



Руслан Исеев  
Городской Ипотечный Банк

## СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ: ЭКОНОМИКА СДЕЛКИ

В последнее время участники рынка достаточно много говорят о целесообразности и возможности секьюритизации активов вообще и секьюритизации ипотечных кредитов в частности. При этом больше всего внимания уделяется обсуждению юридического сопровождения сделок по секьюритизации и намного меньше – экономической целесообразности таких сделок.

Ни в коей мере не оспаривая приоритетность вопросов юридического сопровождения и при этом признавая безусловную взаимосвязь между двумя упомянутыми группами вопросов, автор статьи хотел бы остановиться именно на вопросах оценки факторов, влияющих на экономическую целесообразность сделки секьюритизации пулов ипотечных кредитов.

Экономическая целесообразность секьюритизации для originатора (банка, в данном случае предоставляющего ипотечные кредиты, номинированные в долларах США) в конечном счете зависит от двух взаимосвязанных факторов, помимо объема выпуска, который в основном компенсирует значительные фиксированные транзакционные издержки (оплата услуг юридической компании, рейтинговых агентств, аудиторской компании и андеррайтера сделки):

- спреда между средневзвешенной процентной ставкой по пулу и средне-

взвешенной процентной ставкой, требуемой для исполнения обязательств перед инвесторами в сделке;

- уровня субординации в пуле секьюритизированных ипотечных кредитов.

С учетом целого ряда юридических и экономических аспектов наиболее привлекательной и реализуемой может выглядеть секьюритизация ипотечных кредитов по следующей упрощенной схеме:

**1.** Originator заключает соглашение об обслуживании проданного пула кредитов с организацией, выполняющей функции оперативного управления активами *SPV (Trustee)* и платежного агента (*Paying Agent*) по платежам, относящимся к проданному пулу кредитов. Таким образом, originator становится сервисным агентом по данному пулу (*Primary Servicer*). При этом originator может выполнять и функции агента по урегулированию проблемных кредитов (*Special Servicer*).

В соответствии с заключенными соглашениями originator обеспечивает

прием платежей заемщиков по пулу проданных кредитов и направляет эти платежи на счет *SPV*.

**2.** Originator, платежный агент и *Trustee* (если это не одно и то же лицо, что платежный агент) заключают соглашение с третьим банком об условиях выполнения последним функций резервного сервисного агента (*Backup Servicer*). Резервный сервисный агент должен приступить к обслуживанию пула в случае неспособности *Primary Servicer* (он же – Originator) продолжать по какой бы то ни было причине выполнять свои функции. Очевидно, что банк, являющийся *Backup Servicer*, должен обладать соответствующими финансовыми и операционными ресурсами, иметь безупречную репутацию, высокий кредитный рейтинг, а также технические возможности для принятия и последующей обработки базы данных, полученной от *Primary Servicer*.

**3.** Originator (*Originator* – банк, первоначально выдавший кредит) продает

пул ипотечных кредитов компании-нерезиденту. Компания-нерезидент имеет статус *SPV* и создана в юрисдикции, имеющей соглашение о двойном налогообложении с Россией.

4. *SPV* выступает эмитентом выпуска ипотечных ценных бумаг, наиболее важной характеристикой которых с экономической точки зрения является разделение всего выпуска на старшие и младшие транши. Основное различие между старшим и младшим траншами заключается в очередности исполнения обязательств по ним. Старшие транши, обязательства по которым исполняются в первую очередь, менее рискованные по сравнению с младшими траншами.

Разные транши ипотечных ценных бумаг продаются андеррайтерами сделки различным классам и типам инвесторов по цене (с доходностью), отражающей уровень риска данных бумаг. Важно понимать, что «сквозные» (*pass through*) ипотечные ценные бумаги не имеют фиксированной даты погашения в связи с возможностью досрочного погашения заемщиками своих обязательств по ипотечным кредитам. Данное обстоятельство чрезвычайно важно при разработке структуры и определении основных параметров разных траншей ценных бумаг.

