

## Ипотечные облигации с покрытием

- 29 июля в прессе появились сообщения о решении Министерства финансов США поддержать инициативу крупнейших американских банков по выпуску ипотечных облигаций с покрытием (*covered bonds*). Это инструмент т. наз. балансовой секьюритизации, широко распространенной в Европе, но практически не известной в США. Ранее Bank of America и Washington Mutual пытались выпустить облигации с покрытием, но инвесторы встретили инновацию прохладно.
- Регулирование направлено на создание нового источника финансирования для банков, что должно позволить стабилизировать ситуацию на рынке ипотечного кредитования и цены на недвижимость.
- Облигации с покрытием представляются инвесторам менее рискованным инструментом прежде всего в случае, когда значительная доля кредитов портфеля оказывается не соответствующей заявленным критериям (именно это вызвало кризис кредитов повышенного риска в Штатах), в первую очередь потому, что кредиты остаются на балансе банка, которому можно предъявить претензии. Однако реальные риски и здесь зависят от особенностей законодательства и структуры сделки и должны анализироваться инвесторами не менее тщательно.
- Принятое регулирование устанавливает очень жесткие требования к обеспечению этих облигаций, в значительной степени изолирующие инвесторов от кредитного риска обеспечивающего портфеля. Министерство финансов США надеется, что новый инструмент будет интересен инвесторам и позволит банкам секьюритизировать портфели кредитов, не удовлетворяющих критериям Fanny Mae и Freddie Mac.
- Скептики, однако, отмечают следующие факторы, которые могут сделать этот инструмент неинтересным для банков: действующие ограничения на долю таких бумаг в обязательствах банка, невозможность высвободить капитал из-за того, что обеспечивающие кредиты остаются на балансе, а также возможное повышение взносов на страхование депозитов.

29 июля в прессе появились сообщения о решении Министерства финансов США поддержать инициативу крупнейших американских банков по выпуску ипотечных облигаций с покрытием (*covered bonds*). Это так называемая балансовая секьюритизация, когда секьюритизируемые активы остаются на балансе банка, а не продаются в SPV, и эмитентом облигаций выступает сам банк. При этом облигации могут выпускаться в виде нескольких субординированных траншей, как и при забалансовой секьюритизации, а выплаты по облигациям будут привязаны к показателям обеспечивающего портфеля. Одно из отличий балансовой секьюритизации от забалансовой в том, что инвесторы в облигации с покрытием гораздо хуже защищены от банкротства банка-кредитора, чем инвесторы в «традиционные» ИЦБ.

При забалансовой секьюритизации первичный кредитор продает актив на баланс SPV и в случае своего банкротства никаких претензий к этому активу предъявить не может. Заемщики продолжают гасить свои кредиты, а инвесторы, соответственно, продолжают получать причитающиеся им выплаты по облигациям. В случае облигаций с покрытием при банкротстве банка-кредитора велика вероятность прекращения платежей по эмитированным бумагам, даже если заемщики продолжают исправно платить: назначенному управляющему нужно, по меньшей мере, разобраться с входящими и исходящими денежными потоками, после чего обеспечивающий портфель должен быть реализован, а поступления от реализации использованы для расчетов с инвесторами. Если этих поступлений будет недостаточно, требования по оставшейся части долга инвесторы могут предъявить наравне с необеспеченными кредиторами банка. Таким образом, в лучшем случае инвесторы недополучат купонный доход по облигациям из-за их досрочного погашения, а в худшем – могут понести потери, если обеспечивающий портфель будет реализован с дисконтом, что весьма вероятно при срочной реализации.

В «континентальной» Европе такие облигации известны с XVII века, а в наше время получили распространение из-за исторически сложившихся законодательных ограничений на продажу ипотечных кредитов, корни которых уходят порой в Средние века. Неипотечные активы, в отношении которых подобных ограничений не было, секьюритизировались через SPV – это было эффективнее и для банков, и для инвесторов, а с принятием поправок в существующее законодательство и появлением законов о секьюритизации, позволяющих обходить эти ограничения, секьюритизироваться через SPV стали и портфели ипотечных активов.

Таким образом, по сравнению с простой структурой ИЦБ сквозного последовательного погашения, когда портфель на баланс SPV продает банк – первичный кредитор, облигации с покрытием являются шагом назад и по эффективности, и по рискам. Но если до секьюритизации имеет место продажа портфелей ипотечных кредитов между финансовыми институтами и продавец портфеля на баланс SPV не является первичным кредитором, облигации с покрытием представляются инвесторам менее рискованным инструментом прежде всего в случае, когда значительная доля кредитов портфеля оказывается не соответствующей заявленным критериям (именно это вызвало кризис кредитов повышенного риска в США). Однако реальные риски и здесь зависят от особенностей законодательства и структуры сделки и должны анализироваться инвесторами не менее тщательно.

В США законодательное и регулятивное поле позволяло успешно развиваться забалансовой секьюритизации, и потребности в облигациях с покрытием не возникало. Два года назад Bank of America и Washington Mutual попытались выпустить облигации с покрытием, но инвесторы встретили инновацию прохладно.

