипотечных SPV, финансируя инвестиции выпуском долговых обязательств[8].

Так как старшие транши представляют до 90% структуры таких SPV, банкам-организаторам не представляло сложности найти инвесторов для средних и младших траншей, объем которых был небольшим, но часто эти бумаги просто оставались в банковских портфелях. Развитие рынка в этом направлении, как и раньше, привело к притоку средств из менее доходных секторов, росту спроса со стороны CDO на старшие транши ипотечных SPV, уменьшению арбитража и, соответственно, падению доходности бизнеса CDO.

Через 1-2 года доходность старших траншей ипотечных SPV упала настолько, что банки в поисках более доходных активов переключили свое внимание на средние и младшие транши. Более высокие риски на эти активы компенсировались, как считалось, более высокой доходностью старших траншей CDO и включением в их структуру большего количества средних и младших траншей (старший транш уменьшился до 60-70% всей CDO)[9].

К 2005 году непрекращающийся приток денег в сектор CDO привел к падению доходности уже и средних, и младших траншей ипотечных SPV. В скором времени это привело к сокращению доходности самих CDO на порядок и уменьшению желающих инвестировать в младшие транши.

Испытав первые сложности с размещением младших траншей, андеррайтеры быстро нашли выход из ситуации - для повышения доходности сами CDO стали покупать сначала старшие (High Grade) а затем и младшие транши (Mezzanine) других CDO. Очень быстро спрос с их стороны добавил еще один фактор к сокращению доходности всего сектора.

Другим путем сохранения арбитража был не поиск более доходных активов, а поиск более дешевого финансирования. В данный момент, самое дешевое финансирование для CDO на рынке США обеспечивается привлечением фондов денежного рынка (money market funds)[10]. Так финансируются super-senior транши CDO, когда краткосрочная (до одного года) ликвидность старших траншей, часто в виде опциона пут, предоставлялась сторонней финансовой организацией. Со временем, сокращение арбитража заставило андеррайтеров брать на себя финансирование такого рода траншей, так как все меньше сторонних организаций были готовы брать на себя эти риски.

Со временем использование творческих подходов к старшим траншам CDO (что главным образом сводилось к уменьшению их стоимости до минимума), даже при практически явном субсидировании super-senior, перестало компенсировать эффект реальной причины всех проблем – под давлением все растущего спроса доходность активов CDO (траншей ипотечных SPV) падала.

Секьюритизация sub-prime: вторая волна

Избыточная ликвидность CDO имела одновременный эффект перетока капитала в реальный сектор. В частности, банки кредитующие заемщиков категории sub-prime смогли рефинансировать выданные займы через секьюритизацию, что в очередной раз привело к конкуренции и падению ставок на этом рынке.

Во многом ситуация середины 90х годов начала повторяться, но некоторое время ряд факторов способствовал сохранению статус-кво. Сохранение жестких кредитных условий (последствия потерь 90х годов), низкие ставки по кредитам, рост стоимости жилья по всей стране (дома перешедшие под контроль банков после дефолта часто продавались без потерь для кредиторов), а также возобновление экономического роста в 2003 году позволили ситуации развиваться достаточно гармонично.

Такое совпадение благоприятных факторов не могло продолжаться долго. В 2004 году рост процентных ставок возобновился, в то время как рост стоимости жилья достиг своего максимума в конце 2005 и начале 2006 года. Немаловажно и то, что пул потенциальных заемщиков уменьшился вследствие естественных причин.

Следует отметить одну особенность определения заемщика категории sub-prime. Как было упомянуто ранее, к этой категории относят заемщиков с отсутствующей или плохой кредитной историей. Однако, после того как кредит обслуживается без проблем в течение 12 месяцев, рейтинг FICO[11] заемщика (который используется большинством кредиторов для первичного анализа кредитоспособности) улучшается на порядок. Большой процент заемщиков категории sub-prime рефинансируют свои займы при первой возможности на значительно более выгодных условиях. Со временем в пуле заемщиков ипотечных SPV остаются только те, чья кредитная ситуация не улучшилась.

Со временем все большее снижение стандартов кредитования, а также новые ипотечные продукты, все более вольно подходящие к платежеспособности, привели к тому, что все желающие кредитоспособные заемщики sub-prime смогли обзавестись собственным жильем. Одновременно с этим, все растущий спрос на CDO и, соответственно, спрос на ипотечные SPV стимулировали банки находить все больше и больше новых заемщиков, тогда как по вышеуказанным причинам количество выданных качественных кредитов могло только уменьшаться. Таким образом, на каком то этапе кредитные стандарты во всей индустрии понизились настолько, что займы начали выдаваться тем, кто не мог их обслуживать ни при каких обстоятельствах.

Снежный ком надвигающихся кредитных проблем, который предсказывался большинством банков, занятых ипотечным кредитованием, долгое время игнорировался остальными участниками рынка, и, прежде всего, инвесторами. Поэтому была неизбежна ситуация сложившаяся в начале этого года, когда процент просроченных платежей на рынке sub-prime стал очень быстро расти, вызвав панику среди инвесторов на всех уровнях многочисленных SPV.

Кризис

Последовала цепная реакция – кредитные линии кредиторам sub-prime были урезаны; банки потребовали у компаний-кредиторов выкупить ранее проданные ими займы, в обслуживании которых возникли проблемы. Огромные объемы проблемных займов и невозможность их выкупа привели к широко освещенным в прессе банкротствам нескольких крупных компаний этого сектора. Выпуск бумаг, обеспеченных sub-prime, временно прекратился.

В феврале и марте 2007 года практически все транши CDO перестали пользоваться спросом. Вследствие этого, спрос на транши ипотечных SPV мгновенно упал, младшие транши оказались задетыми больше всего. Рынок остановился, так как многие CDO находившиеся в этот момент в стадии сбора активов просто перестали их покупать. Дилеры были вынуждены ликвидировать уже купленные транши с большими убытками.

Рынок слегка оживился, когда доходность старших траншей subprime SPV увеличилась вдвое, а младших – многократно; тем не менее, до сих пор многие дилеры не могут продать средние и младшие транши CDO, которые они держат в своих портфелях с начала года.

Последствия

Надо отметить, что проблемные займы sub-prime, за редким исключением, не вызвали еще реальных потерь инвесторов в SPV. Ожидаемые потери в будущем, разумеется, затронут прежде всего младшие транши, которые составляют основу активов Mezzanine ABS CDO. Так как, по мнению участников рынка, это наиболее вероятный сценарий, выпуск такого типа CDO практически прекратился. Даже старшие транши уже существующих CDO такого типа продаются с большим дисконтом, а младшие транши практически неликвидны.

В связи с ужесточением кредитных стандартов, кредитование сектора sub-prime возобновилось, однако, на значительно более низком уровне (на данный момент, 30% от аналогичного периода 2006 года). На настоящий момент некоторые ипотечные SPV вернулись на рынок; они успешно размещают свои транши с доходностью сравнимой с прекризисной. Правда, это относится только к траншам рейтинга A2 и выше (младшие транши по-прежнему неликвидны и часто даже не предлагаются). Основными покупателями таких бумаг являются High Grade ABS CDO, спрос на которые со стороны инвесторов сохраняется.

