

«Мы строим новый домашний рынок секьюритизации необеспеченных кредитов»



◀ Роман КУЛИКОВ,
заместитель директора
департамента финансовых
рынков, ХКФ Банк

После кризиса рынок секьюритизации неипотечных активов замер. Возможность реализации трансграничных сделок отсутствовала в принципе, а российская законодательная база не оставляла шансов на проведение полноценных неипотечных секьюритизаций на внутреннем рынке. В мае ХКФ Банк представил структуру выпуска облигаций, обеспеченных потребительскими кредитами. В интервью Cbonds Review заместитель директора департамента финансовых рынков ХКФ Банка Роман Куликов и начальник управления долгового финансирования департамента финансовых рынков ХКФ Банка Владимир Кузьмицкий рассказали о том, почему эта сделка должна стать настоящим прорывом для внутреннего рынка секьюритизации необеспеченных кредитов, как инвестиционное сообщество встречает новый инструмент и за счет чего ХКФ Банк и организаторы сделки рассчитывают получить полноценное рыночное размещение.



◀ Владимир КУЗЬМИЦКИЙ,
начальник управления
долгового финансирования
департамента финансовых
рынков, ХКФ Банк

— У ХКФ Банка довольно внушительная история присутствия на внутреннем долговом рынке. Вам нравится, как она развивается? И какова логика этого развития?

Владимир Кузьмицкий: ХКФ Банк действительно достаточно давно присутствует в качестве эмитента на внутреннем рынке облигаций: первый рублевый выпуск ХКФ-1 был размещен в 2004 году — спустя два года после выхода банка на российский рынок розничного кредитования. В том же году два ведущих международных рейтинговых агентства присвоили банку кредитные рейтинги. Мы еще до кризиса были активным заемщиком на рынке капитала: к концу 2008 года в обращении находилось пять выпусков рублевых облигаций общей номинальной стоимостью 14,5 млрд руб. Кроме того, к тому моменту у банка уже был опыт размещения еврооблигаций и секьюритизации потребительских кредитов и кредитных карт. Фондирование на долговом рынке занимало основную долю в наших обязательствах. Самое важное, что изменилось с тех пор, — мы достигли существенного прогресса по основным направлениям своей деятельности. Банк занял лидирующие позиции на рынке необеспеченного розничного кредитования, стал ежегодно демонстрировать впечатляющие результаты по росту активов и прибыли, превратился в заметного игрока на рынке розничных депозитов и текущих счетов, доля которых достигла порядка 60% от обязательств. Кредитные рейтинги тоже улучшились: например, в марте этого года агентство Fitch повысило рейтинг необеспеченного долга ХКФ Банка до уровня ВВ.

Рост кредитного качества и изменение в структуре пассивной базы определяют стратегию нашего присутствия на долговом рынке: мы стали не так зависимы от рынка капитала и можем выбирать комфортные периоды для выхода на рынок и удобные нам инструменты. Мы также считаем важным предлагать рынку такие ценовые условия по своим облигациям, которые адекватны нашему кредитному качеству. А поскольку мы неизменно уделяем огромное внимание отношениям с инвесторами, стараемся иметь прямые контакты с каждым из них, остаемся информационно открытыми для рынка, в частности сопровождаем международную отчетность регулярными телеконференциями с участием топ-менеджмента, — это находит понимание на рынке.

— В чем именно это выражается?

В.К.: Если до кризиса облигации нашего розничного банка имели премию относительно облигаций универсальных банков сопоставимых кредитных рейтингов, то сейчас ситуация существенно изменилась и бумаги многих универсальных банков с сопоставимыми рейтингами торгуются с премией к нашей кривой доходности. Поэтому мы удовлетворены тем, как развивается история нашего присутствия на долговом рынке, но не останавливаемся на достигнутом и заинтересованы в расширении спроса на наши инструменты, прежде всего в рублях как основной валюте нашего бизнеса. Мы считаем верным шагом в этом направлении предложение инвесторам инструментов более высокого кредитного качества, чем просто необеспеченные облигации ХКФ Банка, а именно выпуск облигаций, обеспеченных потребительскими кредитами ХКФ Банка. Таким образом, мы хотим вернуться к хорошо забытому старому — к облигациям, в основе которых лежит секьюритизация портфеля потребительских кредитов.