Определение уровня субординации (транширование) секьюритизируемого пула ипотечных кредитов осуществляется рейтинговым агентством. При этом задача может быть поставлена двояко:

- определить уровень субординации (доля младших траншей в пуле) для обеспечения старшему траншу заданного кредитного рейтинга (например, суверенного рейтинга России, если речь идет о секьюритизации российских ипотечных кредитов);

- определить рейтинг старшего транша при заданном уровне субординации.

Для решения любой из этих задач (а именно это является краеугольным камнем при оценке экономической целесообразности всей сделки для, в частности, Оригинатора) рейтинговое агентство проведет скрупулезный анализ 4 основных компонентов:

1. Анализ юридической структуры сделки (вне рамок настоящей статьи, но одним из наиболее важных условий здесь является признание операции продажи ипотечных активов Оригинатором на *SPV*).

2. Анализ операционных, технических и финансовых ресурсов сервисного агента и присвоение ему так называемого рейтинга сервисного агента (*Servicer Rating*). Данный рейтинг дает некоторое

представление о предполагаемом качестве исполнения сервисным агентом своих функций по обслуживанию пула, а также используется при определении окончательного уровня субординации.

3. Анализ платежных потоков по сделке, включающий в себя построение финансовой модели платежных потоков, ассоциированных с пулом кредитов, с учетом установленной очередности платежей по погашению основного долга и начисленных процентов, а также с учетом ежемесячных транзакционных издержек.

зультатов которого во многом зависит окончательный уровень субординации. Анализ кредитного качества производится в разрезе каждого кредита и включает в себя целый ряд параметров. Методология анализа кредитного качества портфеля может включать в себя следующие компоненты:

• Определение двух основных характеристик — вероятности дефолта (*default probability*) и величины потерь (*loss severity*) — и параметров виртуального «эталонного» ипотечного кредита,

## Анализ кредитного качества пула ипотечных кредитов, предлагаемых к секьюритизации — наиболее важный компонент комплексного анализа, от результатов которого во многом зависит окончательный уровень субординации.

Ежемесячные транзакционные издержки включают в себя оплату услуг:

- сервисного агента;
- резервного сервисного агента;
- *Trustee* и платежного агента.

Результаты анализа платежных потоков по сделке также используются при определении окончательного уровня субординации.

4. Анализ кредитного качества пула ипотечных кредитов, предлагаемых к секьюритизации. Это наиболее важный компонент комплексного анализа, от ре-

являющегося базой для последующего анализа реально существующих и, как правило, «неэталонных» кредитов. Основные характеристики могут рассчитываться в процентах от размера пула. Произведение основных характеристик представляет собой размер необходимого кредитного покрытия (своего рода, уровня субординации) по данному кредиту.

Расчет «эталонной» характеристики величины потерь может производиться на основании следующих вводных:

### РЕЙТИНГОВЫЙ ЦЕНТР АК&М ПРИСВОИЛ РЕЙТИНГ КРЕДИТОСПОСОБНОСТИ ОАО «ИСКИТИМЦЕМЕНТ» ПО НАЦИОНАЛЬНОЙ ШКАЛЕ «А» СО СТАБИЛЬНЫМИ ПЕРСПЕКТИВАМИ.

Рейтинг «А» означает, что ОАО «Искитимцемент» относится к классу заемщиков с высоким уровнем надежности. Риск несвоевременного выполнения обязательств низкий.

Среди позитивных факторов следует отметить высокий спрос на продукцию компании, выгодное месторасположение, высокие значения показателей, характеризующих эффективность финансово-хозяйственной деятельности, хорошее качество управления, высокие темпы развития.

Факторами риска являются: высокий износ производственных фондов, зависимость от цен и тарифов естественных монополий, низкая доля собственных средств в структуре капитала.

Подробности на сайте: [www.akm.ru](http://www.akm.ru)

**AK&M**  
ИПООП/АДПРОФИЛ АГЕНТСТВО

- результатов стресс-тестинга цен на недвижимость;
- *LTV*;
- продолжительности процесса по обращению взыскания и продаже предмета ипотеки;
- накопленных процентов за период с момента прекращения обслуживания до продажи предмета ипотеки;
- издержек, связанных с обращением взыскания, реализации предмета ипотеки.