В качестве эпилога

Эволюция рынка продолжается. Инвесторам, разочаровавшимся в американских SPV с sub-prime обеспечением, будет предложен другой продукт, возможно новый, но возможно уже существующий, но не получивший еще достаточной рекламы.

Что касается существующих траншей SPV обеспеченных активами с явно подпорченной репутацией, то их держателей ждет еще немало проблем. Финансисты быстро покидают сектора, где доходность не оправдывает их ожиданий, не говоря уже о тех случаях, когда все ждут потерь. Имена фирм, не успевших вовремя вывести средства с этого рынка, мы скоро увидим на страницах газет.

Примечания:

1. Игорь Аксенов – постоянный участник «Российского форума по секьюритизации», ежегодно проводимого в Нью-Йорке при поддержке участников рынка, а также профессиональных финансовых и юридических ассоциаций
2. Collateralized Debt Obligations (CDO) - долговые облигации с обеспечением
3. Далее по тексту «ипотечные кредиты низкого качества» будут именоваться «sub-prime»
4. SPV – Special Purpose Vehicle – специальное юридическое лицо, организованное с целью принятия на баланс портфеля активов, финансирование которого происходит за счет выпуска долговых инструментов
5. Residual – другое название equity транша в SPV. В случае потерь в кредитном портфеле выплаты этому траншу прекращаются в первую очередь.
6. Активы за пределами потребительского кредитования, а именно aircraft leases, manufactured housing, mutual fund fees, franchise fees, legal and insurance settlements и т.д.
7. Классические американские паевые фонды часто однозначно лимитируют свои инвестиции в ABS ценными бумагами с залогом поступлений от кредитных карт, автомобильных и студенческих займов, а также ипотеки, вне зависимости от рейтингового уровня
8. Бумаги такого типа сегодня именуется High Grade ABS CDO
9. Бумаги такого типа сегодня именуется Mezzanine ABS CDO.
10. Инструменты, разрешенные для инвестирования этими фондами, должны отвечать самым высоким стандартам качества и ликвидности.
11. Рейтинг FICO – общепринятая на рынке США оценка кредитоспособности физического лица, публикуемая компанией Fair Isaac (FI Company)



СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АКТИВОВ

Наталья Кольцова

директор департамента структурированных продуктов АИЖК

- Оцените итоги прошедшей сделки по секьюритизации ипотечных активов. Как ценные бумаги были приняты инвесторами?

Итоги сделки по секьюритизации ипотечных активов АИЖК превзошли наши самые смелые ожидания. Мы увидели очень большой спрос со стороны инвесторов. На аукцион по размещению старшего транша облигаций было подано свыше 50 заявок, объем спроса превысил предложение почти в 3 раза. Результатом этого стала очень низкая для российского рынка ставка купона – 6,94% годовых. Был также отмечен очень высокий интерес инвесторов к субординированным траншам облигаций, но они размещались по закрытой подписке.

- Оправдались ли Ваши ожидания об итогах сделки?

Вполне оправдались. Данная сделка убедительно доказала два ключевых для развития российского рынка ИЦБ тезиса. Во-первых, что российское законодательное поле позволяет выпускать ипотечные ценные бумаги, структура и основные характеристики которых максимально приближены к международным стандартам. А во-вторых, что секьюритизация ипотечных кредитов на российском рынке экономически более выгодна, чем на зарубежном.

- Опишите и прокомментируйте основные параметры сделки (объем выпуска, рейтинги, срок, ставки купона).

Общий объем выпуска составил 3,3 млрд. рублей. Все облигации номинированы в рублях. Выпуск состоит из 3 траншей, субординированных по очередности выплаты процентного дохода и погашения облигаций. Старший транш получил рейтинг A3 (Moody's), что на две ступени выше суверенного рейтинга РФ. Рейтинг мезонинного транша – Ba1. Ожидаемый средневзвешенный срок жизни старшего выпуска – 3,5 года. Ставка купона по нему – 6,94%. Максимальная ставка по мезонинному траншу – 9,5%.

- Облигациям АИЖК был присвоен достаточно высокий рейтинг A3. Какие инструменты использовались для получения рейтинга?

Получение столь высокого рейтинга было обеспечено за счет тщательной юридической проработки всех деталей сделки, а также за счет использования ряда механизмов повышения кредитного качества, таких как субординация, возможность использования поступлений по основному долгу для выплаты купонного дохода, резервный фонд и др.

- АИЖК давно является эмитентом облигаций. Оцените прошедшую сделку секьюритизации с точки зрения сложности подготовки в сравнении с предыдущими сделками. Как в целом можно сравнить процессы подготовки выпуска корпоративных облигаций и ипотечных ценных бумаг?

Безусловно, ипотечные ценные бумаги являются более сложным инструментом, чем простые корпоративные облигации, и особенно сильно это проявляется при подготовке первой сделки. Однако в дальнейшем, при регулярных выпусках ИЦБ, объем работы по подготовке выпуска будет лишь незначительно отличаться от корпоративных облигаций. В качестве примера можно привести опыт Мексики, где первая сделка ипотечной секьюритизации готовилась 3 года (на год дольше, чем у нас), а сейчас этот процесс занимает не более 2 недель.

- Какие группы инвесторов заинтересовались ипотечными ценными бумагами (по видам деятельности и по признаку резиденты/нерезиденты)? Насколько они отличаются от инвесторов в корпоративные облигации?

Опыт размещения дебютного выпуска ипотечных облигаций показал, что база инвесторов в эти инструменты значительно шире, чем по корпоративным облигациям. Помимо обычных инвесторов в корпоративные бонды ипотечные ценные бумаги интересны также специализированным инвесторам в такие инструменты, которых немало на западных рынках. Кроме того, возможность выпуска нескольких траншей, сильно отличающихся по рейтингам, срокам и доходности, обеспечивает не только дополнительное расширение круга инвесторов (например, в младшие транши охотно инвестируют хедж-фонды, многие банки и управляющие компании), но и возможность моделировать спрос, ориентируясь на конкретные группы инвесторов при структурировании сделки. При этом мы видим высокий интерес со стороны как российских, так и зарубежных инвесторов.

- Какие структуры, по Вашему мнению, являются потенциальными инвесторами в российские ипотечные ценные бумаги?

В России это, прежде всего, банки, управляющие компании, пенсионные фонды, страховые компании. Сейчас готовятся поправки в законодательство, которые позволят инвестировать в ипотечные ценные бумаги средства государственного пенсионного фонда, что резко увеличит спрос на такие инструменты. На Западе российские ипотечные облигации привлекают как инвесторов, специализирующихся на структурированных инструментах, так и инвесторов в развивающиеся рынки, что также обеспечивает весьма высокий спрос. Все большее количество инвесторов открывают лимиты на приобретение рублевых бумаг, и это создает очень хорошие условия для выпуска ИЦБ в России.

Никита Гусаков
вице-президент, начальник отдела по организации выпусков рублевых облигаций Citigroup

- Оправдались ли Ваши ожидания об итогах сделки по секьюритизации активов АИЖК?

Наши ожидания, безусловно, оправдались. Мы работали над сделкой очень долго, и полученный результат говорит сам за себя. Заявки выставили около 20 инвесторов, общий объем книги превысил 8 млрд. руб. Итоговая ставка купона оказалась существенно ниже заявленного коридора и соответствует доходности, представляющий дисконт к корпоративным облигациям АИЖК около 30 базисных пунктов.