— До кризиса ХКФ Банк был активным участником рынка секьюритизации неипотечных активов. У этого рынка есть перспективы? Что ему мешает и какие стимулы необходимы?

Роман Кулик: Вы правы, мы были первым российским банком, который сделал секьюритизацию необеспеченных потребительских кредитов в 2005 году и первую российскую сделку на кредитные карты в 2007 году. У нас есть опыт и понимание стандартов секьюритизации. Это очень интересный инструмент и для originаторов (так как позволяет добиться за счет секьюритизационной структуры более высокого кредитного качества облигаций, чем свои собственные), и для инвесторов, которые, покупая такую бумагу, снижают свои риски. При этом, как все мы знаем, несмотря на все свои преимущества, секьюритизационный рынок практически умер в 2008 году. Причем все началось именно с ипотечных бумаг, сделки с необеспеченными кредитами во всем мире показали свою устойчивость перед лицом кризиса. Если говорить про российский рынок, то до сего момента у нас были или только трансграничные сделки, или локальные ипотечные секьюритизации по стандартам Закона об ипотечных ценных бумагах. Специального закона о секьюритизации неипотечных кредитов у нас нет,



САМЫЙ ГЛАВНЫЙ ПЛЮС
СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ —
ВОЗМОЖНОСТЬ
ОБЕСПЕЧИТЬ РЕЙТИНГ
ОБЛИГАЦИИ ВЫШЕ, ЧЕМ
У БАНКА-ОРИГИНАТОРА

хотя различные проекты такого закона обсуждаются в профессиональном сообществе уже, наверное, более пяти лет.

— Каковы преимущества потребительских кредитов для секьюритизации?

Р.К.: По сравнению с ипотечными кредитами потребительские кредиты меньше по размеру (в результате в секьюритизированном пуле больше кредитов, соответственно, меньше концентрация), имеют более короткие сроки (до пяти лет), относительно высокие ставки (способность генерировать большой денежный поток (так называемый избыточный спред) и, как ни странно, отсутствие обеспечения. Наличие залога по кредитам при секьюритизации значительно усложняет модели анализа рисков по такому пулу, так как погашение дефолтных кредитов ставится в зависимость от реализации залога. Если, например, речь идет о недвижимости, то в период кризиса, когда цены на недвижимость резко снижаются, вероятность возврата денег значительно уменьшается. Заемщик, попав в тяжелую ситуацию, может сказать банку: «Я не могу платить по кредиту — забирайте квартиру», а продать эту квартиру по цене, достаточной для полного погашения дефолтного кредита, в короткий срок будет уже физически невозможно. При этом заемщики по потребительским кредитам, которые, как правило, относительно небольшого объема, в кризисные моменты обслуживают свои долги лучше. И опять же, небольшие суммы кредитов подразумевают собой большее количество заемщиков в пуле, соответственно, больше доля тех заемщиков, которые находят в себе силы противостоять кризису.

— Какова, по вашим оценкам, емкость этого рынка и его потенциальные участники? Откуда можно ожидать наибольшую активность?

Р.К.: Самый главный плюс секьюритизации — возможность обеспечить рейтинг облигации выше, чем у банка-оригинатора. По сути, даже банк с рейтингом В— или еще ниже может выпустить бумагу с рейтингом, равным страновому. Мы видим, что наши банки накопили значительные портфели потребительских кредитов и для многих из них секьюритизация потенциально

очень интересна. Если разделить все банки на три группы по уровню рейтинга, то для банков с рейтингом BBB необходимость в секьюритизации не так очевидна, так как они уже имеют достаточный рейтинг необеспеченного долга. Наибольший интерес подобные сделки представляют для банков уровня ВВ. Это достаточно сильные и финансово устойчивые кредитные организации, многие с прошлым опытом трансграничных сделок, с пониманием стандартов секьюритизации и с возможностями качественного обслуживания больших секьюритизированных пулов. Мы видим, что данными сделками эти банки, и наш банк в частности, смогут как расширить базу инвесторов (в том числе привлечь пенсионные деньги), так и снизить стоимость заимствования на рынке за счет более высокого рейтинга облигаций. Учитывая новизну инструмента для нашего рынка, мы предполагаем, что инвесторы будут более благосклонно смотреть на бумаги именно этой группы банков, так как за сделкой будет стоять сильный оригинатор. Для банков группы В и финансовых организаций без рейтинга секьюритизация является шансом просто выйти на рынок и привлечь деньги по адекватной цене.