После начала кредитного кризиса интерес инвесторов к традиционным ипотечным бумагам резко упал и сконцентрировался преимущественно на инструментах, эмитированных или гарантированных федеральными агентствами (Fanny Mae и Freddie Mac). Остальные финансовые институты, занимающиеся ипотечным кредитованием, потеряли важный источник финансирования, каким являлась секьюритизация, тогда как наличие стабильных источников доступного фондирования у финансовых организаций очень важно для стабилизации нынешней ситуации на американском рынке жилья.

Bank of America, Citigroup, JP Morgan Chase и Wells Fargo планируют повторить попытку выпуска ипотечных облигаций с покрытием при поддержке Федерального казначейства, принявшего соответствующее регулирование. Согласно новым правилам, инвесторы в значительной степени изолируются от кредитного риска портфеля: первоначальный портфель должен состоять только из высококачественных кредитов, и кредиты, по которым возникла просрочка, должны изыматься из портфеля банком-эмитентом. Пересмотр портфеля должен проводиться ежемесячно, при этом сам обеспечивающий портфель должен быть как минимум на 5% больше объема эмиссии. Также сформулированы требования к объему информации о состоянии портфеля, предоставляемой эмитентом инвесторам.

Участники финансовых рынков надеются, что новый инструмент будет интересен инвесторам в том числе и как средство диверсификации их портфелей. Для ипотечных кредиторов он послужит новым источником ликвидности, позволяющим увеличить объемы ипотечного кредитования, а тот факт, что кредитный риск остается у банков, а не продается инвесторам, заставит их более тщательно подходить к оценке заемщиков. Однако есть и негативные комментарии: в данный момент облигации с покрытием не могут превышать 4% обязательств эмитента – банки могут посчитать, что объем разрешенной эмиссии не оправдывает затраты на ее проведение. Также высказываются опасения, что подобная инновация может увеличить взносы на страхование депозитов, а тот факт, что кредиты остаются на балансе банков, не позволит им высвободить капитал.

Российский Закон «Об ипотечных ценных бумагах» предусматривает секьюритизацию путем выпуска ипотечных облигаций с покрытием с баланса банка, но из-за непроработанности некоторых вопросов и противоречий с другими регулирующими документами выпуск таких облигаций пока невозможен.

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

## Ренессанс Капитал

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

## Аналитическое управление

### Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш  
+ 7 (495) 258 7916  
RNash@rencap.com

### Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
NZagvozdina@rencap.com

### Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
ABurgansky@rencap.com

### Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг  
+ 38 (044) 492 7394  
WWillwong@rencap.com

### Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
AMoisseev@rencap.com

### Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов  
+ 7 (727) 244 1581  
GSalimov@rencap.com

### Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916  
Дэвид Азеркофф  
DAserkoff@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян  
Искандер Абдуллаев

### Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
DNangle@rencap.com  
Светлана Ковальская  
Кристина Лядская

### Металлургия

+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
REdwards@rencap.com  
Андрей Крупник

### Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
+ 44 (20) 7367 7741  
Адам Ландес  
ALandes@rencap.com  
Елена Савчик  
Евгения Дышлюк  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская  
Анна Гальцова

### Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Иван Николаев  
Виктор Дима  
Ульяна Тилсина

### Сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 7770 x4959  
Алексей Языков  
AYazykov@rencap.com  
Александр Венгранович

### Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбеги  
AKazbegi@rencap.com  
Иван Ким  
Тибор Бокор  
Дэвид Фергусон

### Транспорт и автомобилестроение

+ 7 (495) 258 7747  
Эдуард Фаритов  
EFaritov@rencap.com  
Ольга Ареева

### Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеенкова  
MAlexeenkova@rencap.com  
Ринат Кирдань

### Электроэнергетика

+ 44 (20) 7367 7793  
Дерек Уивинг  
DWeaving@rencap.com  
Вадим Борохов  
Владимир Скляч

### Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
KMalofeeva@rencap.com  
Елена Шарипова  
Игорь Лебединец  
Нина Дергунова

### Украинский рынок акций, стратегия

+ 38 (044) 492 7394  
Уилфред Уиллвонг  
WWillwong@rencap.com  
Джеффри Смит  
Владимир Динул  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Романенко  
Владислав Носик  
Сергей Петренко  
Константин Головки  
Александр Хоролец

### Рынок акций Средней Азии, стратегия

+ 7 (727) 244 1581  
Гайрат Салимов  
GSalimov@rencap.com  
Екатерина Газадзе  
Милена Иванова  
Бектас Мукажанов

### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764  
Екатерина Малахова  
EMalakhova@rencap.com  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун  
Анна Богданова

### Рынок долговых обязательств, стратегия

+ 7 (495) 258 7946  
Алексей Моисеев  
AMoisseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Татьяна Санникова  
Олеся Черданцева  
Мария Рахмеева

### Кредитный анализ

+ 7 (495) 258 7789  
Петр Гришин  
PGrishin@rencap.com  
Максим Раскоснов  
Андрей Марков

### Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216  
Ольга Степанова  
OSTepanova@rencap.com  
Юлия Попова

### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервиль  
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность – лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100