Перед АИЖК и Сити стояла задача не только разместить данный выпуск, но и создать универсальную структуру, которая послужит ориентиром для рынка и которую в дальнейшем смогут использовать и другие операторы. Примеру АИЖК наверняка последуют крупные региональные операторы, которые уже активно используют облигационный рынок. Они могут использовать разработанную структуру и организовать выпуски с меньшими трудовыми и финансовыми затратами.

- Опишите схему сделки и ее основных участников.

Особенности структуры данной сделки состоят в следующем:

- рейтинг на уровне A3 от Moody's для облигаций класса А, на две ступени выше суверенного рейтинга РФ (Baa2);
- структурирование в соответствии с Законом «Об ипотечных ценных бумагах»;
- документация подготовлена преимущественно по российскому праву;
- задействован принцип двойного распределения денежного потока (процентные платежи и основной долг) и механизм распределения убытков с использованием раздела дефицита основной стоимости (PDL – Principal Deficiency Ledger);
- изменяющаяся ставка купона по облигациям классов Б и В.

Основная проблема, возникшая при подготовке сделки – достижение ограничения рисков банкротства для ипотечного агента. В рамках российского законодательства невозможно достичь такого же уровня

ограничения рисков банкротства как в международных сделках. Были использованы различные механизмы, чтобы снизить данные риски, например возможность отсрочки купона по классу Б.

Роль Сити как организатора заключалась в осуществлении двухступенчатого анализа стоимости и эффективности сделки, консультировании АИЖК по вопросам структурирования и маркетинга выпуска, координации участников сделки, определения базы инвесторов, объяснения структуры сделки и осуществлении маркетинга. Сити также выступил в роли расчетного банка, платежного и расчетного агента.

Структура выпуска



- Облигациям АИЖК был присвоен достаточно высокий рейтинг А3. Какие инструменты использовались для получения рейтинга?

Особенностью сделки стало высокое качество пула кредитов, находящихся в ипотечном покрытии. Портфель закладных состоит из статичных рублевых жилищных кредитов с фиксированной ставкой. Кредиты выданы 92 кредитными учреждениями, действующими в 63 субъектах РФ. Общее количество закладных в портфеле – 8168 шт, средний остаток долга по закладной – 403,4 тыс. рублей, максимальный текущий остаток долга по закладной – 3203,6 тыс. рублей, максимальный первоначальный размер кредита – 3360 тыс. рублей. Средневзвешенное текущее значение LTV – 53,4%, средневзвешенное первоначальное значение LTV – 57,8%. Средневзвешенная годовая процентная ставка по кредитам – 14,33%. Первоначальный совокупный остаток основного долга – 3689,5 млн. рублей, текущий совокупный остаток основного долга – 3294,79 млн. рублей. Средневзвешенный срок жизни закладной – 24 месяца, средневзвешенный договорной срок до погашения – 182 месяца.

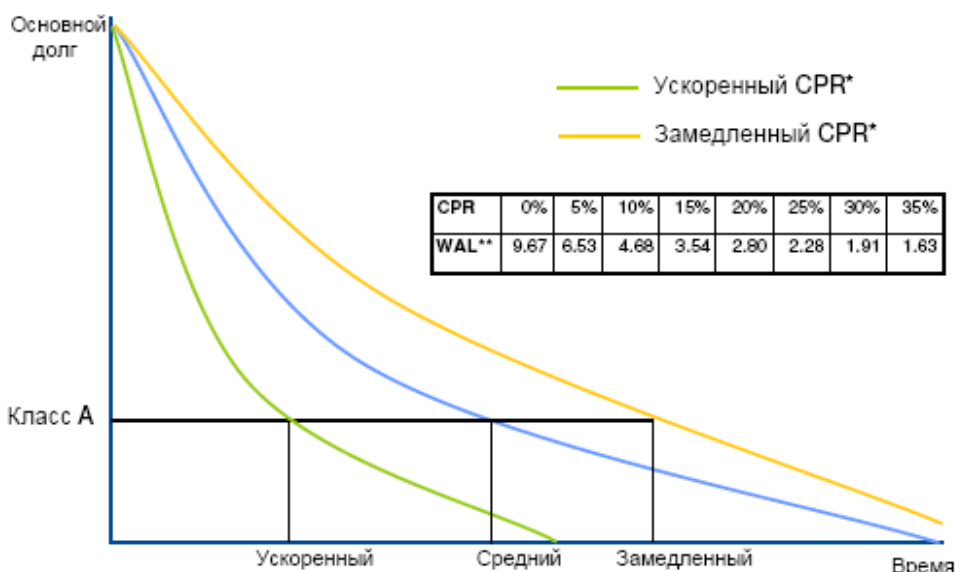
Дополнительные особенности структуры включают:

1. Денежный резерв: 4% от общего номинала облигаций на дату размещения с последующим увеличением до 7%.
2. В случае недостаточности средств эмитент может отложить выплату купона по классу Б.
3. Минимальные купонные выплаты держателям облигаций классов Б и В. Соответствие требованиям законодательства о выплате купона не реже 1 раза в год по облигациям всех классов.
4. Дополнительные резервы:
 - резерв на юридические расходы: используется для покрытия незапланированных юридических расходов;
 - резерв на непредвиденные расходы.

Порядок поступления денежных средств



Влияние темпов досрочного погашения



*CPR – Conditional Prepayment Rate – ожидаемый темп досрочного погашения

**WAL – Weighted Average Life – средневзвешенный срок обращения

- Какие структуры, по Вашему мнению, являются потенциальными инвесторами в российские ипотечные ценные бумаги?

Книга была достаточно диверсифицированной для подобного дебютного выпуска с непривычной для рынка структурой и низкой доходностью. В размещении приняли участие несколько российских банков, как крупных, так и средних, российские дочки иностранных банков, российские инвестиционные банки, управляющие компании, иностранные институциональные инвесторы.

В будущем крупным инвестором в ипотечные ценные бумаги может стать Пенсионный фонд. Для этого необходимо внести изменения в законодательство, отменяющие необходимость государственной гарантии по ипотечным бумагам. Кроме того, после внесения изменений, позволяющих включать ипотечные бумаги, выпущенные ипотечным агентом, в котировальные листы высших уровней, значительно вырастет доля участия управляющих компаний, размещающих пенсионные накопления, и страховых компаний.

- В этом году планируется несколько сделок по секьюритизации. Готовы ли инвесторы к массовому выходу на рынок нового финансового инструмента?

Выпуск АИЖК убедительно продемонстрировал, что со стороны инвесторов есть большой интерес к подобным инструментам. Мы проделали большую информационную работу и уверены, что многие инвесторы теперь гораздо лучше понимают структуру и особенности ипотечных ценных бумаг и будут готовы принять участие в следующих выпусках. Инвесторы также проявили очень большой интерес к более низким траншам, представляющим больший риск, но и дающим большую доходность.

Николай Корчагин
генеральный директор компании «КРЕДИТМАРТ»

- Каковы Ваши прогнозы дальнейшего развития ипотечного кредитования в России в части:

1. динамики объемов кредитования,

Думаю, что динамика, связанная с объемами кредитования в ближайшие несколько лет будет оставаться впечатляющей и составлять 50-80 % прироста от объема каждого предыдущего года.