— В чем новизна планируемой ХКФ Банком сделки? Чем она отличается от выпусков, которые уже были реализованы на рынке другими участниками?

Р.К.: Можно сказать, что на нашем рынке пока вообще не было таких выпусков. У нас есть Закон об ипотечных ценных бумагах (ИЦБ), который применяется только к секьюритизации ипотечных активов, но нет специального закона по секьюритизации потребительских кредитов. При этом наличие специального регулирования, с одной стороны, помогает, а с другой стороны, сильно ограничивает. Например, закон об ИЦБ жестко регламентирует форму структуры сделки, в результате эти бумаги не во всем удовлетворяют интересы инвесторов. Основная проблема ипотечных бумаг — отсутствие определенности в сроках погашения и, соответственно, в невозможности просчитать дюрацию. Как результат, мы все видим, что рынок облигаций с ипотечным покрытием пока еще недостаточно ликвиден. Наша сделка готовится в рам-

ках общего законодательства. Это позволяет более гибко подходить к секьюритизационной структуре и настраивать ее именно под интересы потенциальных инвесторов. Мы благодарны нашим юридическим консультантам — фирме Baker & McKenzie, с которыми мы вместе работали и над прошлыми секьюритизациями, за креативный и высокопрофессиональный подход в решении сложных юридических вопросов. Перед нами стояла задача использовать все те преимущества, которые дает общее законодательство (отсутствие жестких установок «как должно быть с точки зрения законодателя»), и за счет структуры сделки нивелировать отсутствие в российском праве специальных секьюритизационных механизмов, применяя иностранный элемент — голландскую SPV (компанию специального назначения) и иностранное право в тех вопросах, где речь идет о защите интересов инвесторов. Основой нашей структуры являются две SPV-компании. Российская SPV будет эмитентом облигаций и создается по образу и подобию российского ипотечного агента. Голландская SPV выступит покупателем портфеля кредитов и является классической секьюритизационной SPV-компанией. Через нее проходят основные денежные потоки и именно на ней оформляется обеспечение — залог портфеля и всех поступлений по нему в адрес агента по обеспечению (Security Trustee), который действует исключительно в интересах инвесторов — держателей облигаций. Наличие российской компании-эмитента позволяет инвестировать в эту бумагу средства пенсионных накоплений. При этом наша сделка будет являться классической секьюритизацией со всеми стандартными механизмами защиты инвесторов.

— Какие запросы есть от инвесторов в подобные бумаги? Что является для них наиболее важным критерием при принятии решения о покупке таких бумаг?

В.К.: Дело в том, что «подобных» бумаг как раз и не было. В последние годы были в основном ипотечные облигации. Поэтому мы конструируем такие обеспеченные облигации, которые удовлетворяют запросы разного круга инвесторов: в них будут заинтересованы как банки и страховые компании, так и

управляющие компании, в том числе управляющие пенсионными накоплениями. В общем виде мы понимаем, что на рынке будут востребованы облигации с высоким кредитным качеством, с понятной юридической структурой и понятными рисками, с определенностью в сроке до погашения и сроке до пут/колл-опциона (планируем три года), с ясной перспективой рефинансирования и комфортной нагрузкой на капитал. При этом желательно предоставить инвестору премию за относительную «новизну» предлагаемого инструмента.

— Какие потенциальные риски существуют для инвесторов и какие механизмы защиты предусмотрены структурой сделки?