Расчет вероятности дефолта может осуществляться на основании статистиче-

Для определения окончательного уровня субординации по пулу ипотечных кредитов производится «уточнение» необходимого размера кредитного покрытия, полученного в результате анализа кредитного качества пула. Компонентами такого «уточнения» на портфельном уровне могут являться:

- рейтинг сервисного агента;
- результаты анализа платежных потоков;
- географическая концентрация пред-метов ипотеки по кредитам;

ту услуг сервисного агента, резервного сервисного агента и, собственно, самого платежного агента и *trustee*.

С учетом того что оригинатор, как правило, является сервисным агентом, его доходы состоят из купона по *equity*-траншу и комиссионных за выполнение функций сервисного агента по пулу.

Несомненно, чем меньше уровень субординации, тем меньше средневзвешенная процентная ставка, необходимая для исполнения обязательств перед инвесторами по сделке, и больше комиссионные за выполнение функции сервисного агента.

Более того, чем меньше уровень субординации, тем меньше уровень собственных средств, отвлекаемых оригинатором на приобретение *equity*-транша.

Следовательно, чем меньше уровень субординации и, очевидно, чем выше средневзвешенная процентная ставка по пулу кредитов, тем рентабельнее вся сделка для оригинатора. ■

## Чем меньше уровень субординации и выше средневзвешенная процентная ставка по пулу кредитов, тем рентабельнее вся сделка для оригинатора.

ских данных, в соответствии с которыми различные вероятности дефолтов могут «присваиваться» кредитам с разными уровнями *LTV*.

- Определение значений «штрафных» и «премиальных» коэффициентов, применяемых к основным характеристикам реально существующих «неэталонных» кредитов.
- Расчет размера кредитного покрытия по каждому кредиту в пуле с использованием указанных выше коэффициентов.

Параметры ипотечного кредита, по которым проводится анализ кредитного качества и которые могут быть особенно актуальны для ипотечных кредитов, выданных в России, могут включать в себя, в частности:

- коэффициент *LTV* и методологию его расчета;
- целевое назначение кредита (покупка жилья; залог уже имеющегося в собственности жилья);
- цель приобретения жилья (проживание или использование в целях аренды, инвестиций и т. п.);
- «выдержанность» ипотечного кредита (как давно был выдан кредит);
- способ подтверждения дохода заемщика;
- наличие просрочек при обслуживании кредита;
- порядок погашения кредита;
- тип процентной ставки по кредиту (фиксированная или плавающая).

Очевидно, что коэффициент *LTV* (*loan to value*) присутствует при расчете как вероятности дефолта, так и величины потерь и является одним из основных показателей степени риска ипотечного кредита.

- наличие дополнительных компонентов структуры: резервные депозиты, страхование политических рисков и т. п.;

- валюта кредитов (данный фактор может являться одним из наиболее существенных в России, в случае если кредит выдан в долларах США, так как здесь присутствует несоответствие валюты, в которой номинированы доходы заемщиков, и валюты обязательств заемщиков по ипотечным кредитам. Название обстоятельство содержит в себе компонент валютного риска для держателей ипотечных ценных бумаг, обеспеченных пулом ипотечных кредитов, выданных в России и номинированных в долларах США).

Таким образом, уровень субординации и, соответственно, доля старших траншей с заданным рейтингом в пуле определена.

Младшие транши также могут быть разделены, например, на мезонин-транш (*second loss position*) и *equity*-транш (*first loss position*). Мезонин-транш, имеющий более высокую доходность по сравнению со старшими траншами, может быть продан инвесторам, для которых риск, связанный с *second loss position*, является приемлемым. Как правило, *equity*-транш, имеющий самый высокий купон в сделке, выкупается самим оригинатором. С течением времени по мере ускоренной амортизации старших траншей (если это предусмотрено структурой) кредитное качество младших траншей возрастает.

Сервисный агент на регулярной основе принимает платежи заемщиков и направляет их платежному агенту по сделке. Последний распределяет полученные средства между различными классами инвесторов, но сначала производит опла-