2. просроченной задолженности,

Учитывая специфику данного продукта, просроченная задолженность по нему будет оставаться достаточно стабильной не превышая уровень 1,5 % от общего объема ипотечной задолженности.

3. основных рисков рынка,

Основной риск для любого вида кредитования – это кредитный риск, он и будет основным.

4. состава участников рынка,

На мой взгляд, в ближайшие годы будет продолжаться консолидация банковского сектора, что приведет к делению участников рынка на крупных балансодержателей ипотечных активов и небольших первичных кредиторов, так называемых «оригинаторов», поставляющих активы для вышеупомянутых структур. Кроме этого, разовьется такой серьезный институт ипотечного рынка как ипотечные брокеры.

5. рефинансирования и секьюритизации ипотечных активов?

На данный рынок в ближайшие несколько лет при соответствующей законодательной базе должны выйти основные покупатели консервативных активов – пенсионные фонды и страховые компании. Интерес к российским ипотечным ценным бумагам будут проявлять хедж-фонды, традиционные участники этого рынка на Западе.

- Какие сделки по секьюритизации в ближайшие год-два будут преобладать - внутренние (по российскому праву) или внешние? Какие факторы, по Вашему мнению, определяют выбор организаторов выпуска?

Думаю, что пока будут преобладать внешние сделки по секьюритизации.

- Какая информация о сделке и ее участниках наиболее важна для инвестора?

На мой взгляд, это стандартная информация присущая любому размещению. Основные параметры сделки: доходность и уровень кредитного риска выпуска. Применительно к производным инструментам ипотечных активов инвесторов будет интересовать состав и качество ипотечного покрытия, кредитный рейтинг сервисера, кредитный риск, «бэк-ап» сервисер.

- Какие риски могут возникнуть в случае банкротства originатора?

Обычно на originаторе остаются сервисные функции, поэтому при банкротстве возникает риск потери этой функции. Но на этот случай имеется «бэк-ап».

- Охарактеризуйте российскую секьюритизацию по видам активов. Какие виды активов, по Вашему мнению, перспективны для секьюритизации? Секьюритизация каких видов активов будет доминировать и развиваться?

Я думаю, что самым перспективным активом для российской секьюритизации пока являются ипотечные активы. Возможно, будет развиваться секьюритизация автокредитов.

- В этом году планируется несколько сделок по секьюритизации. Готовы ли инвесторы к массовому выходу на рынок нового финансового инструмента?

Я бы сказал наоборот, что у массового инвестора выход данного финансового инструмента не вызовет ажиотажного спроса. Это диктуется несколькими причинами:

- а) низкая ликвидность бумаг, связанная с низкими объемами данного инструмента;
- б) низкая относительная доходность по сравнению с имеющимися на рынке инструментами – все-таки, к сожалению, на нашем рынке пока доминируют больше спекулятивные настроения, нежели долгосрочные инвестиционные;
- в) отсутствие пока полной технологической прозрачности в части реализации требований инвесторов за счет ипотечного покрытия, иными словами, пока не было такого рода практических прецедентов.

Однако я уверен, что данный долгосрочный и низкорисковый инструмент будет пользоваться спросом у консервативных инвесторов.



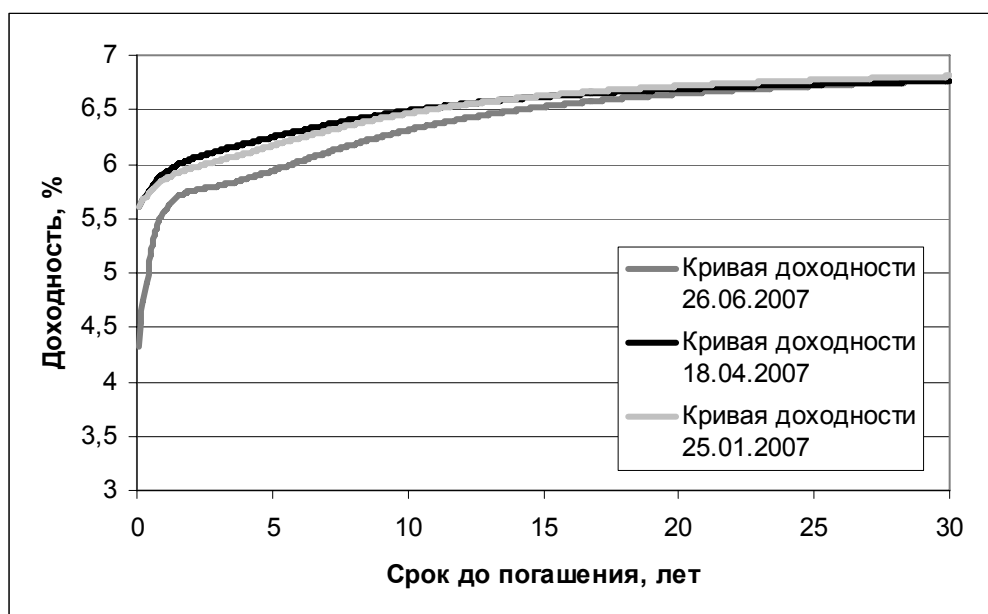
ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Компания «ABS Finance», аналитический отдел

Обзор российского рынка ипотечных ценных бумаг, июнь 2007

Сегодня инвесторы могут купить на открытом рынке лишь одни ипотечные ценные бумаги – ГПБ-Ипотека. По состоянию на 21.06.2007 средневзвешенная цена была на уровне 101.81. Напомним, что размещение произошло 20.12.2006 по цене 102.18.

Российский долговой рынок изменяется в следующем направлении:



Происходит падение среднесрочных и краткосрочных ставок. Долгосрочные ставки остаются на прежнем уровне.

Расчетный спрэд по ГПБ-Ипотеке составляет 150 б.п. (соответствует средневзвешенной цене 101.8). Существенный рост спреда связан с падением суверенных ставок при практически неизменной цене ГПБ-Ипотеки.

Напомним, что 29.06.2007 ГПБ-Ипотека выплачивает купонный доход и производит досрочную амортизацию в размере 48 руб. на одну облигацию.

В мае 2007 года Первый ипотечный агент АИЖК произвел закрытое размещение ипотечных ценных бумаг. Купонная ставка была установлена на уровне 6.94%. К сожалению, оценить размер спреда пока не представляется возможным (в силу отсутствия статистической информации для построения модели досрочного погашения). Однако, учитывая что доходность к погашению ГПБ-Ипотека составляет порядка 7.5%, можно сделать вывод, что спрэд по ИЦБ АИЖК меньше спреда ГПБ-Ипотека.

Для полноценного анализа ИЦБ Первого ипотечного агента АИЖК ждем накопления достаточного количества статистической информации и рыночных сделок по этим ИЦБ.