Р.К.: Здесь необходимо помнить, что основным принципом секьюритизации является защита интересов инвесторов. Все эти сложности со структурой, многочисленные участники, в том числе резервные, юридические механизмы, используемые в сделках, подчинены единой цели — защите инвесторов. Именно потому такие бумаги имеют высокий рейтинг, что все основные риски закрываются структурой сделки. Продажа портфеля на КСН-компанию призвана отделить портфель от рисков банка-оригинатора. Основным, конечно, является кредитный риск по самому портфелю, который снижается применением критериев выборки, соответственно, в сделке участвуют только самые лучшие, самые стабильные кредиты с точки зрения

риск/доходность. Кроме того, нельзя забывать про дополнительный субординированный кредит от originатора, наличие избыточного спреда (превышение доходов от погашения портфеля кредитов над расходами по выплате купона по облигациям), существенный резервный фонд на покрытие потенциальных разрывов ликвидности и залог портфеля в адрес агента по обеспечению. Агент по обеспечению — это некий прообраз представителя владельцев облигаций, который должен появиться в нашем законодательстве и сделках в следующем году.

Риск качества обслуживания секьюритизированного портфеля закрывается наличием резервной обслуживающей организации. Риск SPV-компаний нивелируется тем, что они создаются с применением механизмов защиты от банкротства, жестко ограничены в своей деятельности уставами и заранее прописанными условиями сделки и не могут иметь внешних кредиторов. SPV-компании не имеют сотрудников — физических лиц и управляются специализированными управляющими компаниями с большим опытом подобных сделок. Риск сложной юридической документации снижается привлечением авторитетной международной юридической фирмы с большим опытом работы над секьюритизациями.

— На какую ставку вы ориентируете рынок? Насколько затратным для вас является этот проект с учетом премии за дебют?

Рисунок 1
ХКФ Банк: возможная структура сделки секьюритизации потребительских кредитов



В.К.: У нас существует четкое понимание комфортного для нас уровня ставки по планируемым обеспеченным облигациям, и есть первые позитивные отклики потенциальных инвесторов и потенциальных банков-организаторов относительно справедливости данного уровня ставки с точки зрения рынка. Мы полагаем, что справедливым было бы размещение банковских обеспеченных облигаций с инвестиционным рейтингом с некоторой премией, в том числе за «новизну», к необеспеченным банковским облигациям сопоставимого инвестиционного рейтинга. С другой стороны, для нас очевидно, что эта премия должна быть ограничена сверху кривой доходности необеспеченного долга банка-оригинатора с учетом его дополнительных затрат на проект обеспеченных облигаций. Иначе сделка будет не вполне эффективной для банка-оригинатора. Сами затраты на проект секьюритизации и выпуск обеспеченных облигаций, разумеется, выше затрат на выпуск необеспеченных бумаг, но, по нашим оценкам, они не повлияют на реализацию данного проекта.

— **Организатором сделки выступает «АЛОП ИНВЕСТ». Чем обусловлен такой выбор организатора размещения?**

Р.К.: У нас произошла своеобразная синергия. Мы, как финансовый институт, хорошо понимаем, что нужно от бумаги банкам, группа компаний «АЛОП» знает, что нужно управляющим компаниям и пенсионным фондам. Наша цель — сделать инструмент интересным и тем и другим, так как УК могут дать бумаге срочность, а банки — ликвидность. Кроме того, на стороне «АЛОПа» над нашей сделкой работают, пожалуй, лучшие специалисты в области секьюритизации. Это Тим Николь и Фабио Тамбуррано. Тим на российском секьюритизационном рынке фигура легендарная, с 20-летним опытом реализации более 200 сделок по всему миру. Мы с ним давно и хорошо знакомы, так как он делал первую сделку по секьюритизации кредитных карт в Восточной Европе (чешский Home Credit, 2003 год) и первую нашу сделку на потребительские кредиты в 2005 году. Он участвовал в становлении рынка трансграничных сделок в Восточной Европе и России, и сейчас

мы все вместе планируем построить новый, домашний рынок секьюритизации необеспеченных кредитов. Также отметим, что «АЛОП» является структурным организатором сделки, при этом в размещении дополнительно будут участвовать и другие ведущие российские инвестиционные банки, с которыми мы давно и плодотворно сотрудничаем.