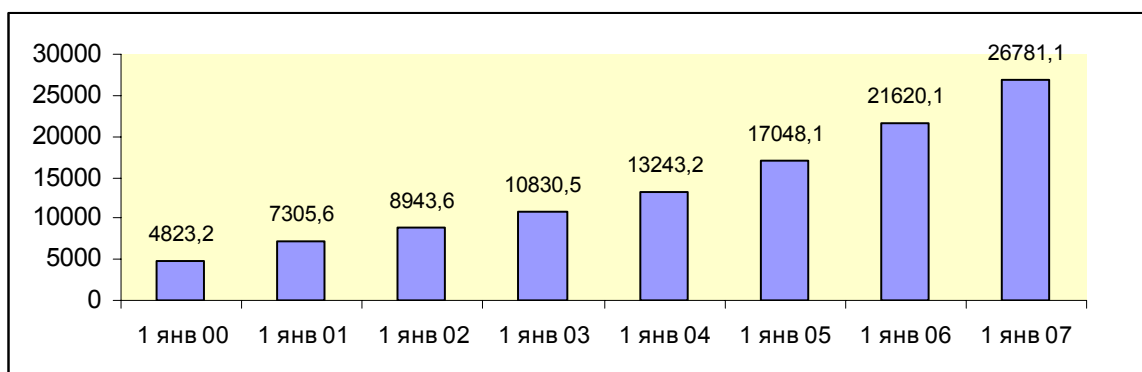
СТАТИСТИКА

Индекс потребительских цен в % к декабрю предыдущего года (уровень инфляции)

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 1 кв	январь	февраль	март	апрель	май
120,2	118,6	115,1	112	111,7	110,9	109,7	103,4	101,7	102,8	103,4	104,1	104,7

Источник: Росстат

Валовой внутренний продукт России в рыночных ценах, млрд. руб.



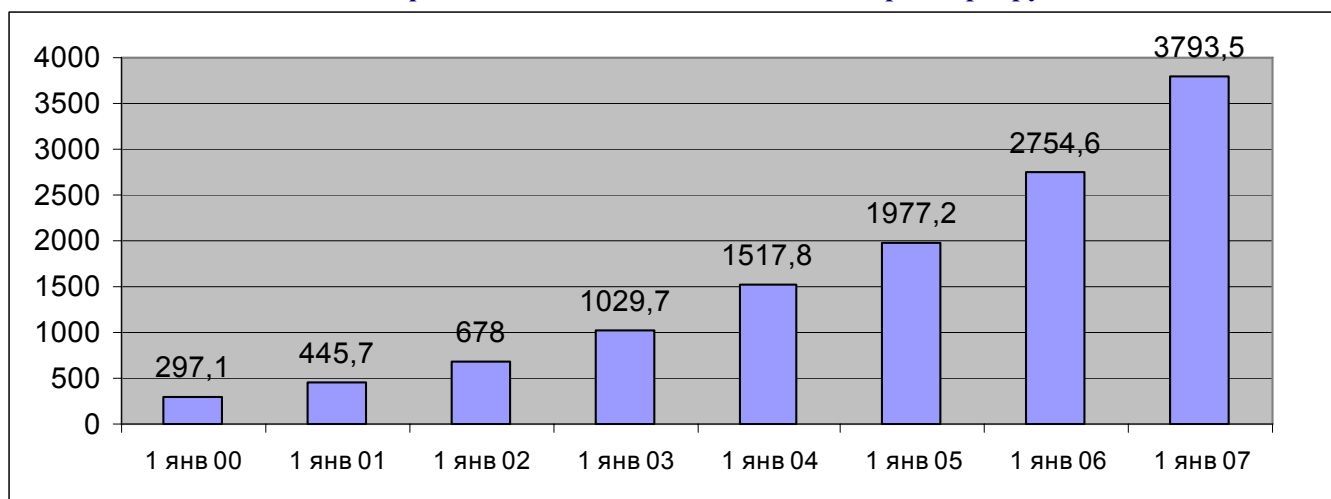
Источник: ЦБ РФ

Основные социально-экономические индикаторы уровня жизни населения

Показатель / дата	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007, январь-май
Среднедушевые денежные доходы населения в месяц, руб.	2281,1	3062	3947,2	5170,4	6410,3	8023,2	н.д.	11585,2
Реальные располагаемые денежные доходы населения, в % к предыдущему году	112	108,7	111,1	115	110,4	111,1	110,2	112
Среднемесячная номинальная заработная плата	2223,4	3240,4	4360,3	5498,5	6739,5	8554,9	10634	12177
Реальная заработная плата в % к предыдущему году	120,9	119,9	116,2	110,9	110,6	112,6	113,3	117,9

Источник: Росстат

Вклады физических лиц в банковском секторе, млрд. руб.



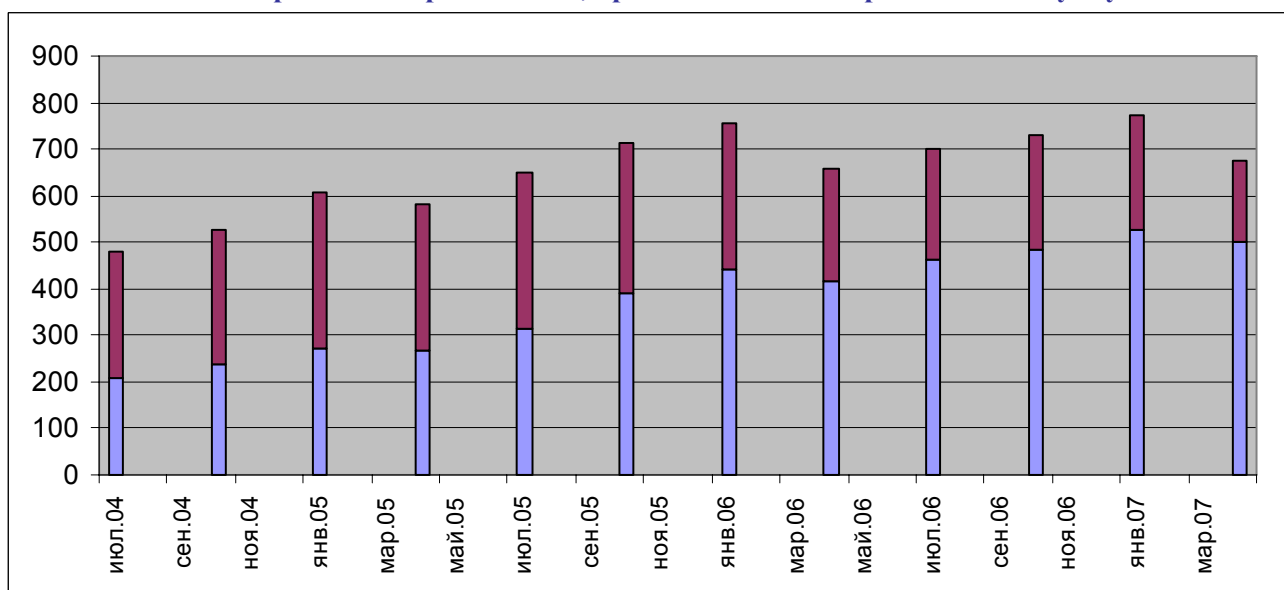
Источник: ЦБ РФ

Объем выданных ипотечных жилищных кредитов физическим лицам в 1 квартале, тыс. руб.

Регион	Объем выданных ипотечных кредитов в рублях	Объем выданных ипотечных кредитов валюты	Объем выданных ипотечных кредитов, всего
Всего по РФ	61 940 034	20 375 574	82 315 608
Центральный ФО	9 431 989	13 981 134	23 413 123
Северо-западный ФО	6 333 047	3 164 311	9 497 358
Южный ФО	4 342 843	683 411	5 026 254
Приволжский ФО	14 038 498	1 086 294	15 124 792
Уральский ФО	10 914 021	417 364	11 331 385
Сибирский ФО	14 789 227	678 261	15 467 488
Дальневосточный ФО	2 090 409	364 799	2 455 208

Источник: ЦБ РФ

Количество кредитных организаций, предоставляющих кредиты на покупку жилья



Источник: ЦБ РФ; Примечание: все организации, предоставляющие кредиты на покупку жилья, в том числе организации, предоставляющие ипотечные жилищные кредиты.

Объем задолженности по ипотечным жилищным кредитам по состоянию на 01.04.2007, тыс. руб.

Регион	Объем задолженности по ипотечным кредитам в рублях	Объем задолженности по ипотечным кредитам в валюте	Общий объем задолженности по ипотечным кредитам
Всего по РФ	187 263 468	102 024 751	289 288 219
Центральный ФО	30 775 811	72 777 502	103 553 313
Северо-западный ФО	16 394 461	14 660 809	31 055 270
Южный ФО	13 917 445	2 885 638	16 803 083
Приволжский ФО	38 052 078	5 271 898	43 323 976
Уральский ФО	40 925 336	1 829 127	42 754 463
Сибирский ФО	40 838 732	3 317 087	44 155 819
Дальневосточный ФО	6 359 605	1 282 690	7 642 295

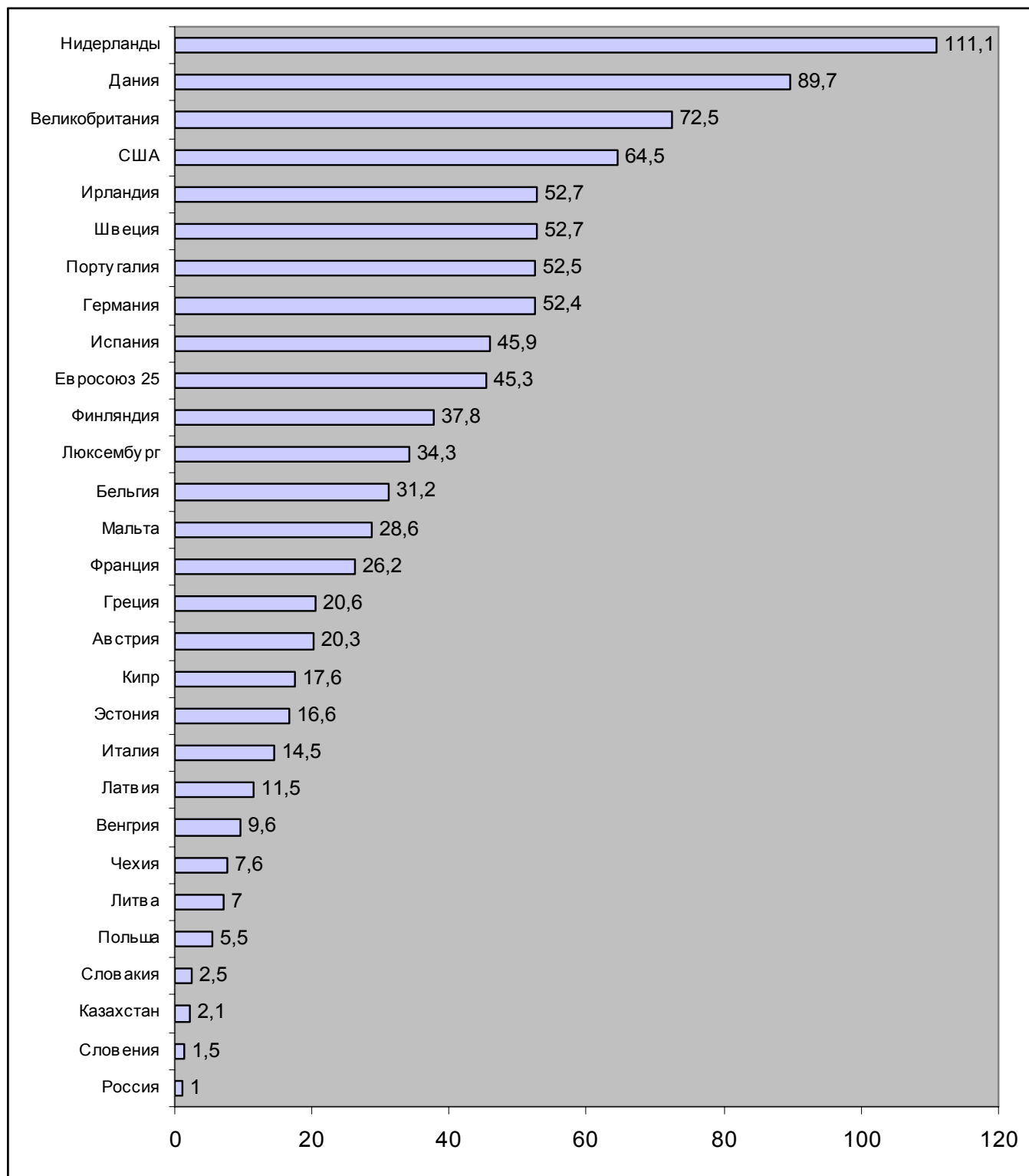
Источник: ЦБ РФ

Регионы – лидеры по объему выдачи ипотечных кредитов в первом квартале 2007 г, тыс. руб.

Регион	Объем выданных ипотечных кредитов в рублях	Объем выданных ипотечных кредитов в валюте	Объем выданных ипотечных кредитов, всего
Московская область	2 014 763	3 205 882	5 220 645
г. Москва	2 835 564	9 814 476	12 650 040
г. Санкт-Петербург	2 847 992	2 620 884	5 468 876
Краснодарский край	1 172 704	180 412	1 353 116
Ростовская область	1 149 575	135 850	1 285 425
Республика Башкортостан	1 710 057	137 829	1 847 886
Республика Татарстан (Татарстан)	2 057 399	114 759	2 172 158
Удмуртская Республика	1 156 610	50 769	1 207 379
Кировская область	1 081 840	223 049	1 304 889
Пензенская область	1 861 769	74 673	1 936 442
Самарская область	2 276 088	106 471	2 382 559
Свердловская область	2 585 536	132 752	2 718 288
Тюменская область	5 460 460	145 623	5 606 083
Ханты-Мансийский АО Югра	3 041 373	19 985	3 061 358
Челябинская область	2 577 269	103 425	2 680 694
Алтайский край	2 388 737	52 181	2 440 918
Красноярский край	2 305 403	129 546	2 434 949
Иркутская область	1 645 480	58 030	1 703 510
Кемеровская область	1 453 636	67 285	1 520 921
Новосибирская область	2 904 961	149 179	3 054 140
Омская область	2 061 790	111 336	2 173 126

Источник: ЦБ РФ

Доля ипотеки по отношению к ВВП государств с различным уровнем развития экономики



Источник: данные European Mortgage Federation, ЦБ РФ, расчеты АИЖК; актуальность: март 2007