■ ■ ■ МЫ КОНСТРУИРУЕМ ТАКИЕ ОБЕСПЕЧЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ, КОТОРЫЕ УДОВЛЕТВОРЯТ ЗАПРОСЫ РАЗНОГО КРУГА ИНВЕСТОРОВ

— **На какую категорию инвесторов вы в первую очередь делаете ставку?**

В.К.: Как уже было отмечено, мы рассчитываем на всех инвесторов — управляющие компании, страховые компании, банки, которые давно знают и понимают кредитный риск ХКФ Банка. Но поскольку мы предложим рынку облигации более высокого кредитного качества, чем наш необеспеченный долг, мы рассчитываем на существенное расширение спроса со стороны этих инвесторов и привлечение новых имен. Например, в том, что касается управляющих компаний, мы рассчитываем и на более консервативные инвестиционные средства и портфели по сравнению с теми, которые они обычно размещают в наши необеспеченные облигации. В частности, облигации с инвестиционным рейтингом могут войти не только в более консервативные портфели частных управляющих пенсионными накоплениями, но и в портфель государственной управляющей компании. Что касается банков-инвесторов, то мы собираемся позаботиться об их комфорте в плане нагрузки на капитал и рефинансирования планируемых облигаций, соответственно, постараемся обеспе-

чить, не обязательно сразу, наличие двух инвестиционных рейтингов и предоставить удобную срочность облигаций с позиции регулятора, а также обеспечить рефинансирование облигаций со стороны банков — организаторов размещения, со стороны ХКФ Банка, а также со стороны регулятора. Кроме того, мы уверены в интересе инвесторов-нерезидентов, которые уже достаточно хорошо подготовлены и разбираются в секьюритизации и обеспеченных облигациях.

— **То есть вы рассчитываете сделать рыночный выпуск?**

В.К.: Все наши усилия как раз и направлены именно на то, чтобы получить рыночное размещение с большим числом заинтересованных инвесторов, которые обеспечат интерес не только при первичном размещении, но и в процессе вторичного обращения. В частности, мы уже провели презентацию структуры, лежащей в основе планируемого выпуска, в рамках конференции институциональных инвесторов Investfunds Forum IV в Санкт-Петербурге и планируем дальнейшие презентации и встречи с потенциальными инвесторами как до размещения, так и после. При этом в связи с традиционно неравномерной скоростью принятия решений участниками рынка мы не исключаем сжатия спредов и ликвидации премии за «новизну» по этим облигациям в процессе вторичного обращения, поэтому участники первичного размещения, очевидно, получают преимущество.

— **Есть ли у банка долгосрочные планы в отношении рынка секьюритизации?**

В.К.: Мы, безусловно, заинтересованы в долгосрочности домашней секьюритизации, надеемся на успех первой сделки и собираемся поддерживать этот рынок как продолжением эмиссии своих обеспеченных облигаций, ординатором кредитов по которым является ХКФ Банк, так и в качестве инвестора в аналогичные выпуски других банков. В будущем в случае успеха подобных сделок мы получим дополнительный комфорт как эмитент и не будем завязаны исключительно на выпуск необеспеченных облигаций на внутреннем рынке. ©



САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКАЯ
МЕЖДУНАРОДНАЯ
БАНКОВСКАЯ
КОНФЕРЕНЦИЯ

10–13 июля 2013 г.
Отель «Коринтия»



Санкт-Петербург, Невский проспект, 57

Организаторы



Ассоциация
Российских
Банков



Промсвязьбанк



КОМИТЕТ СОВЕТА ФЕДЕРАЦИИ
ПО БЮДЖЕТУ
И ФИНАНСОВЫМ РЫНКАМ

Коммерсантъ®

Генеральный партнер



Официальный партнер



Официальный транспортный партнер



Партнеры

J.P.Morgan

Helaba



Credit Europe Bank



Азиатско-Тихоокеанский Банк



COMMERZBANK



МОСКОВСКАЯ
БИРЖА

Информационные партнеры

EUROWEEK

интерфакс
INTERFAX



FINANCIAL
CBONDS
INFORMATION

ПРАЙМ
Качество экономической информации

Institutional
Investor



МЕЖДУНАРОДНЫЙ БАНКОВСКИЙ КЛУБ
NBVJ

Euromoney



БО
БАНКОВСКОЕ
ОБОЗРЕНИЕ



+7 (495) 745-79-20

spbconf@psbank.ru

www.spbconf.ru



XVIII SIBC