Страна	%	Страна	%	Страна	%	Страна	%	Страна	%	Страна	%
Россия	1	Литва	7	Эстония	16,6	Мальта	28,6	Испания	45,9	США	64,5
Словения	1,5	Чехия	7,6	Кипр	17,6	Бельгия	31,2	Германия	52,4	Великобритания	72,5
Казахстан	2,1	Венгрия	9,6	Австрия	20,3	Люксембург	34,3	Португалия	52,5	Дания	89,7
Словакия	2,5	Латвия	11,5	Греция	20,6	Финляндия	37,8	Швеция	52,7	Нидерланды	111,1
Польша	5,5	Италия	14,5	Франция	26,2	Евросоюз 25	45,3	Ирландия	52,7		

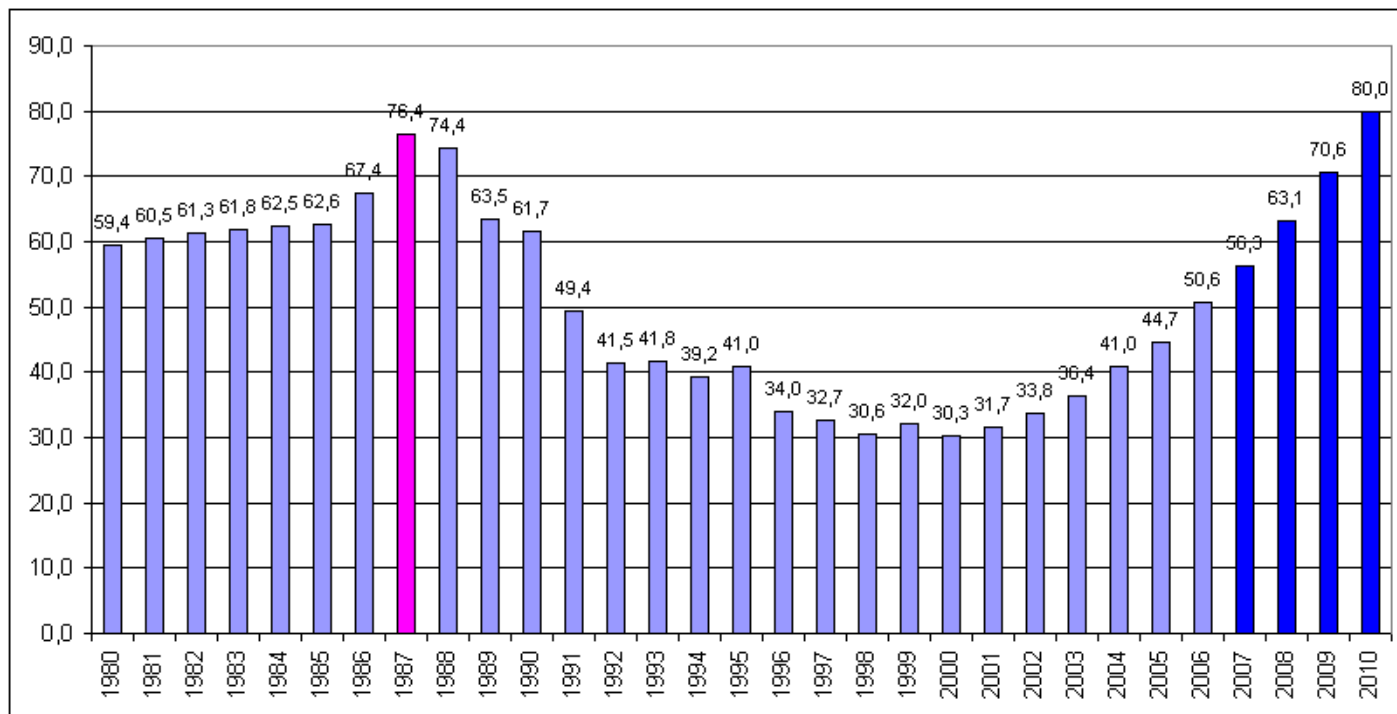
Основные макроэкономические показатели РФ 2004 - 2010 гг

	2004	2005	2006	2008*	2010*
Количество экономически активного населения, млн. человек	73,4	73,8	73,88	73,7	73,92
Уровень безработицы, %	8,18	7,58	7	6,3	6
Уровень ставки по займам, %	11,4	10,68	10,7	8	7
ВВП на душу населения, долл	4104	5347	6850	8760	10290
Индекс потребительских цен, % на конец периода	11,63	10,9	9,6	8	7

* - прогноз

Источник: Городской ипотечный банк; данные: The Economist Intelligence Unit; актуальность: февраль 2007

Объем ввода жилья в РФ, млн. кв. м.



Источник: Институт экономики города; 2007-2010: Прогноз в соответствии с ФЦП "Жилище"

Статистика рынка ипотечного кредитования в 2006 году

Федеральный округ	Количество сделок с жильем, шт.	Ипотека жилых помещений, шт.	Доля ипотеки в сделках с жильем, %	Количество закладных
Российская Федерация	2 400 697	206 123	9	125 615
Центральный ФО	546 333	38 722	7	17 330
Северо-Западный ФО	240 402	15 151	6	10 095
Южный ФО	272 207	12 330	5	5 969
Приволжский ФО	594 134	54 240	9	39 660
Уральский ФО	289 912	35 237	12	12 199
Сибирский ФО	354 941	44 780	13	36 107
Дальневосточный ФО	102 768	5 663	6	4 255

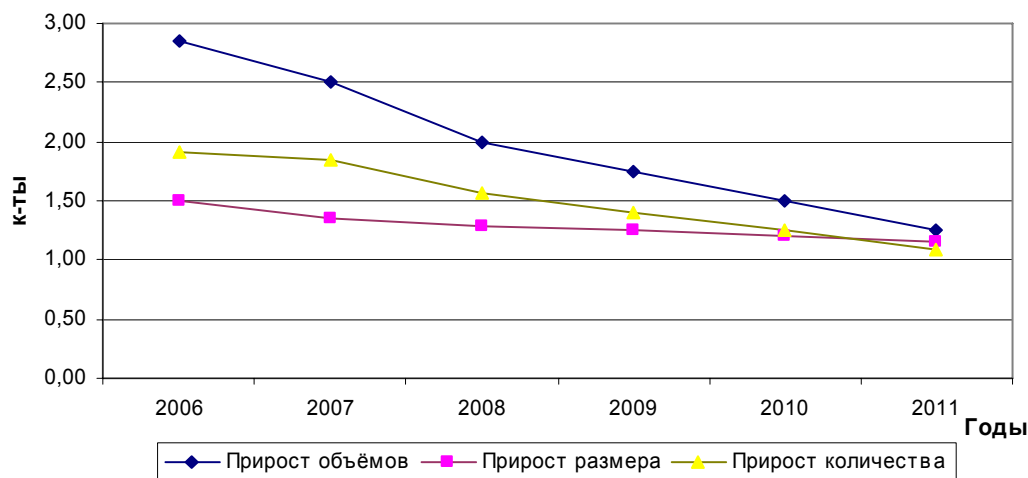
Источник: АИЖК

Сделки секьюритизации российских активов в 2007 году

Оригинатор	Эмитент/SPV	Юрисдикция сделки	Организаторы выпуска	Закрытие сделки	Объем выпуска ценных бумаг	Категория активов	Дата погашения	Рейтинги	Процентные платежи
Альфа-Банк	Alfa Diversified Payment Rights Finance Company S.A.	Люксембург	Dresdner Kleinwort / Merrill Lynch	мар.07	A: 145 млн евро; B: 200 млн долл	Будущие потоки платежей (DPR)	2012	Moody's: Baa3 (A,B) S&P: BBB-(A,B)	A: Euribor+190 B: \$Libor+200
Дельта Кредит	Red & Black Prime Russia MBS No.1 Limited	Ирландия	Societe Generale	апр.07	206,3 млн долл A: 173,2 млн долл B: 14,5 млн долл C: 18,6 млн долл	Ипотечные кредиты	2035	Fitch/Moody's A: A/A2 B: BBB+/Baa2 C: BB+/Ba2	A: Libor+105 B: Libor+145 C: Libor+335
МДМ-Банк	MDM DPR Finance Company S.A.	Люксембург	Dresdner Kleinwort	май.07	350 млн долл	Будущие потоки платежей (DPR)	2012	Moody's: Baa2	Libor+200
АИЖК	ЗАО "Первый ипотечный агент АИЖК"	РФ	ЗАО КБ "Ситибанк"	май.07	3294,8 млн руб A: 2900 млн руб B: 264 млн руб V: 130,8 млн руб	Ипотечные кредиты	2039	Moody's: A: A3 B: Ba1	A: 6,94%
ГПБ Ипотека (Совфинтрейд)	Gazprombank Mortgage Funding 2 S.A. ("GMF2")	Люксембург	Газпромбанк / Barclays Capital	июн.07	6900 млн руб A1: 147,15 млн евро A2: 850 млн руб B: 311,8 млн руб C: 329 млн руб Da: 329 млн руб	Ипотечные кредиты	2027	Moody's/S&P A1: A3/BBB+ A2: A3/BBB+ B: Baa3/BBB- C: Ba2/BB-	A1: 1m Euribor+110 A2: 7,5% B: 7,75% C: 10,5%
Москоммерцбанк	Moscow Stars B.V.	Нидерланды	HSBC Bank PLC / Raiffeisen Zentralbank Österreich AG	не завершена	184,4 млн долл A: 163,2 млн долл B: 16,6 млн долл C: 4,6 млн долл	Ипотечные кредиты	2034	Moody's/Fitch: A: Baa2/BBB B: Ba2	не установлены

Источник: РУСИПОТЕКА

Сравнение прогнозных коэффициентов прироста объема рынка, стоимости одного кредита и количества выдаваемых кредитов



Источник: АТТА Ипотека; актуальность: апрель 2007

Паевые инвестиционные фонды с ипотечным покрытием, действующие в России

Название	Управляющая компания	Дата начала формирования	Дата окончания формирования	Мин. сумма, рублей	Вознаграждение УК (с учетом НДС)	Вознаграждение спецдепозитария, регистратора, аудитора, оценщика *	Расходы, подлежащие возмещению за счет имущества фонда*	Текущая стоимость пая, рублей**	Стоимость чистых активов, рублей**
НВК - Городская ипотека	ООО Управляющая компания "НВК"	15.06.05	14.09.05	10000	1,10%	0,53%	1,57%	10 517,61	157 764 154,38
ИнвестКапитал - фонд ипотечный	ООО Управляющая компания "ИнвестКапитал"	02.08.06	01.11.06	50000	4%	2%	30%	1 035,53	103 553 306,35
Ипотечный фонд 1	ЗАО Управляющая компания "Коллективные инвестиции"	10.02.06	24.03.06	100000	1,10%	0,55%	2,13%	10 486,33	63 966 602,20
Первый объединенный	ООО "Русский Капитал Паевые Фонды"	12.06.06	31.07.06	50000	0,75%	1,75%	6%	53 409,60	1 068 192 032,10
Первый ипотечный	ОАО "Компания по управлению инвестициями ЯМАЛ"	14.09.05	04.10.05	10000000	1,18%	0,54%	2,03%	1 051,63	1 051 627 498,40
ЮГРА Ипотечный Фонд	ЗАО "РЕГИОН Девелопмент"	15.05.05	15.06.05	100000	не более 1,3% от среднегодовой СЧА	0,45%	2,30%	11 015,83	374 538 114,23
КИТ - Фонд ипотеки	КИТ Финанс (ОАО)	28.06.06	25.09.06	100000000	0,50%	0,15%	1,65%	995,76	995 756 526,16
Второй ипотечный	ОАО "Компания по управлению инвестициями ЯМАЛ"	03.05.06	04.05.06	10000000	1,10%	0,58%	2,20%	1 044,58	2 768 140 159,04
Ипотечный фонд Балтинвест-банк	ООО "Управляющая компания "Наследие СП"	05.02.07	09.02.07	1000	1,00%	0,80%	2,00%	10 287,31	36 005 596,80
Астерком - Ипотечный фонд	ЗАО "Управляющая компания "Астерком"	08.01.07	18.01.07	200000	2,10%	1,50%	2,20%	104 745,52	5 237 276,10

* не более, с учетом НДС

** оценка на 31.05.07

Источник: РУСИПОТЕКА; данные Национальной лиги управляющих

Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором, млрд. долл. США

Год	Всего	Чистый ввоз/вывоз капитала банками	Чистый ввоз/вывоз капитала другими секторами
1994	-14,4	-2	-12,4
1995	-3,9	6,8	-10,7
1996	-23,8	1,3	-25,1
1997	-18,2	7,6	-25,9
1998	-21,7	-6	-15,7
1999	-20,8	-4,3	-16,5
2000	-24,8	-2,1	-22,8
2001	-15	1,3	-16,2
2002	-8,1	2,5	-10,6
2003	-1,9	10,3	-12,2
2004	-8,4	3,5	-11,9
2005	0,7	5,9	-5,2
2006	41,7	27,5	14,3
2007 (1кв)	13	-8,9	21,9

Источник: ЦБ РФ; данные платежного баланса. Знак "-" означает вывоз капитала, "+" - ввоз

Вниманию читателей!

Мнения об аналитическом обзоре, а также пожелания, какие темы представляются Вам интересными и актуальными, с какой информацией и в каком объеме Вы хотели бы знакомиться можно направлять по адресу: research@rusipoteka.ru

Эксперты, принимавшие участие в аналитическом обзоре №6 (в порядке размещения комментариев)

Виктория Бакланова, CFA, директор группы рейтингов инвестиционных фондов и управляющих компаний, международное рейтинговое агентство Fitch Ratings, Нью-Йорк

Игорь Аксенов, CFA, CDO Треjder, Royal Bank of Scotland

Наталья Кольцова, директор департамента структурированных продуктов, ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию»

Никита Гусаков, вице-президент, начальник отдела по организации выпусков рублевых облигаций, Citigroup

Николай Корчагин, генеральный директор, компания «Кредитмарт»

Аналитический отдел компании «ABS Finance»

Настоящий аналитический обзор предназначен исключительно для информационных целей и не может рассматриваться как предложение или побуждение осуществлять какие-либо операции с ценными бумагами и любыми другими финансовыми инструментами. Авторы данного продукта использовали источники информации, которые следует отнести к надежным, но точность и полнота предоставленной информации не гарантируется.

Любые оценки и суждения в данном материале отражают точку зрения авторов на момент выпуска обзора и могут изменяться. Все права на аналитический обзор принадлежат ООО "РУСИПОТЕКА". Копирование, воспроизводство и распространение информации без письменного разрешения ООО "РУСИПОТЕКА" запрещено.